

Una introducción a la renta fija de China

Principales conclusiones

- La renta fija de China es una parte significativa del mercado global de bonos y, dado su volumen actual, muchos inversores en renta fija sienten que no pueden seguir ignorándola.
- China ofrece diversas oportunidades: por un lado, en su mercado offshore en dólares; por otro, en el mercado offshore “Dim Sum” en divisa local, y, por último, en su mercado onshore en divisa local, que está viviendo una rápida expansión.
- El mercado chino de renta fija, que es el mayor pero menos conocido fuera de sus fronteras, tiene una marcada preferencia por las emisiones de Gobiernos y bancos institucionales locales, y por las empresas públicas. Por tanto, ofrece un variado conjunto de oportunidades para el mercado offshore de bonos de China, que acoge a muchos emisores corporativos, tanto no cotizados como multinacionales.
- El impacto potencial de las reformas estructurales y la nueva legislación son aspectos a tener en cuenta, igual que los riesgos de liquidez, pero el mercado onshore de bonos de China presenta una atractiva oportunidad en términos de rentabilidad frente a volatilidad y permite a los inversores diversificar sus carteras sin arriesgar los ingresos.

El capital extranjero ha sido una de las claves del ascenso de China hasta convertirse en la segunda mayor economía del mundo¹, y creemos que también seguirá desempeñando un papel fundamental en su brillante futuro. Si bien es cierto que los inversores son conscientes del historial chino con la renta variable, es innegable que la continua evolución de la renta fija china llama nuestra atención.

La oportunidad en el mercado de renta fija de China

El desarrollo de los mercados de bonos chinos ha seguido la expansión de la economía china, también lo ha hecho la capitalización de su mercado de bonos, tanto a nivel onshore como offshore. Esta rapidez, junto con el hecho de que China sigue teniendo una cuenta corriente en déficit del conjunto de la economía nacional. A medida que ha crecido la cuenta corriente en déficit, ha creado particularidades estructurales que se traducen en un escenario complejo.

Mercado offshore en dólares

Emisores calificados generalmente investment grade.

Mercado offshore en divisa local

Predominio de productos vinculados a los tipos de interés, como bonos soberanos y letras del Tesoro del BPC.

Mercado onshore

Diversidad de emisores; aumento progresivo de la presencia de corporaciones.

Un país, tres mercados de bonos

A día de hoy, más que de un mercado de bonos de China se debería hablar de tres mercados en uno: uno offshore en dólares, otro offshore en divisa local y uno onshore también en divisa local. Los tres mercados que conforman la oportunidad en renta fija de China son muy distintos entre sí. El primero ofrece a los emisores chinos la posibilidad de acceder a “hard currency,” mientras que el segundo es relativamente pequeño y está dominado por los emisores soberanos. A su vez, el último forma parte de la infraestructura básica del sistema financiero nacional. En la actualidad, las emisiones entre los mercados offshore y el mercado local difieren mucho en tamaño, y tanto los Gobiernos locales como los bancos institucionales y los emisores corporativos locales prefieren la opción nacional.

Bond Connect

En medio del desarrollo del mercado de deuda de China, Bond Connect, el mecanismo nacional para internalizar los flujos de capitales internacionales, ha sido un pilar fundamental. La plataforma se introdujo en 2018 y simplificó el acceso internacional al mercado chino de renta fija, amplificando la asignación de capital internacional a los bonos chinos onshore. En Bond Connect participa un enorme número de inversores internacionales, y el éxito de este mecanismo se refleja en el progresivo aumento de los volúmenes de las operaciones desde su introducción. En marzo de 2020, la cifra de inversores en Bond Connect llegó a los 3.500, y los flujos de negociación sumaban los 648 billones de RMB. Más recientemente, en enero de 2022, se logró el máximo histórico de 781 billones de RMB.²

¹ Fuente: Banco Mundial, 2021. ² Fuente: HSBC, mayo de 2022.



Mercado offshore de China en dólares

Este mercado de crédito es, en opinión de los inversores internacionales, el más consolidado de los tres mercados de bonos de China. El índice JACI (el J.P. Morgan Asia Credit Index), que goza de gran popularidad, reproduce este mercado, que ofrece oportunidades en bonos denominados en USD y emitidos por deudores soberanos, cuasisoberanos y corporativos de Asia. El mercado offshore en dólares refleja la esfera de influencia china a grandes rasgos e incluye emisiones de China, Hong Kong, Macao, Filipinas, Taiwán y otras regiones. El JACI China es un subíndice dedicado exclusivamente a los emisores chinos y representa en torno al 45% de la capitalización bursátil total de la oportunidad crediticia asiática en dólares. A mayo de 2022, el mercado agrupaba a cerca de 985 emisores y tenía un vencimiento medio de poco menos de 7 años y un rendimiento a vencimiento del 6,2%⁴. Al igual que el JACI principal, el JACI China está compuesto en su mayoría por emisores corporativos investment grade.

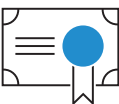
558.000 millones

de USD en emisiones offshore del JACI².



Mercado offshore de China en divisa local (Dim Sum)

De los tres mercados que presentan la oportunidad en renta fija de China, este es el de menor tamaño. Mientras que la divisa del mercado onshore es el CNY, el mercado Dim Sum, como a veces se le llama, está formado por bonos emitidos en renminbi offshore (CNH). En los últimos tiempos, el mercado en CNH ha sido dominado por los productos vinculados a los tipos de interés, como los bonos soberanos y las letras del Tesoro del Banco Popular de China (el BPC), que han ganado cuota de mercado. De forma similar a como ocurre con los bonos en divisa local de otras partes del mundo, las rentabilidades de los bonos dim sum dependen de los tipos locales y del comportamiento de su divisa. A su vez, al tratarse de un espacio pequeño, es frecuente pasarlo por alto. Si bien es cierto que el tamaño general del mercado está reduciéndose, ofrece oportunidades selectas que no conviene ignorar.



Mercado onshore de China en divisa local

Este mercado de bonos es el más grande de los tres, aunque al mismo tiempo es el menos conocido entre los inversores internacionales. Se trata de un escenario con emisores calificados en su mayoría investment grade y tises más altas, y aquí podemos encontrar desde Gobiernos y bancos institucionales locales hasta empresas. Pese a todo, este mercado sigue siendo menos eficiente que sus homólogos internacionales. De la emisión total de 135 billones de RMB, el Gobierno y los emisores bancarios institucionales representan en torno a 111 billones de RMB³, aunque el segmento corporativo está creciendo rápidamente. Como resultado del intenso patrocinio institucional a nivel interno, los bonos chinos onshore ofrecen una prometedora oportunidad en términos de rentabilidad frente a volatilidad, que ayuda a las entidades a diversificar el riesgo sin comprometer los ingresos.

135 billones

de RMB es el total de las emisiones en bonos onshore de China².

Quizás el espacio más interesante en el mercado onshore es el corporativo. En el momento actual, está compuesto de bonos emitidos por empresas públicas en su práctica totalidad y representa 20 de los 21 billones de RMB del mercado total³. En este sentido, el mercado onshore presenta un perfil completamente distinto del mercado chino offshore, que incluye empresas multinacionales, empresas privadas y otros emisores en una proporción mayor.

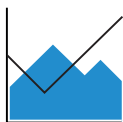
² Fuente: HSBC, mayo de 2022.

³ Fuente: HSBC, diciembre de 2019.

⁴ Fuente: JPMorgan Chase, mayo de 2022.

Muchas de las empresas públicas onshore pertenecen a los sectores industrial o de las infraestructuras, lo que refleja el interés del Gobierno chino por generar crecimiento a través del desarrollo. En este contexto, las calificaciones tienden por abrumadora mayoría a investment grade: del total de emisiones, 39 billones de RMB tienen la calificación local AAA, mientras que aquellas consideradas BBB+ o con calificaciones inferiores representan solo 16 billones, y de esta cifra hay 4 billones que representan la deuda local sin calificación³.

A nuestro parecer, todo indica que el mercado de bonos nacional seguirá desarrollándose, ya que permite que los bancos chinos y las empresas compradoras accedan a un mayor volumen de capital de forma más eficiente. Por este motivo, creemos que es probable que China siga abriendo sus puertas a los inversores extranjeros y las agencias de calificación que los acompañan. Con todo, esperamos que la diferencia entre las calificaciones locales y las internacionales siga creciendo a corto plazo.



Diferencias en los perfiles de rentabilidad

La heterogeneidad de la renta fija de China refleja los distintos grupos de inversores y, en consecuencia, genera diferencias de rentabilidad. Esto ha quedado patente en el primer semestre de 2022, en el que la política china de «cero COVID» y los estrictos confinamientos en Pekín y Shanghái han perjudicado a los activos chinos. El corredor industrial Pekín-Shanghái es uno de los principales motores económicos del mundo, por lo que la política ha perjudicado gravemente el crecimiento global.

8%

La ponderación de China en el Bloomberg Barclays Global Aggregate Index².

Lo ocurrido en el primer semestre de 2022 ha afectado de diversas maneras a los activos chinos de renta fija, y su respectiva rentabilidad ayuda a recalcar sus diferencias. El segmento offshore en dólares del JACI China cayó un 8,2% desde el principio del año hasta abril de 2022⁴, por lo que sus resultados fueron peores que los de los bonos en CNY y CNH (Dim Sum), puesto que la confianza local resistió mejor en el segmento onshore de renta fija. El pesimismo de los inversores fue más notable en el espacio offshore, mientras que en su contraparte nacional los inversores manifestaron su apetito por los bonos corporativos chinos AAA y AA, que también registraron un mejor comportamiento que la deuda pública local china en este periodo.

En lo que se refiere a hard currency, la deuda investment grade capeó mejor el temporal que otros valores high yield equivalentes. Como resultado, el diferencial entre las tirs de los bonos chinos offshore investment grade y las tirs de los bonos chinos onshore AA ha seguido expandiéndose. A mediados de mayo de este año, los diferenciales se habían ampliado a los 154 puntos básicos (Bloomberg, mayo de 2022), uno de los mayores niveles registrados en siete años. Un punto clave de la resiliencia de los mercados onshore es que sus emisiones continuaron, y en abril de 2022 se habían emitido 11 billones de RMB⁴, casi el mismo volumen que en 2021.

Esta divergencia entre los mercados onshore y offshore crea una oportunidad para los gestores de activos globales. A día de hoy, China representa poco menos del 8% del Bloomberg Barclays Global Aggregate, por lo que ha alcanzado un volumen que los gestores de activos internacionales no pueden ignorar. Para el conjunto de los gestores institucionales que operan con unos niveles relativamente bajos de tracking error, China es un mercado nuevo y, en ocasiones, complejo. El conjunto de los gestores están empezando a ver que los bonos chinos onshore son una fuente de rentabilidad atractiva y con relativamente poca volatilidad, pero el factor que puede invitarles a invertir es la baja correlación con otros componentes del índice. Aunque es posible que esta calidad desaparezca a medida que aumenten los flujos de capital, en este momento puede aumentar el interés por el espacio.

² Fuente: HSBC, mayo de 2022.

³ Fuente: HSBC, diciembre de 2019.

⁴ Fuente: JPMorgan Chase, mayo de 2022.

Una puerta de entrada a la oportunidad

Vemos varias opciones posibles para los inversores que quieran acceder a la oportunidad que presenta el mercado de bonos de China. En vista del tamaño, la complejidad y la naturaleza poco analizada de la oportunidad en el mercado onshore, creemos que lo lógico es acceder o bien a través de estrategias gestionadas activamente, o bien estrategias cuantitativas.

Para muchos inversores, la complejidad que reviste abrir una cuenta en Bond Connect puede aumentar el atractivo de una inversión colectiva o un fondo. Aunque este enfoque reduce la capacidad del inversor para calibrar al detalle la beta disponible, la rapidez para acceder al mercado puede ser compensación suficiente.

En lo que se refiere a los inversores minoristas que quieran obtener exposición a este espacio, creemos que una estrategia que ofrezca la posibilidad de elegir entre los tres componentes principales puede constituir una forma atractiva de acceder a la oportunidad. Los inversores institucionales, por su parte, deberían optar por una estrategia combinada que se centre en los emisores más líquidos con calificaciones internacionales, puesto que quedaría bien posicionada para adaptarse a los eventos futuros, especialmente a medida que se expanda el perfil del mercado de deuda corporativa china.

¿Qué le depara el futuro a los bonos chinos?

En nuestra opinión, los mercados de bonos chinos probablemente sigan desarrollándose a gran velocidad. Uno de los objetivos políticos ya anunciados consiste en que el país alcance un nivel de ingresos propio de la clase media para 2050, y para que ese ritmo de crecimiento se convierta en realidad se necesitan flujos de inversión significativos. Este objetivo es consistente con el deseo de China de convertirse en la mayor economía del mundo, una meta que exige que se duplique su PIB per cápita en la próxima década. Por consiguiente, China incentivará los ámbitos económicos de alto crecimiento a la par que promulga reformas en otras áreas que tengan que limitarse. Los legisladores chinos son conscientes de la importancia de los mercados de bonos y de la inversión extranjera en carteras como herramientas para cumplir sus objetivos.

Es cierto que la renta fija de China presenta un sólido escenario de inversión, pero no está libre de riesgos. Entre los factores principales que podrían afectar a nuestras presuposiciones a largo plazo para los activos chinos está el ritmo de las reformas estructurales, las políticas que pretenden reequilibrar la eficiencia y la igualdad económicas, la liquidez y el escenario externo. Los inversores que busquen una exposición sostenible a la renta fija deberían considerar detenidamente sus inversiones en China, ya que las nuevas emisiones están creando más oportunidades. En lo que se refiere a los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG), se ha constatado cierto progreso político en China, y, a medida que más empresas locales traten de conseguir calificaciones internacionales, es previsible que aumente el número de empresas que desarrollen una mayor conciencia ESG.

Este documento es una comunicación de promoción comercial y, como tal, las opiniones expresadas no deben entenderse como una oferta, ni como asesoramiento ni recomendación para comprar o vender inversiones o intereses de inversión. Queda a discreción del lector basarse en información contenida en este material. Cualquier análisis contenido en este documento se ha realizado, y puede haber sido utilizado, por J.P. Morgan Asset Management para sus propios fines. Los resultados de estos análisis se ofrecen como información adicional y no reflejan necesariamente las opiniones de J.P. Morgan Asset Management. Las previsiones, cifras, opiniones, declaraciones sobre tendencias del mercado financiero o técnicas y estrategias de inversión que se mencionen pertenecen a J.P. Morgan Asset Management a fecha de este documento, salvo indicación en contrario. Se consideran fiables en el momento en que se ha redactado el presente documento, pero no tienen por qué ser exhaustivas ni se garantiza su exactitud. Pueden estar sujetas a cambios sin que se le comuniquen o notifiquen. Debe señalarse que el valor de las inversiones y sus rendimientos pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado, y los inversores pueden no recuperar todo el importe invertido. La rentabilidad histórica y las tiras no son indicadores fiables de los resultados actuales ni futuros. No se garantiza que las previsiones realizadas vayan a cumplirse. J.P. Morgan Asset Management es el nombre comercial del negocio de gestión de activos de JPMorgan Chase & Co. y sus filiales en todo el mundo. En la medida permitida por la legislación aplicable, J.P. Morgan Asset Management podría grabar las llamadas telefónicas o supervisar las comunicaciones electrónicas a fin de cumplir sus políticas internas y obligaciones legales y normativas. J.P. Morgan Asset Management recopilará, almacenará y tratará todos los datos personales de conformidad con la Política de Privacidad de EMEA, disponible en www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy. Esta comunicación ha sido publicada en Europa (excepto en el Reino Unido) por J.P. Morgan Asset Management (Europe) S.à r.l., 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Gran Ducado de Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B27900, con un capital social de 10.000.000 EUR. Esta comunicación ha sido publicada en el Reino Unido por JPMorgan Asset Management (UK) Limited, que está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera, inscrita en Inglaterra bajo el número 01161446 con domicilio social en 25 Bank Street, Canary Wharf, Londres E14 5JP.

LV-JPM53764 | 07/22 | ES | 09wl220108085723
