

Alex Fusté

Chief Global Economist
Andbank

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



¿Puede el S&P seguir marcando nuevos máximos en 2020?

Cunado las estrategias son más evidentes en lo declarativo que en los hechos, hay que desdramatizar. Ayer, el presidente Trump firmó la “Ley de Derechos Humanos y Democracia” para Hong Kong. Pekín anunció contramedidas. Y por supuesto, no faltaron las verduleras de la *Rue des Martyrs*, personificadas en la tradicional ristra de inversores y analistas que, en espontánea congregación, marcharon al grito de “el final está próximo”. Miren. No es mi intención arriesgarme y hablar de asuntos políticos, pero cuando los hechos afectan a las decisiones del día a día (como en mi caso), pues no queda otro remedio. Así que vamos a ello.

Creo no errar al pensar que todas sus dudas se resumen en una simple pregunta, sugerida en el título de este artículo. ¿Puede el S&P seguir marcando nuevos máximos en 2020? Creo que sí. Siguen el razonamiento (sintético pero juicioso, espero) que me lleva hacia mi respuesta.

En relación a China, la firma de esta ley, y la dirección en las negociaciones comerciales:

1. Trump no tuvo más remedio que firmar ese proyecto de ley, tras pasar de forma unánime ambas cámaras del Congreso de los EUA (un claro ejemplo de estrategia más evidente en lo declarativo que en la voluntad y los hechos potenciales). La significancia de la norma solo vendrá determinada por la respuesta de Pekín, quien, por cierto, parece estar más enfocada en conseguir un repliegue de algunas tarifas arancelarias.

2. Sobre la respuesta de Pekín, no tengo ni idea de que puede ocurrir pero sí sé que tiene un gran incentivo para enfriar la temperatura en HK y evitar medidas desproporcionadas: 1) En enero hay elecciones en Taiwán y solo una situación de calma en HK podría mejorar las posibilidades (escasas) del partido Kuomintang, en contra de la independencia de la isla. 2) Una respuesta excesiva de Pekín que comprometa la independencia judicial en HK, llevaría a una revisión desfavorable por parte de los EUA sobre la autonomía de la ciudad y satisfaría el criterio establecido en la nueva ley para revocar el “estatus oficial”. Esto representaría una seria amenaza para las ambiciones financieras de Pekín. ¿Por qué? En su “gran diseño” de futuro, Pekín sabe que necesita un centro financiero global, creíble y funcional, y también sabe que ni Shanghai ni Shenzhen cumplen hoy las condiciones necesarias (lo demuestra el hecho de que Alibaba, en su segundo *listing*, ha escogido Hong Kong a pesar de la insistencia de Pekín para que la empresa se listara en el mercado de Shanghai). Un centro financiero confiable no se consigue a base de rascacielos y banda ancha. Es un tema de cultura, libertades, universidades, escuelas, galerías, teatros, bufetes, etc. Cualidades que definen a Hong Kong. Sin este gran centro financiero funcionando, Pekín puede despedirse de su “Gran Plan” de convertirse en un líder financiero global.

En su “gran diseño” de futuro,
Pekín sabe que necesita un
centro financiero internacional,
y ni Shanghai ni Shenzhen
cumplen hoy las condiciones
necesarias.

3. El Partido Comunista (PC) de China puede ser lo que ustedes quieran, pero lo que sí es seguro es que es un “maestro” en conseguir sus objetivos en el largo plazo. Miren. Hay dos zonas recalcitrantes en la zona Oeste de la China continental (Tibet y Xian Jiang) cuya población mayoritaria también venía siendo hostil a Pekín. La estrategia del PC para revertir tal situación fue fomentar migraciones masivas de chinos de la etnia Han (93% de la población) hacia esas zonas, con el fin de diluir la representatividad de los colectivos opositores. Hoy, me informan que los flujos migratorios de personas desde el continente hacia Hong Kong se están acelerando, y que en cuestión de una década puede haberse materializado ese maquillaje demográfico. Justo o injusto, moral o inmoral, son cuestiones fuera del alcance de este análisis, pero lo que sí puedo decir es que parece una estrategia que, con la paciencia que caracteriza al PC, podría acercarlo a sus objetivos. Sabiendo esto, me atrevería a decir que Pekín no pondrá en riesgo unas negociaciones comerciales en el corto plazo, por una cuestión que, con el tiempo, parece poder controlar.

En el tercer trimestre, los resultados arrojan un crecimiento QoQ del +1.3%, pero un -1.9% YoY, y esto preocupa a algunos

Dejando ya de lado el tema de China, y centrándome en otros aspectos de mercado, detecto cierta preocupación tras un rally en el S&P que NO (en mayúsculas, por favor) ha venido acompañado con beneficios. En el tercer trimestre, los resultados arrojan un crecimiento QoQ del +1.3%, pero un -1.9% YoY, y esto preocupa a algunos. Tal y como lo veo, creo que una situación similar puede prolongarse durante el 2020. Ahí van mis razones:

1. El crecimiento en beneficios no es excitante pero parece ser suficiente. Aunque el after-tax ROIC ha caído del 4.8% al 4.3% (50pb) en el año, el Coste del Capital (CoC) ha caído aún más (116pb en los tramos largos y 66pb en los tramos cortos), haciendo que las empresas americanas aún sean capaces de hacer inversiones provechosas (situación medida por el diferencial ROIC-CoC). Hay evidencia de esto que digo. Se ve reflejado en como las empresas de los EUA continúan buscando personal cualificado a pesar de la falta de crecimiento en resultados.

Los productores de los EUA podrían estar preparando la puesta a punto de su maquinaria. El ratio inventarios/ventas se ha estabilizado

2. Los productores de los EUA podrían estar preparando la puesta a punto de su maquinaria. El ratio inventarios/ventas se ha estabilizado (empezando una tendencia a la baja), y tras los recortes recientes por parte de la Fed, suele ocurrir que el sector del *housing* se tonifica, lo que muy probablemente arrastre nueva producción (ya que el 60% de toda la producción manufacturera en los EUA está relacionada con este sector y la demanda de bienes relacionados). Este parece ser el mensaje claro que nos está dando ya el mercado, con los sectores cíclicos mejorando su performance.

3. Acepto reconocer que el rally ha sido por expansión de múltiplos (situación sub-óptima), pero aunque el S&P pueda estar caro en relación al cash, parece evidente que está barato en relación a los bonos (que ofrecen una TIR del 1.75%, mientras que el *equity* ofrece una TIR del 5.26%, medida por la inversa del PER).

Cono todo, solo espero haber respondido la pregunta de forma satisfactoria.