

Alex Fusté

[@AlexfusteAlex](#)

alex.fuste@andbank.com

Flash Note: China en el centro del escenario. ¿Apuesta firme o trampa oculta?

Fuerte movimiento alcista en la acciones chinas. Contexto

Durante la última semana, las acciones chinas superaron a sus pares de mercados emergentes (EM) por el margen más amplio visto en 25 años (claro que venían de un largo periodo en el que las acciones chinas también habían quedado por detrás de sus pares emergentes, y por un margen jamás visto). Pero centrémonos en las jornadas recientes. El índice MSCI China ha superado al índice de mercados emergentes ex-China por un 22%. La mayor diferencia desde junio de 1999 (época dorada para China por su flamante entrada en la OMC).

Tras el salto en las acciones chinas.

Ya lo saben. El repunte las acciones chinas ha sido impulsado por el reciente paquete de estímulos de Beijing, lo que sin duda ha generado un renovado optimismo sobre una posible recuperación de la economía china. Llevo días preguntándome si estos estímulos, y el repunte de las acciones, harán que el mercado chino recupere su estatus de "componente esencial en las carteras globales". Les daré un dato llamativo. Se venía desarrollando en mercados internacionales una tendencia ciertamente preocupante (para Beijing): la comercialización de fondos de inversión de mercados emergentes que excluyen acciones chinas. Entenderán ahora el "timing" escogido por el gobierno de China para anunciar sus estímulos. Esa dinámica era muy grave. Bien puede decirse que los estímulos son "medidas desesperadas". Les doy dos datos más que respalda esta hipótesis: 1) Las salidas netas del Great Market de China venían acelerándose y en el periodo enero-septiembre 2024 habían salido flujos que superaron a la entrada de capitales en todo el 2023. 2) A finales de agosto, los inversores extranjeros tenían una exposición mínima a las acciones chinas, representando solo el 5,1% de sus carteras; el nivel más bajo en una década. En nuestro caso, la exposición a China en nuestros mandatos es sólo indirecta a través de fondos globales que pesan un 3% en cartera. Sospecho que había una urgencia de Beijing por revertir todo esto, cuanto antes.

Acerca de la continuidad en el salto en las acciones China

¿Volverán los nuevos fondos de EM a considerar las acciones chinas? ¿Considerarán los inversores globales a China como un componente esencial? Estos interrogantes resuenan en mi mente cada vez que dejo caer mi cabeza sobre la almohada al caer la noche. Dormirse así, créanme, es una sensación nada agradable.

Hay dispersión de opiniones. Hablo con muchos colegas. Algunos observan estos estímulos como una oportunidad y un argumento para que los inversores extranjeros regresen. Mis colegas estrategas de acciones se han vuelto más positivos estos días, destacando las valoraciones poco exigentes en un nuevo contexto de estímulos. La retórica de las gestoras es "

estamos diciendo a nuestros clientes que si no tienen nada (en China), quizá quieran añadir algunas posiciones".

En lo que a mí respecta, se hace necesario radiografiar el rally. En esa foto veo tres elementos: 1) Desde una mesa en Londres me apuntan acerca de la desactivación de apuestas de los vendedores en corto sobre las acciones chinas. 2) También me informan que hay una proliferación de fondos de cobertura en los libros de órdenes que están entrando en China. 3) Los inversores institucionales a largo plazo, en su mayoría, permanecieron al margen la semana pasada.

¿Qué conclusión extraer de todo ello?

Por la naturaleza de los participantes en este rally la conclusión es que es un rally técnico, impulsado (hoy) por el *short covering* y los *Hedge Funds*, y por lo tanto tendría un carácter esencialmente especulativo. ¿Y? ¿Acaso los inversores a largo plazo, como yo, no especulan? Sí, pero la diferencia entre hacerlo a corto plazo y a largo plazo reside en la comprensión de los fundamentos de valor. Algo que no tiene por qué darse en las estrategias de corto plazo, lo que explicaría el desempeño divergente de un mismo activo en ambos horizontes temporales. Por ejemplo, la especulación a corto plazo tiene como base de su naturaleza rumores y emociones (por noticias como esta). Elementos, estos, de durabilidad acotada y por lo tanto, quizás también, apoyo acotado. En cambio, la especulación a largo plazo descansa en la idea de valor sostenible y su materialización; algo que solo se puede entender a través de la comprensión de su potencial. Esto lo explicaba muy bien Warren Buffet en su peculiar descripción de los mercados financieros, señalando que "el mercado de valores es un dispositivo para transferir dinero del impaciente al paciente". Pregunto entonces: ¿Alguien ha sido capaz de desvelar el cambio que estos estímulos pueden tener en el valor intrínseco de las acciones chinas? No. Al menos no he observado ninguna aportación en este sentido.

¿Debo moverme con el mercado?

Eso equivale a preguntar si debo moverme con los *shorts sellers* que hoy se ven obligados a hacer *short covering*. La respuesta es: si no soy un *short seller* y no tengo posiciones cortas en China, ¿por qué debiera actuar como ellos? Alguien podría sugerir que como gestor de cartera debería comprar acciones chinas para beneficiarme de ese *short covering*. Lo que equivaldría a decir que debiera actuar como un *Hedge Fund*. Lo que me lleva a la misma reflexión. ¿Acaso soy un *Hedge Fund*? Soy un gestor de cartera que se debe a una metodología clara y basada en la acertada premisa de Benjamin Graham (padre del *value investing*): La riqueza viene de las estrategias basadas en la comprensión del valor intrínseco. El valor intrínseco no lo determina ningún gobierno desesperado, y por ello, mucho me temo que NO hay cambios en el valor intrínseco de las acciones chinas.

Marco de acción

Vamos a ser muy disciplinados. Si bien sentimos que a corto plazo hay más potencial de alza que a la baja, me pregunto si tiene sentido dar un salto a este mercado sabiendo lo que sé sobre él (tras dos décadas de seguimiento). Muy pocos estrategias esperan un auge del crecimiento en

China, y ven los movimientos del gobierno como un mecanismo para atraer más capital hacia las acciones o poder frenar la demolición del sector inmobiliario. Pero todo eso parecen parches. ¿Qué haría falta para que yo diera un salto significativo hacia este mercado? Un giro de 180º en todo aquello que precisamente lo ha llevado a esta situación. A saber, ¿qué tal si empezaran por garantizar que una compañía pueda crecer sin límites? ¿o que los CEOs más exitosos deban abandonar el panorama económico? ¿Qué tal si abandonan la peligrosa idea de invadir Taiwán? ¿O si acometen cambio en el sentido de política exterior? Una política que ha dado lugar a un *communiqué* concluyente del G7 describiendo a China como “amenaza”. Sí. Me gustaría ver cambios en todas estas áreas. Hoy, no veo ninguno.

También debo tener claro que los estímulos van a ser capaces de revertir la serie de decepciones macroeconómicas en el país y que han llevado a Goldman y Citigroup a reducir las proyecciones para el crecimiento económico de China a un pobre 4.7% para 2024 (y tiemblo con las proyecciones para 2025). El último dato para el ritmo de producción industrial fue del +4.5% interanual y para un país que todavía se considera “la fábrica del mundo” eso no es nada alentador. Leyendo más entre líneas, el ritmo de ventas minoristas del +2.1% interanual indica que aquello está prácticamente parado (por cierto, palabras exactas que utilizó una clienta mía la semana pasada para describir sus operaciones en aquel país). Lo mismo ocurre con la Inversión en activos de capital (en un +3.4% interanual), cifra considerada por muchos como ridícula. Sin olvidar los precios de la vivienda (-5.3% interanual) en su último dato (¡es el vigésimo noveno mes en contracción!). Los datos de CRIC mostraron que el valor de las ventas de viviendas nuevas por parte de los 100 principales desarrolladores inmobiliarios en China disminuyó un 37,7% interanual, una caída más pronunciada que la del 26,8% en agosto. Sin signos, pues, de estabilización. Beijing no ha tenido más remedio que relajar las restricciones a la compra de vivienda en ciudades Tier1. Pero como en economía no hay almuerzos gratis, temo que la medida pueda tener su contracara en forma de un deterioro en la relación del *real disposable income*. Veremos si lo que ganan por un lado, no lo pierden por otro.

Seremos disciplinados. Puede que haga falta mucho más que los estímulos anunciados para revertir todo esto. En el caso de que identifiquemos la posibilidad de una reversión sostenida en todos los indicadores mencionados, procederíamos a actuar en consecuencia.

Este será el enfoque principal de nuestro análisis en las semanas venideras.

Cordiales saludos,