China en 10 gráficos

Louis Luo, Investment Director, Multi-Asset Solutions de Aberdeen Standard Investments

Invertir en la estrategia activa adecuada será clave a medida que se modere el impulso de la recuperación en forma de V de China, una vez que el resto del mundo se recupere y Pekín normalice su política.

China, que ya es la segunda economía del mundo, sigue creciendo a un mayor ritmo que otros grandes mercados. El PIB se expandió un 2,3% interanual en 2020, impulsado por la inversión, el sector industrial y las exportaciones. Destaca el hecho de que la economía china fue la primera en entrar y la primera en salir de la pandemia de Covid-19.

Sin embargo, hay razones para pensar que este ritmo de recuperación se moderará. A medida que el despliegue de las vacunas se acelera en EE.UU. y Europa, prevemos una desaceleración de las exportaciones chinas para finales de año. También esperamos una normalización de la política fiscal.

Esto apunta a que 2021 podría dividirse en dos partes: un primer semestre fuerte, seguido de una ralentización del impulso del crecimiento a medida que los responsables políticos den prioridad al crecimiento sostenible y el entorno exterior se complique.

Los inversores tendrán que pensar cuidadosamente dónde asignar su capital en 2021, qué evitar y averiguar dónde están los riesgos.

A continuación, ofrecemos una visión general macroeconómica y de asignación de activos, que abarca tanto la renta variable como la renta fija y destaca las pautas históricas y lo que los inversores podrían prever este año. Invertir con la estrategia activa adecuada será fundamental en 2021.

Gráfico 1- En forma de V: el consumo y la inversión han cobrado fuerza, impulsados inicialmente por la recuperación de la producción industrial. El consumo será el indicador clave a seguir para calibrar la salud de la economía china en 2021, ya que el gobierno parece dispuesto a retirar gran parte de sus estímulos.

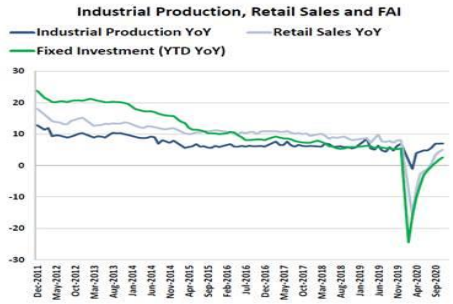


Gráfico 2: No hay desacoplamiento: la cuota de China en el comercio mundial aumentó el año pasado. Las exportaciones del país recibieron un impulso gracias a la rotación del consumo hacia los bienes de los mercados desarrollados. Pero, esperamos que el comercio se normalice a finales de este año, a medida que esta situación se revierta cuando se generalicen las vacunaciones.

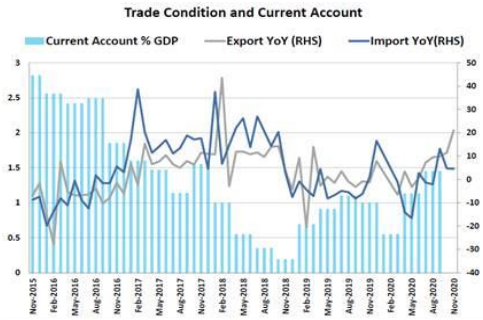


Gráfico 3- Inflexión del crédito: vimos un aumento de la Financiación Social Total (FST) - crecimiento del crédito impulsado por el estímulo fiscal. Ahora estamos viendo un punto de inflexión en medio de la normalización de las políticas. La historia sugiere que el PMI -un indicador de la actividad económica- también alcanzará su punto máximo. Sin embargo, esto no significa que China vaya a sufrir una gran desaceleración, sino que las condiciones financieras pasarán de ser acomodaticias a una postura más neutral. Es probable que el crecimiento de la TSF se modere sólo ligeramente.

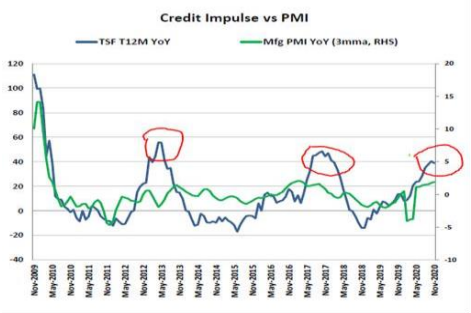


Gráfico 4 - Cambio sutil: el giro en el tipo de mercado del rendimiento de las obligaciones no convertibles (NCD siglas en inglés) AAA se produjo cuando el gobierno hizo una pausa en su ciclo de endurecimiento e inyectó liquidez para salvaguardar la recuperación. Los responsables políticos aseguraron que el endurecimiento de las condiciones no se produciría con demasiada rapidez, apuntando a la estabilidad de los tipos de interés. Que las empresas puedan seguir obteniendo préstamos a tipos bajos, es un buen augurio para los beneficios.

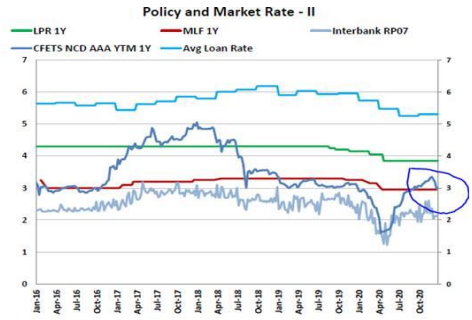


Gráfico 5 - Aumento de las valoraciones: la fuerte rentabilidad de las acciones A el año pasado se debió a una aumento de la valoración, no al crecimiento de los beneficios, ya que los inversores adelantaron sus expectativas de recuperación para 2021. Lo mismo ocurrió en el MSCI China, aunque los beneficios se mostraron algo más resistentes porque este índice tiene una mayor ponderación en valores tecnológicos.

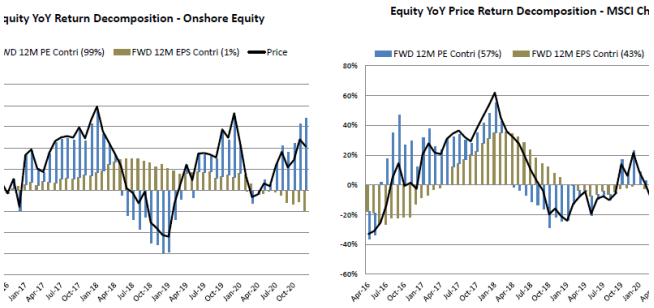


Gráfico 6 - Recuperación de los beneficios: para que se produzca un repunte sostenido será necesario que los beneficios crezcan en 2021. Podemos ver que el indicador adelantado del mercado -que combina los nuevos pedidos del PMI, los inventarios industriales y el crecimiento de los beneficios industriales- se ha recuperado con fuerza. La historia sugiere que los beneficios por acción, que actualmente van seis meses por detrás del indicador principal, se recuperarán este año.

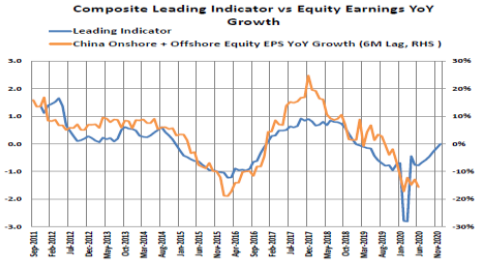


Gráfico 7 - Todavía no hay burbuja: el mercado de acciones A se disparó más de un 30% el año pasado, lo que hizo temer la formación de una burbuja. Sin embargo, aunque las asignaciones de los fondos de renta variable domésticos son elevadas, están por debajo de los niveles de 2015. Las entradas globales a través de Stock Connect también son elevadas, al igual que los volúmenes de negociación de las acciones A, pero tampoco son comparables con los de 2015. Si bien esto indica que hay espacio para nuevas entradas, los inversores deben seguir siendo cautelosos con los sectores saturados y buscar oportunidades que estén infravaloradas.

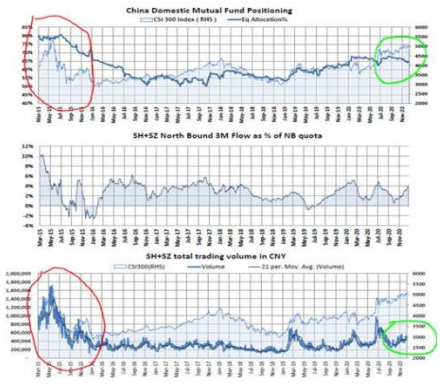


Gráfico 8 - Divergencia real: los tipos de interés reales de China nunca han sido tan atractivos con respecto a los de EE.UU. y Europa, y el diferencial de los rendimientos reales está en su punto más alto. El aumento de los rendimientos sugiere que el mercado de bonos ya ha descontado cierto grado de normalización de las políticas en China, lo que refleja su divergencia de crecimiento subyacente con el mundo desarrollado.

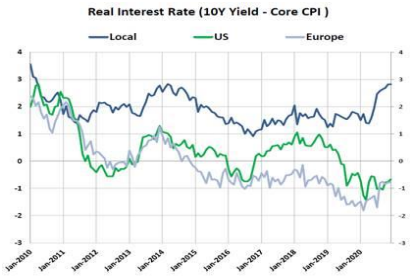


Gráfico 9 - Rendimientos y ganancias: la historia indica que el rendimiento actual de los bonos es un buen indicador del retorno de los bonos en los próximos 12 meses. El rendimiento de la deuda pública china a 10 años se ha recuperado desde el punto más bajo del año pasado hasta situarse en torno al 3,2%, en línea con su media a largo plazo y en un nivel atractivo teniendo en cuenta los rendimientos negativos de la deuda soberana en gran parte del mundo desarrollado.

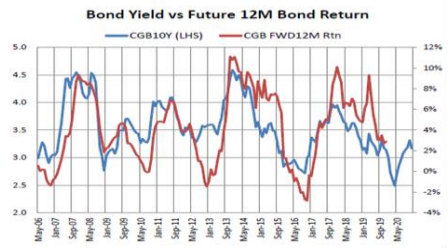
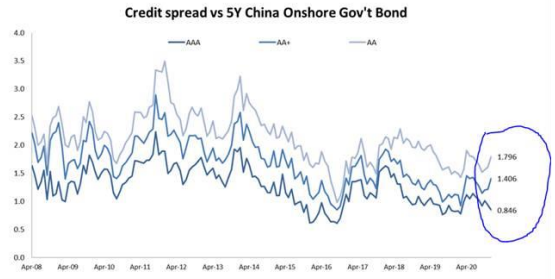


Gráfico 10 - Búsqueda de calidad: el diferencial entre el crédito local de las empresas con calificación AAA y los bonos del Estado se ha estrechado hasta alcanzar un mínimo histórico de 85 puntos básicos, mientras que el diferencial del crédito con una calificación menor se ha ampliado. Esta divergencia se produce tras una oleada de impagos el año pasado en medio de un desarrollo económico desigual en toda China. A medida que la política se endurece, es probable que los créditos de menor calificación sigan bajo presión en 2021.



Conclusión

Creemos que China puede mantener su recuperación en forma de V, con un fuerte nivel de exportaciones y producción durante la primera mitad de 2021. Sin embargo, los indicadores adelantados, como el crecimiento del crédito y el PMI, parecen haber alcanzado sus puntos de inflexión, por lo que es probable que la velocidad máxima de la recuperación ya se haya superado.

Los responsables políticos intensificaron los estímulos monetarios y fiscales el año pasado. Aunque ellos mismos han indicado que en 2021 no se producirá un giro brusco de la política, esperamos que el apoyo al crecimiento sea más selectivo y selectivo.

Tras un aumento de las valoraciones, los inversores de renta variable buscarán ganancias que justifiquen su interés. Tanto los inversores nacionales como los internacionales están de acuerdo en sus posiciones largas en el mercado de acciones clase A, aunque todavía no se trata de una burbuja. Nuestro análisis sugiere que las empresas están preparadas para ofrecer un crecimiento de los beneficios y que 2021 será otro año positivo para la renta variable china.

Al mismo tiempo, los bonos chinos rara vez han resultado tan atractivos en relación con los mercados desarrollados, dada la gran diferencia de rendimientos reales. Los inversores pueden esperar una rentabilidad del 2-4% en términos locales.

Pero un segmento del mercado de bonos de China que no va tan bien es el de los créditos de menor calidad. A medida que la política se endurece, esperamos que este tramo siga bajo presión.