

Global Equity Observer

El crédito, donde se debe

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | MAY 2019

Tras unos meses de entusiasmo en los mercados bursátiles con motivo de las expectativas de que el producto interior bruto (PIB) global siga creciendo adecuadamente, la persistencia de los tipos de interés bajos y, en el momento de redactar este texto, la posible resolución de las tensiones comerciales, consideramos acertado ofrecer información actualizada sobre uno de los principales riesgos de cola que percibimos a escala global: el crédito en china.

En el sector privado en China, el crédito total subió del 115% del PIB al 207% del PIB entre el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2017, según la Reserva Federal de St. Louis.¹ Tal y como escribió el Fondo Monetario Internacional en un documento de trabajo en enero de 2018, la experiencia internacional sugiere que un crecimiento así de rápido no es sostenible y suele asociarse con una crisis financiera o una significativa ralentización del crecimiento,² una postura que compartimos.

El gobierno chino parece ser consciente de estos riesgos y comenzó a ralentizar el crecimiento del crédito en el primer trimestre de 2017. Seguidamente, la ratio deuda/PIB se redujo de forma moderada. En particular, el componente de oferta de crédito, habitualmente conocido como “sistema de banca en la sombra”, se redujo de una oferta anual aproximada de entre el 5% y el 10% del PIB a, efectivamente, cero o cifras negativas a mediados de 2018.³ En vista de la dependencia de la economía china de oferta de deuda, dicha evolución se tradujo en una ralentización de la expansión del PIB.

AUTHOR



WILLIAM LOCK
Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING
Executive Director

¹ Fuente: <https://fred.stlouisfed.org/series/QCNPAM770A>

² Fuente: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2018/wp1802.ashx>

³ Existen diversas definiciones y medidas del sistema de la banca en la sombra. Nosotros empleamos las cifras de “financiación social total” facilitadas por el Banco Popular de China, así como los cálculos autónomos relativos a la “banca en la sombra”.

Sin embargo, en los últimos meses, parece como si el gobierno de China hubiera virado el rumbo para reforzar el debilitado crecimiento del PIB. Si bien la banca en la sombra permanece en una situación de moderación, el sistema bancario oficial ha entrado en escena para ofrecer su apoyo, entre otros aspectos, rebajando los requisitos de reservas. Este esfuerzo en la concesión de préstamos se dirige a pequeñas y medianas empresas (pymes) de propiedad privada, un sector que antes dependía del sistema de la banca en la sombra.

Este regreso al crecimiento del crédito reactiva las preocupaciones por que se produzca una crisis financiera importante en China, también por haberse incrementado el volumen de préstamos fallidos. Concretamente, el hecho de que los bancos que antes no prestaban a pymes ahora se dirijan sin ambages a este sector, de mayor riesgo, no resulta muy alentador.

No podemos predecir en qué medida el gobierno chino impulsará el crecimiento del crédito como una forma de mantener un crecimiento elevado del PIB ni si se volverá a una expansión rápida de la ratio deuda/PIB. No obstante, percibimos avances que indican que el gobierno está tratando de reforzar el sistema financiero. En cierto nivel, la supervisión se ha intensificado sustancialmente. En 2017 y 2018, la Comisión Reguladora Bancaria de China impuso sanciones a una tasa de proyección de aproximadamente 1.500 millones de RMB, una enorme subida con respecto a la tasa de proyección de las sanciones impuestas hasta 2016, del entorno de 100 millones de RMB. Este enfoque más estricto se ha traducido en que los bancos hayan liquidado paulatinamente algunos de sus sistemas de contabilidad más atroces. Por ejemplo, los bancos solían clasificar con regularidad los préstamos como inversiones adornando la emisión sin consistencia, una práctica con el carácter inicial de arbitraje regulador para eludir los límites en las ratios préstamos-depósitos y los requisitos de capital. Más recientemente, estas estructuras se utilizaban para reducir el volumen de préstamos fallidos que se comunicaban, práctica a la que en la actualidad la Comisión Reguladora Bancaria de China está poniendo freno.⁴ De la misma forma, se deroga la regulación que permitía que los préstamos en mora durante más de 90 días puedan seguir considerándose activos productivos. Estas, así como otras medidas, deberían mejorar la calidad de los balances bancarios de China, concretamente, en el caso de las entidades más pequeñas y vulnerables. Su rapidez y su éxito dependerán también de la recuperación del mercado de deuda distressed y la expansión de la capacidad de las sociedades de gestión de activos (variante china de los “bancos malos”).

De hecho, percibimos ciertas tendencias positivas para reducir el riesgo de cola de que se produzca una crisis financiera en China. Dicho esto, los niveles de endeudamiento siguen siendo extraordinariamente elevados y puede que la presión para alcanzar un crecimiento sólido del PIB de cara al futuro pese más que la necesidad de desapalancamiento a medio plazo. En parte, también incidirán en este sentido las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China: que ambos países no sellen un acuerdo desencadenaría más estímulos para el PIB a corto plazo, pero más riesgos a largo plazo.

“En caso de que se produzca una nueva crisis financiera, creemos que las compañías de alta calidad de atención sanitaria y consumo básico serían más resilientes”

Nuestra cartera se encuentra sobreponderada en mercados emergentes, en función de los ingresos: las compañías en que invertimos generan, según se estima, el 31% de sus ingresos en la esfera emergente, frente al 22% del conjunto del mercado. Los ingresos procedentes de China suponen directamente en torno al 6% (6,0%-6,7%) de nuestras carteras globales.⁵ Esta exposición se concentra en consumo básico y atención sanitaria. Consideramos que estos sectores guardan una exposición menor a cualquiera de los riesgos citados. En caso de que se produzca una ralentización del crecimiento del PIB en China, estos sectores sufrirán una erosión de sus beneficios mucho menor que el conjunto del mercado, pues cuentan con ingresos recurrentes y capacidad para fijar precios. En caso de que se produzca una nueva crisis financiera, pensamos que estos sectores serían más resilientes dado su menor apalancamiento. Sugerimos que la cartera supone un medio adecuado para obtener exposición a las perspectivas de crecimiento a largo plazo de los mercados emergentes, en general, y China, en particular, permaneciendo al mismo tiempo centrados en la conservación del capital. Ante la moderación de la “banca en la sombra”, el equipo International Equity analiza los riesgos relacionados con la nueva deuda corporativa china.

⁴ Fuente: UBS, abril de 2019.

⁵ Fuente: Morgan Stanley Investment Management, 30 de abril de 2019.

CONSIDERACIONES SOBRE RIESGOS

No existe garantía de que una cartera vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están sujetas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que bajen los valores de mercado de los títulos que posee la cartera. En consecuencia, su inversión en esta estrategia podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Los cambios en la economía mundial, el consumo, la competencia, la evolución demográfica y las preferencias de los consumidores, la regulación pública y las condiciones económicas podrían afectar negativamente a **compañías con negocios globales** y tener un impacto desfavorable en la estrategia en mayor medida que si los activos de esta estuvieran invertidos en una variedad más amplia de compañías. En general, los valores de los **títulos de renta variable** también fluctúan en respuesta a actividades propias de una compañía. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos, como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Las acciones de **compañías de pequeña capitalización** entrañan riesgos específicos, como una limitación de líneas de productos, mercados y recursos financieros y una volatilidad de mercado mayor que los títulos de compañías más

grandes y consolidadas. Los riesgos de invertir en países de **mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en mercados desarrollados extranjeros. Las **carteras no diversificadas** a menudo invierten en un número más reducido de emisores. En consecuencia, los cambios en la situación financiera o el valor de mercado de un solo emisor pueden causar una mayor volatilidad. **Estrategia de venta de opciones.** La venta de opciones de compra entraña el riesgo de que la cartera se vea obligada a vender el título o instrumento subyacente (o liquidar en efectivo un importe de igual valor) a un precio desfavorable o inferior al precio de mercado de ese título o instrumento subyacente en el momento en que se ejerza la opción. Como vendedora de una opción de compra, durante la vigencia de la opción, la cartera renuncia a la oportunidad de beneficiarse de aquellos aumentos del valor de mercado del título o instrumento subyacente que cubra la opción por encima del importe de la prima y el precio de ejercicio, pero sigue sujeta al riesgo de pérdida en caso de caída del precio del título o instrumento subyacente. Además, la estrategia de venta de opciones de compra de la cartera podría no protegerla completamente frente a pérdidas de valor del mercado. Existen riesgos específicos asociados a la venta de opciones no cubiertas, que exponen a la cartera a pérdidas potencialmente significativas.

DEFINICIONES

El **producto interior bruto (PIB)** es una medida amplia de la actividad económica total de un país. El PIB es el valor monetario de todos los bienes terminados y los servicios producidos dentro de las fronteras de un país en un periodo específico.

DISTRIBUCIÓN

Esta comunicación se dirige exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneran las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

Irlanda: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda. **Reino Unido:** Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA. **Dubái:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). **Alemania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland, Junghofstrasse 13-15, 60311 Fráncfort del Meno (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung [FDI] gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secundaria di Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. **Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch** (Sede Secundaria di Milano), con sede en Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor, Amstelplein 1 1096HA (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch. Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza). Teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

Estados Unidos:

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia. Se requiere un nivel mínimo de activos. Para conocer información importante sobre el gestor de inversiones, consulte la parte 2 del formulario ADV.

Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, figura esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en morganstanley.com/im o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

SIN SEGURO DE LA FDC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

Hong Kong: Este documento lo emite Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido de este documento no lo ha revisado ni aprobado ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** Este documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act, "SFA") de Singapur, (ii) "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. La Autoridad Monetaria de Singapur no ha revisado este documento. **Australia:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (Corporations Act) de Australia.

Japón: En el caso de los inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de aquellas personas que no sean inversores profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de

Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o una invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en un análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. Todos los beneficios y las pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el capital principal no está garantizado. Antes de invertir, estudie los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato, multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,16% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También puede incurrirse en gastos indirectos, como comisiones de intermediación de valores registrados. Dado que estos gastos y comisiones varían en función del contrato y otros factores, MSIMJ no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan con carácter previo a la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIMJ, sociedad inscrita con el número 410 (Dirección de la oficina financiera local de Kanto [sociedades de instrumentos financieros]), afiliación: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: Esta comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited ("MSIM Ireland"). Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda.

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente, en periodos de retrocesos en el mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente de la estrategia o del producto. Hay diferencias importantes en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia.

Este documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos ilustrativos y formativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión concreta. La información recogida en este documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversiones ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe, entre otros aspectos, de las consecuencias fiscales de dicha inversión.

Salvo que se indique lo contrario en este documento, los puntos de vista y las opiniones que aquí se recogen corresponden a los del equipo de gestión de carteras y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su redacción y no en fechas posteriores; tales puntos de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información disponible, las circunstancias existentes o los cambios que se produzcan después de la fecha de este documento.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a rentabilidades de mercado previstas y perspectivas de mercado se basa en los estudios, los análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

MSIM no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir este documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en este documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. MSIM no será responsable del uso o el uso inapropiado de este documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte de este documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM.

Toda la información que figura en este documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor.

Explore our site at www.morganstanley.com/im