

Alex Fusté

Chief Global Economist
Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



Si los cuatro precios clave que determinan el apetito global por el riesgo permanecen estables, entonces esta la visión para los mercados emergentes seguirá siendo constructiva.

El mercado de acciones chino se dispara un 44% en lo que va de año. ¿Y ahora qué?

El índice Shenzhen (nuestro índice preferido para estar expuesto en este mercado) acumula un rally del 44% desde inicio del 2019. La pregunta que muchos me hacen hoy es si este mercado puede seguir subiendo. La respuesta es, a pesar del vértigo, sí.

Ya dijimos el 1 de enero que los vientos de cara (riesgos) que golpearon duramente al mundo emergente se dispararían en 2019. Por entonces ya avanzamos que la TIR del US Treasury debería mantenerse estable o incluso bajar (favorable para EM). También proyectamos un nivel de spreads de crédito estables o a la baja, cortesía de una Fed más *dovish*, lo que ayudaría a reducir el riesgo del “*Crexit*”. Etc. En adelante, si los cuatro precios clave que determinan el apetito global por el riesgo permanecen estables, entonces esta la visión para los mercados emergentes seguirá siendo constructiva, y el mercado chino podrá seguir subiendo. Ya conocen los que, para nosotros, son los cuatro precios clave son: 1) El dólar. 2) La TIR del UST. 3) El petróleo. 4) Los spreads de crédito.

A este respecto, pensamos que estos cuatro precios van a permanecer estables, controlados o a la baja, contribuyendo a un entorno constructivo para los activos de riesgo. Muchos de ustedes pueden cuestionar esto que les digo. En particular, pueden decir que el USD no ha permanecido estable o a la baja, pues ha venido subiendo en 2019 contra el EUR (+2%), contra el JPY (+4%), o contra el CHF (+2.6%). De hecho, el *DXY Index* (precio del USD contra una cesta de divisas) ha venido subiendo durante el 2019 cerca del 2.30% ¿Cómo puedo afirmar entonces que el USD ha permanecido estable o a la baja, y que esto ha contribuido a promover el rally en EM? Los inversores tienden a cometer el error de que el índice *DXY* refleja el precio del USD contra todas las divisas, y no es así. El *DXY* representa el precio del USD contra las divisas desarrolladas, y lo que a mí me interesa, a efectos de poder construir una visión estratégica para los mercados emergentes, es determinar la evolución del USD contra estas divisas emergentes. Como ya he dicho, un dólar a la baja resulta muy muy positivo para los mercados emergentes, y eso es exactamente lo que ha pasado.

¿Muchos ponen en duda esto que les digo, y me preguntan si es posible que el USD suba contra las monedas desarrolladas, y en cambio baje contra las monedas emergentes? Por supuesto. Ha habido momentos en la historia en que la correlación se desploma entre las monedas emergentes y las monedas de economías desarrolladas cuando se expresan en dólares. Sin ir más lejos, este mismo año, estos dos grupos de monedas vienen siguiendo caminos bien diferentes. Fíjense como el USD ha subido entre el 2% y el 4% contra el EUR, JPY y CHF; y sin embargo el USD ha bajado un -2.4% contra el CNY, un -1.2% contra la Rupia India, un -1.5% contra la Rupia Indonesia, -2% versus el

Baht, un -1% contra el Peso de Filipinas, un -1% contra el Real del Brasil, o un -3.8% contra el MXN.

Un “escenario de triple mérito” para los EM puede seguir desarrollándose a medio plazo.

Este entorno de USD estable o a la baja contra las monedas emergentes, junto con una TIR del UST controlada, unos spreads de crédito estables, y un petróleo en rango estrecho (50-70), contribuye muy favorablemente para el buen desempeño de los mercados emergentes. Una pregunta interesante que me hacen es si esta estabilidad/debilidad del USD (o según cómo se mire, estabilidad/fortaleza de las divisas emergentes) puede continuar. Creo que sí, y esto alimentaría el que yo llamo “escenario de triple mérito” para los EM, consistente en los tres puntos siguientes: 1) Flujos de entrada en EM por estabilidad cambiaria + mejores proyecciones. 2) Mejores condiciones financieras, como resultado de un flujo positivo. 3) Aumento en los precios de los activos, empujados por todo este “hot-money”.

¿Demasiado optimista? Ciertamente este escenario no puede surgir de la nada. Requiere de un catalizador de crecimiento. El problema es que ni los EUA, ni Europa, ni Japón parecen estar en disposición de proporcionar ese catalizador. En cambio, China sí puede estar ofreciendo ese catalizador por la vía de los enormes estímulos monetarios y fiscales anunciados en los últimos meses, y cuyos efectos empiezo a observar.

Los estímulos de China han ido enfocados a promover el impulso de la actividad terciaria.

Estos estímulos, sin embargo, nada tienen que ver con los programas de impulso que hayamos podido observar en el pasado; y que iban más dirigidos a empresas públicas e industria pesadas. En esta ocasión, los estímulos de China han ido enfocados a promover el impulso de la actividad terciaria (como lo demuestra el anuncio del Consejo de Estado de rebajar en 100pb los costes de *funding* de las PYME, o las ventajas de redescuento anunciadas esta misma noche, en donde los préstamos a PYME serán elegibles como colateral para las *Medium-terms lending facilities*). Precisamente, este nuevo enfoque de estímulos hace que no podamos, ni debamos, esperar los mismos resultados que en el pasado y que solían desembocar en un aumento en el precio de las *commodities* y de los mercados emergentes relacionados con las materias primas.

Precisamente, este nuevo enfoque de estímulos hace que no podamos, ni debamos, esperar los mismos resultados que en el pasado.

En esta ocasión, debemos hilar muy fino y detectar qué mercados y activos pueden beneficiarse más de estos nuevos estímulos de Pekín. En este sentido, creo que lo acertado sería enfocar las inversiones hacia aquellos emergentes que exportan a China, pero que venden productos de alto valor añadido (no materias primas). Sospecho que los mercados más beneficiados podrían ser Corea del Sur (por ventas de tecnología), Taiwán (manufactura de valor añadido), India (su industria de *pharma* es la 3ª más importante en exportaciones), y por supuesto, el propio mercado chino a través de su índice *Shenzhen*, que recoge a cerca de 1.000 empresas de mediano tamaño directamente relacionadas con el sector terciario y la economía moderna, y para el que fijamos un punto de salida en 2019 en los 1.950 puntos (un +9.6% por encima de la cotización actual).