

Alex Fusté

Chief Global Economist
Andbank

alex.fuste@andbank.com

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



China y su capitalismo dirigido ¿Debe este mercado de acciones tener un lugar estructural en mi portafolio?

He aprendido, gracias a la paciencia de quienes se tomaron el tiempo de explicármelo, que en el mundo del Wealth Management ha existido una regla que merece ser grabada a fuego: “Estar siempre largo del S&P y del Bund alemán”. ¿Por qué? Porque, cuando las cosas se ponen feas, la Reserva Federal desplegará políticas que beneficien al S&P, y el Bundesbank hará lo propio con el Bund. Esto responde a una sencilla razón: la mayoría de los estadounidenses poseen acciones (*equity*), mientras que la mayoría de los alemanes invierten en bonos del gobierno. Curiosa diferencia cultural que refleja cómo cada país percibe el binomio riesgo-retorno. La regla, en realidad, es aún más específica: “Cuando el mercado entre en pánico, compra S&P y Bunds”. Mi reflexión es, en ausencia de pánico, también hazlo. ¿Por qué? Saber que la Fed le pone un suelo al mercado hace que tenga sentido estar largo siempre del S&P. Si hubiera seguido esta máxima al pie de la letra durante mi vida como inversor, hoy sería considerablemente más rico. Al fin y al cabo, el S&P está en máximos históricos, y el Bund (casi) también.

¿Qué tiene que ver China con todo esto? Entre los años 90 y hoy, el Bundesbank fue absorbido por el BCE. Aunque al principio hubo resistencia, la locomotora ideológica de la *Modern Monetary Theory* de Draghi pasó por encima del viejo dogma alemán y el Bundesbank quedó relegado y, con ello, también nuestra regla (o al menos una parte de ella). Sin el Bundesbank presente, habiendo sido substituido por el BCE, sospecho que la regla funcionaría ahora solo para el S&P, no para el Bund. La regla suponía que el gobierno alemán, además de defender las inversiones en su bono doméstico, las garantizaba. Tal circunstancia precisaba de una capacidad y unas métricas fiscales que hoy, en el conjunto de Europa, ya no existen. Y hablo de Europa porque hablamos ahora del BCE (y no del Bundesbank).

Aquí es donde entra China. Existe hoy un banco central que desempeña un papel similar al que jugaba el Bundesbank en los años 90. Al igual que Alemania en su día, China es un gigante exportador, acumula reservas sustanciales y prioriza, en este orden, la deuda, la moneda y las acciones. En Estados Unidos, para las autoridades las preferencias siguen inalteradas desde hace décadas: primero va el *equity*, luego los bonos y, al final, la moneda. De ahí la famosa frase de John Connally: “Nuestra moneda, su problema”, pronunciada en 1971 en el contexto de la crisis de Bretton Woods y la decisión de Nixon de suspender la convertibilidad del dólar en oro, lo que llevó al colapso del sistema de tipos de cambio.

En el mundo del Wealth Management ha existido una regla que merece ser grabada a fuego: “Estar siempre largo del S&P y del Bund alemán”

Con esta comparación de prioridades de cada gobierno en mente, cualquier inversor debería preguntarse: ¿invertiría en un mercado de *equity* de china en donde las acciones son la última prioridad para el gobierno? Quizá esto explique por qué el mercado accionario chino ha perdido algo más que el protagonismo en los últimos 15 años, representando hoy una fracción dentro del MSCI AC frente a su peso histórico. El enfoque de Pekín está en la solidez de sus activos de deuda. La razón es que solo una economía con un mercado grande y líquido de deuda puede tener una moneda capaz de erigirse como moneda de reserva. Conscientes de que el USD es el arma más peligrosa del mundo, se justifica que el orden de relevancia para Pekín sea deuda, moneda y *equity*. Por ello, nuestra nueva regla de inversión pasa a ser: “Estar siempre largo del S&P y del Bono de China”.

Pekín ha desplegado estímulos para revitalizar su mercado accionario, ¿será suficiente? Mi respuesta es: no mientras China siga operando bajo el “capitalismo de los juegos del hambre”

Volvamos al *equity* chino. Pekín ha desplegado estímulos para revitalizar su mercado accionario, ¿será suficiente? Mi respuesta es: no mientras China siga operando bajo el “capitalismo de los juegos del hambre”, concepto acertadamente descrito por Louis-Vincent Gave. Como en la película “Los juegos del hambre”, en donde un gobierno autoritario impone un terrible juego en el que participa un representante (tributo) de cada uno de los 12 distritos de la ciudad, y en el que solo uno puede quedar; el gobierno de Pekín decreta una carrera o competición en una serie de sectores en los que Pekín considera que China debe ser líder mundial. Tal es el caso de los paneles solares, los vehículos eléctricos y otros sectores. En este sentido, gobiernos provinciales, municipales y bancos se encargan de financiar dichos sectores, y mantenerlos bien “engrasados” para que atiendan la prioridad del gobierno de convertir al país en el primer productor en los segmentos mencionados. El resultado es más de un centenar de productores/competidores en el sector de EVs, paneles, etc.

Aquí empieza el “juego del hambre”. Para sobrevivir, dichos competidores deben cumplir el doble requisito de producir los niveles deseados por Pekín, y al mismo tiempo vender toda esa producción (para evitar la quiebra). Si hubiera solo 10 competidores, como en Europa, no pasaría nada. Hay espacio para 10 *players*. Pero cuando hablamos de más de un centenar de competidores, la cosa se complica. Primero inundan el mercado doméstico con su producto, con políticas de precios suicidas a fin de no acumular un nivel letal de excedentes. Aun así, la capacidad de absorción del mercado doméstico es limitada y deben colocar agresivamente ese excedente en el mercado exterior, generando las correspondientes tensiones con otros países, dando pie a la aparición de aranceles. Para el consumidor chino, este sistema es fantástico (¿un EV por menos de \$10,000?), pero para los accionistas/inversores es un infierno. Esto no es capitalismo. Lo sé porque una empresa que opera en un sistema de mercado libre tiene un objetivo de producción óptimo que maximiza beneficios y minimiza la acumulación de

excedentes. Se denomina nivel de producción en el punto de equilibrio marginal. No veo esto en las empresas de estos sectores en China. Una forma de resumirlo, quizás, sea que en China primero va el interés del estado (lo que conocemos como política nacional), y lo que beneficia al interés del estado es a expensas del accionista. No hace falta que les diga que el mercado internacional de capitales no comulga con esto.

En mi árbol de decisión sobre China, las preguntas clave son: ¿Permite la política del gobierno que el precio de una acción suba sin restricciones? ¿Puede un sector evitar quedar atrapado en los “juegos del hambre”? La respuesta, pues, radica en identificar sectores que queden fuera del radar del gobierno. Empresas para los que el gobierno no tenga “un plan superior”. Sin embargo, esto tampoco es garantía de nada pues el PCC puede mover su gira telescópica hacia cualquier sector en cualquier momento. No obstante, prosigamos con el ejercicio. Lo haremos empezando por identificar los sectores del mercado de *equity* chino que mejor performance han tenido, ya que son probablemente los que menos injerencia del estado han sufrido. Estos sectores son: Casinos, plataformas especializadas de internet y energía. Educación también merece nuestra observación. Permítanme desarrollar esto un poco.

Las empresas que opera en un sistema de mercado libre tiene un objetivo de producción óptimo que se denomina nivel en el punto de equilibrio marginal. Este concepto no existe en algunos sectores en China.

Casinos: Operan en Macao, fuera de las estrictas regulaciones del continente. Alejadas de verse inmersas en la dinámica de competición suicida.

Plataformas de internet: Hay plataformas especializadas como Alipay, Baidumarket, Wechat o Tenpay que son prácticamente monopolios. Otras plataformas como JD.com, Pinduoduo, o Alibaba están sometidos efectivamente a una competición pero se las han manejado para generar un flujo de caja operativo positivo y creciente; no como el caso de los sectores inmersos en la competición de “los juegos del hambre”.

Energía: Se trata de un sector protegido por el gobierno (que no permite que sufra), en donde la mayoría de las energéticas cotizadas son públicas y donde cada una es un cuasi monopolio.

Educación: En 2021 el PCC de China tomó medidas drásticas contra el sector (concretamente contra empresas que ofrecían programas educativos extracurriculares). Estas empresas se hundieron y empresas como EDU o TAL perdieron un 90% dejando a los inversores quemados y resentidos. Hay que tener en cuenta (y ahí rompo una lanza en favor del gobierno) que muchas familias fueron estafadas con cursos privados por operadores dudosos. El gobierno metió mano en el sector y pagaron justos por pecadores, como suele decirse en mi lengua. Pero desde esa “depuración”,

el sector educativo privado parece haberse consolidado, con una posición dominante de los grandes operadores, alejándose así el riesgo de que el sector opere en una dinámica atomizada de competición letal.

Conclusión:

Efectivamente sigue existiendo un riesgo regulatorio en estos sectores, pero con la nueva “sensibilidad” de Pekín hacia el mercado de *equity*, y tras la depuración vista en 2021 en sectores como el tecnológico o el educativo, una injerencia o ataque político a estos sectores parece poco probable.

Este sería mi enfoque para invertir en China. Un enfoque parcial, centrado en pocos sectores, que me mantiene alejado de la idea de invertir en el mercado chino (en su conjunto) de forma estructural.

Cordiales saludos