



Marzo 2016

Vuelta a la Crisis Asiática

Considerando el exceso de crédito actual en China creemos que es interesante analizar lo que pasó en la crisis asiática de finales de los años 90. Pensamos que los problemas hoy en China son potencialmente mayores debido tanto a su crecimiento del crédito, como a que el peso de China en la economía global es casi 3 veces superior al de los países asiáticos emergentes en 1997. Al igual que entonces parece que este modelo de crecimiento es un nuevo paradigma. Pero creemos que no es así y que tan sólo es un reflejo de un crecimiento desmesurado del crédito y de la inversión. Intentamos estar protegidos para este escenario con posiciones cortas de renta variable, de divisas asiáticas y del dólar australiano.

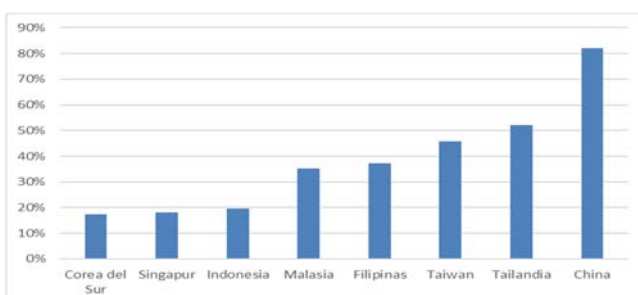
Muchas similitudes...

Las economías asiáticas habían experimentado crecimientos de PIB muy elevados desde 1970 (6,9% en el caso de Indonesia o el 8,4% de Corea del Sur). Vemos muchas similitudes con el crecimiento experimentado por China en estos últimos años: monedas ligadas al dólar, crecimiento del crédito muy elevado, altas tasas de inversión, disminución de la rentabilidad de la inversión, empresas muy endeudadas, presión política para mantener crecimientos elevados y poco colchón de reservas.

Crecimiento exponencial del crédito

Los préstamos al sector privado sobre PIB crecieron mucho en todos los países implicados en la crisis asiática. El crecimiento del crédito sobre PIB entre 1990 y 1996 osciló entre un 20% y un 50%, registrándose los mayores incrementos en Tailandia, Taiwan y Filipinas. En China el crecimiento ha sido aún mayor en el período 2008-2015, el crédito sobre PIB ha subido un 82%, desde el 125% hasta el 207% sobre PIB.

Crecimiento del ratio Crédito Privado sobre PIB en países asiáticos 1990-1997 vs China 2008-2015



Fuente: Corsetti, Pesenti, Roubini, SMC



Exceso de inversión y rentabilidad decreciente

Los países asiáticos se caracterizaron por tener altas tasas de inversión durante los años 90 (en la mayoría de los casos por encima del 30% y en algún país, como Malasia, por encima del 40%). El rendimiento de la inversión era decreciente. Cada vez se necesitaba más inversión para un menor crecimiento del PIB. El ratio ICOR (Incremental Capital Output Ratio) subió desde niveles cercanos a 3-4 en 1987-92 hasta niveles cercanos a 5 en el período 1993-96. Este deterioro en la rentabilidad de la inversión también se ha producido en estos años en China. El ICOR ha pasado desde niveles cercanos a 3-4 durante los pasados 20 años a 5 actualmente. Lo más preocupante es que el ratio de inversión sobre PIB en China lleva prácticamente desde 2003 por encima del 40%.

Tasas de Inversión (% sobre PIB)

Table 5. Investment Rates (% of GDP)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Korea	36.93	38.90	36.58	35.08	36.05	37.05	38.42	34.97
Indonesia	36.15	35.50	35.87	29.48	31.06	31.93	30.80	31.60
Malaysia	31.34	37.25	33.45	37.81	40.42	43.50	41.54	42.84
Philippines	24.16	20.22	21.34	23.98	24.06	22.22	24.02	24.84
Singapore	35.87	34.21	35.97	37.69	32.69	33.12	35.07	37.40
Thailand	41.08	42.84	39.97	39.94	40.27	41.61	41.73	34.99
Hong Kong	27.44	27.20	28.50	27.54	31.85	34.91	32.38	35.08
China	34.74	34.77	36.17	43.47	40.88	40.20	38.73	37.55
Taiwan	23.08	23.29	24.90	25.16	23.87	23.65	21.24	22.20

Fuente: Corsetti, Pesenti, Roubini

Las empresas estaban muy endeudadas

Los chaebols (grandes conglomerados) coreanos estaban muy endeudados. La media del ratio deuda/recursos propios de los 30 mayores chaebols coreanos estaba en 536%. El nivel de endeudamiento de los chaebols coreanos es muy similar al del sector inmobiliario chino hoy. Ya en 2013 la mediana de endeudamiento para inmobiliarias y constructoras chinas era elevada, situándose en 250% para el sector público y en 200% para el sector privado, y en el caso de las más endeudadas el ratio deuda/recursos propios estaba entre 500% y 600% según el FMI.

Presión política para mantener elevadas tasas de crecimiento

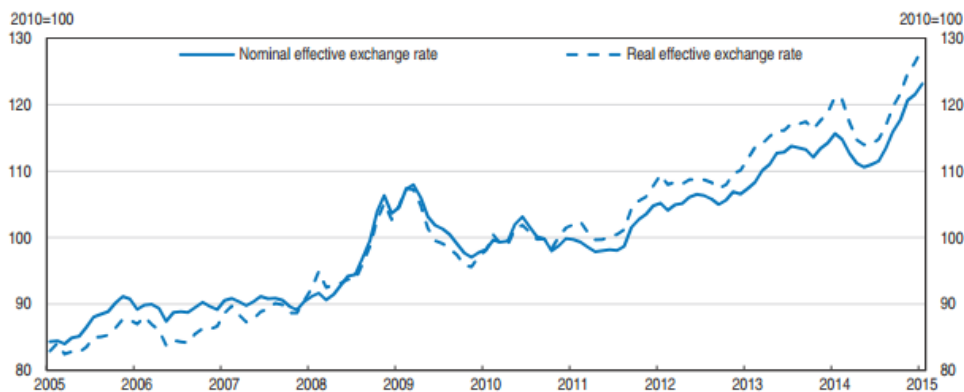
A nivel empresarial había una fuerte presión política para mantener tasas altas de crecimiento. Esto se conseguía a través de la inversión gubernamental, favoreciendo el crédito a grupos o industrias cercanas al poder o a través de subsidios. A pesar de que no había promesas explícitas de rescate se entendía que el estado respondería. La política financiera e industrial estaba muy basada en el favoritismo.



Un catalizador: la apreciación del dólar

La mayoría de las divisas asiáticas se habían apreciado en términos reales desde 1990 (a excepción del won coreano y del dólar taiwanés) de media un 16% con un rango de +5% a +26%. La apreciación del dólar contra el yen desde mediados de 1995 deterioró la competitividad de muchos países asiáticos que tenían las monedas ligadas al dólar. La apreciación del yuan hoy en día (+44% desde 2005) ha sido más acusada de lo que fue la apreciación de las divisas asiáticas.

Evolución del tipo de cambio del yuan

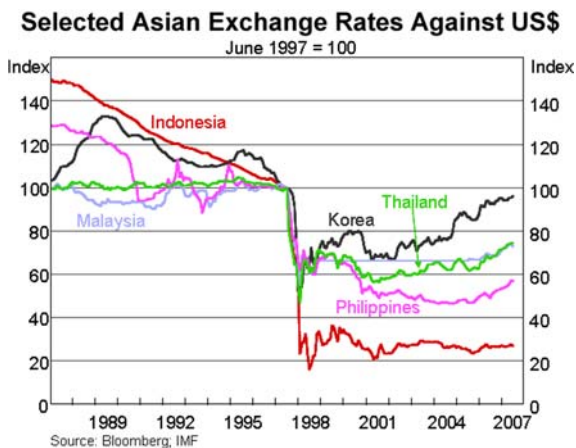


Fuente: Bank for International Settlements, OCDE

El nivel de reservas era bajo

En 1996 en la mayoría de los países el ratio M2/reservas era relativamente bajo (entre el 15,4% y el 27%). En otras crisis de países emergentes como la del peso mexicano (noviembre 1994), había estado entre el 11% de México y el 27% de Argentina y Brasil. China hoy se encuentra en el rango bajo (15,5%) de lo que tuvieron los países implicados en la crisis asiática.

Tipos de cambio de las divisas asiáticas contra el dólar



Fuente: Bloomberg, IMF



Las consecuencias

La depreciación de las monedas de Filipinas, Tailandia, Corea del Sur y Malasia fue del 40-50%, en el caso de Indonesia fue más de un 80%. La renta variable bajó en los distintos países entre un 60-90%. Las materias primas también retrocedieron. El coste fiscal de la reestructuración del sistema bancario fue muy elevado (desde el 17% del PIB de Indonesia al 32% de Corea del Sur).

Gracias

Guillermo Nieto



AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test MiFid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicaiv ni sus representantes legales, ni Glaciar Azul S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunique por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.