

Flash note 26/01/2024

Alex Fusté

[@AlexfusteAlex](#)

alex.fuste@andbank.com

China lanza estímulos para rescatar al mercado de acciones. Valoración y estrategia.

Los mercados de acciones en China experimentaron esta semana un notable en respuesta al reciente estímulo orquestado por el gobierno con el objetivo de revertir la marcada tendencia bajista a largo plazo en los activos chinos. A pesar del impulso registrado ayer, los inversores extranjeros continuaron siendo vendedores netos, liquidando un total de CNY539 millones durante la sesión, lo que significa que solo los inversores locales brindaron respaldo a empresas como Alibaba (donde Jack Ma y Joe Tsai adquirieron más acciones).

El lector habitual sabrá que nuestra posición en los mandatos discrecionales del grupo implica una exposición nula al mercado chino, ya sea en acciones, bonos o moneda. La cuestión que me planteo en este momento es si estas medidas de estímulo pueden revertir la tendencia bajista en los activos chinos y, en consecuencia, si debería reconsiderar mi estrategia y comenzar a adquirir cierta exposición a este mercado. Para abordar esto, procedamos primero a analizar las medidas anunciadas y comprender su impacto potencial.

Las medidas concretas: Análisis y valoración.

Las medidas concretas: Análisis y valoración.

- **PBOC:**
 - **Anuncio de un recorte de la ratio de reservas requeridas (RRR) en los bancos por 50 puntos básicos el 5 de febrero para inyectar CNY1 billón de liquidez en el mercado (136 mil millones de dólares estadounidenses):** No es una cifra que me impresione. Además, dado que la estructura de tasas de interés en China es inherentemente más baja que en Occidente, presupongo que no hay espacio para volver repetir esta operación más veces y, por lo tanto, consideraría esta medida más como algo puntual.
 - **El PBOC reducirá la tasa de refinanciamiento y redescuento de préstamos en 25 puntos básicos a partir del 25 de enero:** Esta medida apoyará principalmente a la agricultura y las pequeñas empresas, no a las grandes compañías listadas en los índices.
- **Empresas Públicas (SOEs):**
 - **Funcionarios del Consejo de Estado señalaron que la gestión del valor de mercado será un criterio para evaluar el desempeño de los jefes de las empresas estatales:** ¿Se evaluará a los CEO de estas empresas en función del rendimiento de las acciones? Bueno, la medida es indudablemente original. Ni siquiera en el país más capitalista veríamos algo así. Sugiere que hay un sentido de desesperación por impulsar los precios de mercado. Típicamente, cuando vemos medidas desesperadas es porque no se vislumbra el fin del ajuste (del mercado). De todos modos, sospecho que vincular la

valoración de un CEO al rendimiento de las acciones de esa empresa podría generar más desequilibrios que otra cosa. Aunque solo sea por la manifestación del llamado “problema de la agencia”. Ya sabe, aquel que proclama que los intereses de los ejecutivos no están alineados con los de la propiedad. Medidas como esta pueden exacerbar aún más tal conflicto. No veo un sentido favorable a largo plazo en esta medida.

- **Los formuladores de políticas buscan movilizar alrededor de CNY2 billones (278 mil millones de dólares), principalmente de cuentas offshore de empresas estatales, como parte de un fondo de estabilización:** Con este fondo de estabilización, las autoridades tienen la intención de comprar acciones del índice de renta variable y revertir las caídas. Entonces... surge una reflexión en mi interior: el gobierno toma dinero de una empresa estatal cotizada en bolsa para ponerlo en un fondo; a cambio la empresa recibe participaciones en ese fondo. Bien. ¿Qué sucederá con el valor de esas participaciones en el fondo si la estrategia es simplemente comprar acciones del índice sin una *rationale* mercantilista que vaya más allá de la idea de comprar algo solo para sostener el precio? Lo más probable es que esto eleve temporalmente los índices, pero cuando se agoten los fondos, es probable que, con tal estrategia, las acciones valgan menos en el futuro, y así, los precios de las acciones de las empresas estatales que contribuyeron al capital, que podrían verse afectados negativamente con el tiempo.
- **Se destinarán CNY300 mil millones (unos 40 mil millones de dólares) de fondos locales para comprar acciones en el mercado local a través de China Securities Finance Corp o Central Huijin Investment.** Sí, un intento de impulsar directamente los precios de las acciones, sin embargo, la cifra no me impresiona y la medida está plagada de los inconvenientes mencionados anteriormente.
- **Restricciones en el mercado:**
 - **China está ampliando la prohibición de la venta neta de acciones, que ya se imponía a los principales fondos mutuos, y que ahora se amplía a algunos aseguradores y fondos de cobertura:** Las restricciones de venta se han venido incluyendo como parte de los esfuerzos de las autoridades para frenar la caída del mercado. No logro comprender por qué las autoridades chinas persisten en estas medidas para restringir las operaciones de mercado. El sentimiento negativo de los últimos meses se exacerbó precisamente después de que Pekín impuso restricciones de venta a los gestores de fondos. Ahora, los reguladores emiten la llamada "Window guidance" (o restricciones en la venta de acciones) a aseguradoras y fondos de cobertura. Es como si creyeran que sus medidas no estaban mal concebidas en esencia, sino solo en intensidad. Es por eso que ahora incluyen a más agentes del mercado en el paquete de restricciones de ventas de acciones. Un doble o nada, lamentable.
 - **Las reglas provisionales sobre juegos en línea, que causaron estragos en el sector, fueron eliminadas del sitio web del regulador.** Esto podría ser una señal de que el gobierno podría estar moderar su postura en el sector.

En resumen, las autoridades llaman a un mayor apoyo al mercado de valores, y para lograrlo, impulsan una batería de medidas de naturaleza diversa: medidas de política monetaria, canalización de fondos de empresas estatales, modificación de incentivos para los ejecutivos de empresas estatales y aumento de las restricciones en la venta de valores. En muchas de las medidas, los detalles son escasos, y en muchas de estas medidas, no veo un futuro prometedor.

¿Qué sigue? Nuestra evaluación y estrategia.

Es bastante posible que el mercado experimente una reacción al alza durante un tiempo, tal vez días. Tras de varios intentos de impulsar el mercado de valores chino, la única opción restante del gobierno fue movilizar fondos de instituciones financieras estatales, conocidas como el 'equipo nacional', para adquirir acciones a gran escala, como ya hiciera en episodios anteriores de declive del mercado. Ahora repite la estrategia. Sin embargo, no percibo en estas medidas la voluntad de abordar la verdadera raíz del problema. Como tal, sospecho que el mercado chino podría seguir estando fuertemente influenciado por fundamentos adversos, entre los que destacaría las actitudes hacia las empresas privadas y la postura de Beijing sobre la política exterior, específicamente hacia Rusia y también en relación con Taiwán. Razones que explicarían en parte por qué el país está experimentando un bajo rendimiento económico y una marcada desaceleración en las corrientes de inversión extranjera directa (IED). Por más barato que pueda estar el mercado chino, ninguno de estos impulsores fundamentales es probable que cambie.

En cuanto a las persistentes restricciones a las operaciones de mercado, especialmente en la venta de acciones, debo decir que no hay un historial positivo para este tipo de intervenciones en los mercados de valores.

Después de estas reflexiones y considerando nuestras mejores perspectivas en otros mercados emergentes y desarrollados, por el momento continuaremos manteniendo nuestra estrategia de exposición cero al mercado chino. Espero no equivocarme.