

Carta anual para co-inversores de SIH BrightGate Global Income Fund

“La tragedia de la inversión es que provoca crisis porque es útil. Sin duda, mucha gente lo considerará paradójico. Pero no es la teoría la que es paradójica, sino su realidad – la economía capitalista.”

Michał Kalecki

Nos gustaría empezar con un resumen rápido del fondo. El fondo cerró el 31 de diciembre de 2018 con un NAV de 108,1, lo que representa un retorno neto anual del -6,1%. El fondo se creó el 14 de octubre de 2013, y la rentabilidad anualizada desde inicio ha sido del 1,5%. El código ISIN del fondo es LU0942882589.

La filosofía del fondo es Buy & Hold con un mandato de inversión en crédito global con duraciones inferiores a 3. La cartera está relativamente concentrada (entre 50 y 55 posiciones) y recoge nuestras mejores ideas, que creemos ofrecen una rentabilidad ajustada por el riesgo más atractiva que el crédito medio que puede encontrarse en los mercados de high yield (HY) de hoy en día. Aunque nos gusta mantener las posiciones tanto tiempo como podemos, nuestro fondo en este sentido no es un fondo Buy & Hold tradicional, en que las posiciones se compran y se mantienen hasta vencimiento, sino que constantemente evaluamos las posiciones que tenemos en función del precio al que cotizan y la evolución de los fundamentales del negocio. En un entorno como el actual, de diferenciales crediticios estrechos y bajos tipos de interés, somos de la creencia de que las estrategias tradicionales Buy & Hold son malos candidatos para estar en la cartera de cualquier inversor, ya que las apretadas valoraciones hacen difícil la reinversión de cupones, utilizándose los pagos de intereses en la compra de bonos cada vez más caros. Creemos que la correcta reinversión de los cupones es una importante, y muy a menudo poco apreciada, fuente de rentabilidad en el largo plazo; nuestros inversores pueden estar seguros de que una gran parte de nuestra atención está dedicada a dicha tarea.

Respecto a la política de cobertura de divisas del fondo, a día de hoy la cartera está cubierta completamente. Las únicas excepciones, que representan menos de un 3% de la cartera, son dos créditos en México y Argentina, en el que estamos expuestos a los movimientos de divisa pero que por otra parte nos dejan altos cupones como protección. No esperamos cambios en la política de cobertura de divisas para el 2019.

A continuación, haremos un repaso del año 2018, cómo vemos los mercados y cómo estamos posicionados de cara al 2019. Adicionalmente, en la carta de este año nos gustaría explicar en detalle nuestra visión de la economía china, ya que creemos que es uno de los temas de actualidad más pobremente entendidos entre los analistas financieros. No exageramos si decimos que una parte importante de la asignación de capital entre nuestros créditos para este año se deriva de nuestra visión sobre la economía china, y por esta razón creemos que es importante que nuestros inversores sepan cuál es nuestra visión al respecto.

Resumen del año 2018

2018 pasará sin duda a la historia como uno de los peores años para la renta fija en su conjunto. La retirada de estímulos de los bancos centrales y las subidas de tipos de la FED presionando las rentabilidades de los activos gubernamentales, por un lado, junto con valoraciones elevadas y los temores a un fin de ciclo desencadenados por la guerra comercial presionando los diferenciales crediticios por otro lado, han hecho que sea un año extremadamente complejo. El índice Bloomberg Barclays Global Credit IG, que es un buen reflejo del rendimiento del universo grado de inversión, ha cerrado el año con un rendimiento del -6,3% (en euros), mientras que el índice Barclays EM Harc Currency Aggregate TR, que representa la evolución del crédito de mercados emergentes, ha cerrado

con -4,85%. Finalmente, nuestro comparable más cercano por tipo de activo, el índice Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return EUR Hedged, ha cerrado con un -5,6%.

Unos costes de cobertura crecientes dada la disparidad de la política monetaria entre el BCE y la FED, han producido que el HY no sea tan “high” para los inversores cuya moneda de referencia es el euro, que han tenido que soportar unos costes de cobertura medios anuales contra el dólar en el 2018 del 2,5%-3%, dependiendo del momento y plazo en el que se cubrió la moneda.

Además de por la ampliación de los diferenciales crediticios, la rentabilidad negativa de nuestra cartera durante el año ha sido debida a varios factores idiosincráticos: la inversión en Folli Follie y nuestra apuesta por ciertos sectores que han sufrido especialmente este año. Ambas situaciones las comentamos a continuación.

La historia de Folli Follie, desde que invertimos a principios de año hasta nuestra venta total de la posición en septiembre, es bien conocida entre nuestros inversores y no la volveremos a repetir aquí. Creemos que las lecciones a aprender aquí son dos: i) importancia de factores cualitativos, y no solo cuantitativos, a la hora de tomar decisiones de inversión (ej. dirección de la empresa y países donde opera) y ii) no bajar el listón de rentabilidad/riesgo que pedimos a las inversiones, incluso si no hay nada que comprar en el mercado en ese momento.

Es ya famosa la afirmación de Peter Lynch de que si pasabas tiempo pensando en la macro era tiempo que básicamente habías perdido. Aunque en el momento en que Peter Lynch la enunció era probablemente correcta (y teniendo en cuenta que la economía estadounidense, mercado en el que él invertía exclusivamente, mostró crecimientos estables durante esa época), para inversores con vocación global y a final de un largo ciclo económico es probablemente uno de los peores consejos que se pueden dar hoy en día. Aunque las predicciones son algo que no hacemos ya que hay abundantes estudios que demuestran la futilidad de tal ejercicio (como decía Yogi Berra, es difícil hacer predicciones, especialmente sobre el futuro), creemos que es necesaria una cierta sensibilidad a ciertas tendencias para poder tomar decisiones de inversión sensatas. A modo de ejemplo, durante este ejercicio hemos aprendido la importancia de dichas tendencias a través de dos sectores en los que hemos perdido dinero durante el 2018, y en los que no esperamos volver a estar invertidos en el futuro:

- **Compañías de retail americanas:** es famoso el “apocalipsis del retail” estadounidense, aunque creemos que la mayoría de la gente todavía no sabe la verdadera razón de los pobres resultados de dichas compañías. Si bien es cierto que el crecimiento del comercio online ha sido una causa importante en el declive del comercio minorista tradicional, no creemos que sea la única razón ni la más importante como cuentan siempre los analistas, ya que todavía representa menos del 10% del comercio total (y Amazon, por poner el nombre que a todos nos viene a la cabeza, menos del 2%). La [enorme sobrecapacidad](#) de Estados Unidos de espacio comercial respecto a otros países (en donde hay construidos 2,5m² por persona, frente a los 0,5 de Reino Unido o 0,4 de Francia) es otra influencia a tener en cuenta. Pero creemos que la mayor causa ha sido la evolución de la cesta del consumo. Como expone claramente [en este artículo](#) Vitaliy Katsenelson, el crecimiento del gasto en productos electrónicos (como smartphones) y sobre todo en otras partidas como sanidad (y podríamos añadir educación, que él no menciona), junto con unos ingresos de la mayoría de población relativamente estables desde el 2006, ha provocado que el comercio minorista tradicional esté mal equipado para estas macro tendencias. Dado que no esperamos que dichas tendencias reviertan a corto plazo (por ejemplo, la desigualdad de la renta estadounidense ha seguido aumentando en los últimos años), los créditos del retail estadounidenses son básicamente arenas movedizas ya que no se puede dar una valoración aproximada a los inmuebles (¿cuál es la caja que generarán por metro cuadrado?). Tras estar invertidos en Sears y en JC Penney y habernos salido a tiempo (pero con pérdidas), hemos aprendido esta lección, que se puede aplicar al resto de compañías del sector. Para los próximos años, el retail americano es básicamente no invertible, casi con independencia del precio de entrada de la inversión.
- **Constructoras europeas:** si en el caso de las compañías de retail americanas el principal problema ha sido el cambio en la composición del consumo, en el caso del grupo que nos ocupa ahora el problema ha sido la escasez de inversión en infraestructuras realizada en Europa en la última década. Aunque nuestras pérdidas en OHL durante el ejercicio han representado un porcentaje modesto del NAV, la mayoría de créditos HY de

constructoras europeas no han corrido la misma suerte. El crédito de Astaldi ha caído un 67,5% en el año, Aldesa un 48,3%, CMC di Ravenna un 93%, OHL un 40% y Salini (considerada la de mejor calidad crediticia) un 21,9%. Aunque estas compañías sortearon en un primer momento la crisis de la Eurozona de manera exitosa internacionalizando sus operaciones, la falta de inversión en infraestructuras en los mercados locales unida a la sobrecapacidad del sector en mercados emergentes ha provocado que durante este último año muchas de estas compañías se hayan visto abocadas a situaciones concursales. Dado que no esperamos un cambio en la posición de política fiscal “responsable” de Alemania (y por consiguiente de la Eurozona) a corto plazo, seguimos pensando que seguirá siendo un sector afectado por márgenes a la baja (o negativos).

Finalmente, la cartera se vio impactada durante el último trimestre del año por las fuertes caídas del precio del petróleo y la elevada exposición de nuestra cartera a créditos relacionados con esta industria. Dado que expusimos nuestra visión al respecto que una carta en noviembre, no repetiremos los argumentos aquí. Mencionar simplemente que las caídas temporales de los precios de los créditos energéticos son casos muy diferentes a los de los dos sectores comentados anteriormente, ya que en este caso las tendencias seculares a largo plazo son muy positivas. Según las caídas en los bonos de energía han continuado en diciembre, junto con la aparición de noticias positivas para la industria (como los recortes anunciados por la OPEC+ o las cuotas propuestas por el gobierno regional de Alberta), hemos seguido aumentando, de manera marginal, nuestras posiciones. Aunque en el momento de escribir esta carta hemos recuperado una parte importante de las pérdidas, somos conscientes de que el camino de regreso no será lineal y estará lleno de baches. Sin embargo, mientras las dinámicas se desenvuelvan como esperamos que lo hagan durante los próximos meses, estaremos encantados de asumir algo más de volatilidad por cosechar unos elevados retornos que creemos que en la mayoría de los casos presentan limitadas posibilidades de pérdida permanente de capital.

Posicionamiento actual y año 2019

A cierre de 2018, el posicionamiento geográfico de nuestra cartera es 46,3% en Europa, 34,4% en EEUU y Canadá, 13% en Asia y 6,3% en el resto del mundo. Aunque Europa es la mayor área en la que estamos invertidos, no tenemos ningún bono en la parte “tradicional” de Europa (Francia, Alemania, Italia, etc.), que creemos que todavía un año después, e incluso teniendo en cuenta las recientes caídas, están absurdamente caros y que corregirán tarde o temprano, sino en los países nórdicos, en Reino Unido (en empresas de petróleo), Ucrania y España. Respecto a los países emergentes, tras toda una montaña rusa de caídas y subidas durante el 2018, volvemos a encontrar un año después valoraciones caras y perspectivas poco favorables. Nuestra exposición en emergentes se limita principalmente a Indonesia. Al igual que en 2018, creemos que durante el año se presentarán oportunidades muy atractivas de inversión y no dudaremos, cuando eso ocurra, en asignar un porcentaje significativo de la cartera a dichos activos.

Por otro lado, los pesos de nuestra cartera por ratings son: grado de inversión 1,6%, BB 15%, B 32,2%, CCC 0,5% y sin rating 36%.

A nivel sectorial, los principales pesos de nuestra cartera son: comunicaciones 9,3%, consumo cíclico 5,8%, consumo defensivo 12,5%, energía 19,9%, financieras 6,8%, industria 18% y materiales básicos 9,2%.

A pesar de las recientes correcciones, el 2019 se presenta de nuevo como un año con valoraciones ajustadas en los mercados de HY y con posibilidades de que cualquier pequeña corrección pueda llevarse por delante la rentabilidad generada en el año por cupones. De manera esquemática, la cartera se puede dividir en los siguientes grandes bloques: ¹

- Compañías de **energía** (19,5% de la cartera): créditos comentados anteriormente, con buenos fundamentales a medio plazo y *relativamente* más baratos que los índices en general.

¹ Las métricas de la cartera referenciadas a continuación tienen todas ellas fecha 9 de enero.

- Bonos a **corto plazo** (18,1%): bonos con vencimientos menores a dos años en los que en la mayoría el riesgo crediticio es muy bajo (Aimia, Ferrexpo), aunque algunos de ellos todavía presentan historias con desenlace incierto (Imperial Metals).
- Compañías **cíclicas** pero generadoras de caja (8,6%): compañías dependientes del ciclo pero que en la actualidad gozan de márgenes razonables y posiciones de deuda manejables (nuestras posiciones en aceite de palma, en Ucrania y en Geo Coal).
- Compañías **descorrelacionadas del ciclo económico** (9,3%): por último, mantenemos posiciones en modelos de negocio que creemos pueden ser interesantes en momentos de tensión en los mercados y que actualmente rinden una rentabilidad atractiva. Tenemos una posición de 7% en empresas relacionadas con la minería de oro y un 2,3% en títulos completamente descorrelacionados del ciclo económico (nuestras posiciones en Thornburg y las GSEs). Adicionalmente, en enero, con la revisión de nuestro cambio de *prospectus* que comentaremos posteriormente, incorporaremos una elevada posición en el crédito de una empresa dedicada al negocio de las casas de empeño (un negocio con altas rentabilidades sobre el capital invertido y que, además, depende crucialmente del precio del oro y de las alternativas de financiación al alcance de los consumidores), en el crédito de una empresa dedicada a la fabricación de medicamentos (negocios con altas barreras de entrada, costes de sustitución para los clientes y flujos de caja estables) y finalmente las preferentes de una empresa aseguradora en liquidación que tiene básicamente una pila de caja en balance y cuyos títulos cotizan con un fuerte descuento sobre par.

En resumen, el fondo tiene un YTW, neto de cobertura de divisas, del 7,9%, y tenemos una posición del 14% en caja y una duración de 2. Creemos que dichas métricas nos permitirán obtener un rendimiento superior a los índices en 2019 y al mismo tiempo dotarnos de la suficiente flexibilidad para las oportunidades que puedan surgir a lo largo del año.

Por último, mencionar que haremos un cambio de *prospectus* en las próximas semanas. Dicho cambio no persigue cambiar nuestra filosofía de inversión, sino simplemente rectificar una mala redacción que ahora nos impide invertir en bonos convertibles que no estén cotizados en ninguna bolsa (pero que nos deja invertir en bonos convertibles cotizados). De este modo, un simple bono convertible como el de Teekay Corp. al 2023, empresa que conocemos bien desde hace varios años (y en la cual estamos actualmente invertidos en el bono simple al 2020), está fuera de nuestro universo de inversión por dicho motivo. Estamos encontrando bonos convertibles no cotizados a precios atractivos, y dicho cambio nos permitirá aprovechar dichas oportunidades.

Nos gustaría concluir agradeciéndoles la confianza depositada en nosotros. Solo esperamos que los resultados futuros sigan manteniendo como hasta la fecha dicha confianza.

Apéndice. La economía china: ¿es el “reequilibrio” posible?²

Tras un año 2017 tranquilo, los temores derivados de la actual guerra comercial entre Estados Unidos y China han vuelto a traer a esta última a la palestra de preocupaciones económicas internacionales. Dada la importancia que está cobrando el tema en las portadas de todos los medios internacionales de actualidad económica, creemos que la carta de este año es buen momento para exponer nuestra visión sobre la economía China, la cual difiere en bastantes aspectos (y creemos que probará ser más acertada en los próximos años) a la de la opinión general.

La mejor manera de entender los desafíos económicos que afronta China es enmarcándolos en la dinámica general del reequilibrio de la economía. El reequilibrio, que ha sido (y es) el gran reto de la economía china durante la última década, es simplemente reducir la importancia de la inversión en el crecimiento del PIB a favor del consumo. A [principios de la década](#) de los 2000, la participación del consumo (privado más público) en el PIB representaba un 60% mientras que el de la inversión un 38% (siendo el 2% restante el superávit en la cuenta comercial), mientras que en el año 2010 la participación del consumo representaba alrededor de un 50%, mientras que la de la inversión se

² Una parte del contenido de esta sección ha sido tomada de artículos que hemos publicado anteriormente sobre China (ver [aquí](#), [aquí](#) y [aquí](#) para los originales).

disparaba hasta el 45%. La crisis financiera global de 2008, junto con un enorme programa de estímulos en infraestructura impulsado por Pekín, siguió aumentando la importancia de la inversión como motor del crecimiento económico chino.

Como ya reconoció el Primer Ministro chino Wen Jiabao [en el año 2007](#), “el mayor problema de la economía china es que el crecimiento es inestable, desequilibrado, descoordinado e insostenible.” Desde que Wen Jiabao realizase este análisis sin tapujos, la participación del consumo en el PIB se ha mantenido aproximadamente constante.

Viendo la historia del éxito del crecimiento chino, se preguntarán que, al fin y al cabo, qué más da que el crecimiento venga dado vía inversión o vía consumo. De hecho, seguramente piensen que eso de invertir es buena cosa (mejor que consumir, en cualquier caso), ya que nos ayuda a ser más productivos y a mejorar las infraestructuras. Sin embargo, hay varias razones por las que dicho modelo no es sostenible en el tiempo:

- El crecimiento basado en la inversión es intensivo en deuda, ya que obviamente las inversiones no se financian solamente con recursos propios sino también con deuda. Cuando los países empiezan con bajos niveles de deuda y de capital, los sectores domésticos tienen gran capacidad de nuevos incrementos en sus niveles de deuda ya que empiezan con niveles de endeudamiento bajos y la mayoría de las inversiones llevadas a cabo son rápidamente rentables, facilitando la carga de la deuda. Según los niveles de capital crecen, por pura necesidad aritmética, se necesitan cada vez mayores volúmenes de inversión para mantener una tasa constante de crecimiento, y con ello mayores volúmenes de deuda.
- Dado el elevado crecimiento del PIB que generan, los modelos dirigidos por la inversión suelen desembocar en crisis externas severas, ya que las importaciones (para unas elasticidades ingreso de importaciones y exportaciones estables) crecen más rápido que las exportaciones y la brecha resultante hay que financiarla. Para más inri, los crecimientos espectaculares del PIB (considerados por los inversores de cada momento “milagros económicos únicos”) ayudan al fortalecimiento de la moneda local, a ampliar el desequilibrio externo y a financiar el déficit con capitales volátiles que tan pronto entran como salen (¿se acuerdan de Turquía el verano pasado?). Históricamente, los déficits en la cuenta corriente han actuado como una de las más poderosas restricciones a la hora de limitar la duración del crecimiento dirigido por la inversión. En este sentido, el caso chino sí que es verdaderamente excepcional, ya que dicho crecimiento no ha dado lugar a déficits externos, sino todo lo contrario – ayudado, sin duda, por una [agresiva política](#) de sustitución de importaciones y, hasta hace poco tiempo, por una moneda permanentemente infravalorada.
- Por último, y como ha venido [explicando recurrentemente](#) el economista Michael Pettis, todas las economías que históricamente han seguido modelos de inversión intensivos han acabado reequilibrándose de manera brusca. No importa que sean los EEUU de 1860, la Alemania nazi de 1930, la Rusia de 1960, la Brasil de 1970 o el Japón de 1980, todos estos países acabaron en algún punto del ciclo económico invirtiendo cantidades desorbitadas en proporción a su PIB y acumulando en consecuencia altos volúmenes de deuda; en todos ellos el reequilibrio sucedió no gracias a un suave y planificado aterrizaje, sino debido a profundas (y en algunos casos largas, como Japón) contracciones económicas. Aunque evidentemente el futuro no siempre puede explicarse en base al pasado, el hecho de que economías tan diversas, operando en momentos del tiempo tan diferentes, e incluso con regímenes políticos tan dispares, hace pensar que la lógica simple (pero estricta) del “dos más dos son cuatro” de la sobreacumulación de deuda es de carácter general.

Lo anterior nos permite hacer unos números sencillos para entender la magnitud del desafío del reequilibrio chino. Asumiendo que, a cierre de 2018, las participaciones del consumo y de la inversión son del 57% y del 43% y (asumiendo por simplicidad) que la balanza de pagos es cero, una sencilla proyección en Excel suponiendo crecimientos del consumo y de la inversión en términos nominales del 10% y del 2% muestra que en el año 2025 la participación de la inversión estaría por encima del 30%, lejos todavía de lo que se puede considerar una economía reequilibrada.³ Incluso

³ Los anteriores crecimientos resultan en un crecimiento del PIB nominal del 7% durante todo el período, el cual podría conceptualizarse como un 4% en términos reales y un 3% de inflación.

con dichos elevados crecimientos del consumo, que facilitarían un crecimiento del PIB más elevado y ayudarían a reducir al mismo tiempo la enorme deuda corporativa de la economía (la mayoría de la deuda china está en los balances de las empresas, no de los hogares ni del gobierno), el tiempo que tardaría China en reequilibrarse de manera ordenada es largo – por otra parte, dado que la inversión fluctúa más durante el ciclo económico, una versión “no ordenada” del reequilibrio implicaría una abrupta caída de la inversión y un crecimiento del consumo modesto.

Desde este punto de vista, datos que podrían considerarse anecdóticos, como la [caída de ventas de coches](#) durante el 2018, cobran un significado especial: no solo el crecimiento del consumo chino dista mucho de ser el requerido para un reequilibrio ordenado, sino que probablemente durante estos últimos meses ha sido apenas positivo.

Aunque la comunidad inversora no parece haber hecho todavía los sencillos números anteriores, el hecho que el reequilibrio implica mover recursos de la inversión al consumo es bien conocido: el *sell-side* lleva vendiendo años la idea de posicionarse en sectores favorables al consumo y alejarse de sectores intensivos en inversión.

Sin embargo, la otra cara de la moneda, siempre pasada por alto, es que cualquier reequilibrio que reduzca el porcentaje de la inversión en el PIB de manera sustancial conlleva, de manera tautológica, reducir la participación de los beneficios en el PIB y aumentar la de los salarios. Los beneficios corporativos a nivel macroeconómico vienen determinados por la suma de la inversión, más el déficit gubernamental, más el superávit en la cuenta corriente, más los dividendos menos el ahorro de los hogares (esta ecuación es una identidad contable, que por lo tanto siempre se cumple).⁴ En una economía como China, donde los volúmenes de inversión de los últimos años no han tenido precedente histórico equivalente, esto equivale a decir que los beneficios empresariales de los últimos años han venido dados en gran medida por la ingente cantidad de inversión realizada. Es decir, la reducción de la participación de la inversión sobre el PIB que veremos en China en los próximos años implicará una reducción de la participación de los beneficios.

Volviendo a los números, si creemos que el reequilibrio es real de aquí al 2025 bajando la inversión de niveles del 43% al 23% del PIB, y adicionalmente asumimos (para poder facilitar una transición a un modelo de consumo) una reducción del ahorro de los hogares del 10% del PIB, la reducción de la participación de los beneficios sería de un 10% del PIB; dado que dicha participación está entorno al 20% actualmente, el reequilibrio implicaría reducir a la mitad la participación de los beneficios en el PIB, con lo que incluso bajo escenarios muy optimistas de crecimiento del PIB⁵ la mejor predicción de la evolución de los beneficios de la economía china en la próxima década, en términos absolutos, es que caigan o se mantengan constantes. Cómo dicha dinámica se desenvolverá con balances corporativos cada vez más apalancados es algo que veremos con el tiempo.

No nos gustaría concluir el análisis sin una breve reflexión sobre la balanza de pagos china y su papel durante el proceso de reequilibrio. Como hemos mencionado antes, una moneda débil y una sustitución de importaciones agresiva ha permitido a China tasas de crecimiento elevadas junto con posiciones saneadas en sus cuentas exteriores. Sin embargo, dado que China representa en términos relativos un porcentaje mucho más elevado del comercio mundial de lo que representaba en el año 2007, cabe preguntarse hasta que punto China puede seguir creciendo a tasas elevadas (para facilitar un reequilibrio ordenado) sin incurrir en déficits sustanciales. No es una pregunta baladí, ya que su balanza de pagos (incluso después de tener en cuenta [problemas metodológicos](#) en dichas estadísticas que reducen el superávit verdadero) está muy cercana, por primera vez en mucho tiempo, a estar [equilibrada](#).

En resumen:

- China se reequilibrará sí o sí durante los próximos años, pero la cuestión es saber si de manera ordenada o no. Históricamente, no hay precedente de economías dirigidas por la inversión reequilibrándose de manera ordenada; además, la mayoría de dichas economías tenían volúmenes de deuda mucho más manejables de los que China tiene ahora.

⁴ James Montier presenta una sencilla derivación de esta identidad contable [aquí](#).

⁵ Gracias a la regla del 70, sabemos que en 7 años se necesitarían tasas de crecimiento del 10% en términos nominales para que el PIB se duplicase desde los niveles actuales. Nuestros lectores pueden juzgar por ellos mismos si dichas tasas de crecimiento son realistas.

- Un reequilibrio ordenado con participaciones razonables del consumo y de la inversión en 2025 implica crecimientos del consumo en términos nominales superiores al 10% y crecimientos modestos (o nulos) de la inversión; datos recientes muestran que ni el crecimiento del consumo es tan elevado ni el de la inversión tan reducido.
- La evolución de la deuda es más fácil de controlar con tasas de crecimiento nominales altas que bajas. Dado que no esperamos tasas de crecimiento en términos reales más elevadas, la única manera de “fabricar” tasas de crecimiento nominales elevadas es través de mayores niveles de inflación. En efecto, la inflación es uno de los ingredientes necesarios para que China pueda cuadrar su rompecabezas económico. Sin embargo, la reciente evolución de los precios en China muestra la dinámica contraria.
- El reequilibrio implica también una redistribución de los beneficios a los salarios. Dado que la inversión genera beneficios, la falta de ella dejará a las empresas sin una fuente importante de flujos de caja de cara a desapalancar sus balances.
- Finalmente, la economía china no tiene todo el tiempo del mundo para orquestar un reequilibrio ordenado, ya que las elevadas tasas de crecimiento del PIB necesarias en dicho escenario deteriorarían enormemente el sector exterior chino. Por supuesto, Pekín podría optar por la devaluación del renminbi (opción que creemos casi una certeza y que ocurrirá en cualquier caso en los próximos años), pero en el actual enrarecido ambiente de disputas comerciales es difícil concebir que el resto del mundo permita a China a corto plazo grandes libertades a este respecto.

Como resumiría el economista polaco Michał Kalecki, la paradoja de la inversión (y del modelo de crecimiento chino, por ende) es que crea ciclos económicos porque es útil.

Aunque la élite china tiene arsenal a su disposición que las economías occidentales no tienen, el hecho de que la deuda haya seguido aumentando sin ningún efecto colateral aparente ha propiciado que los analistas atribuyan poderes sobrenaturales que la burocracia china, simplemente, no tiene. Ahora, con una economía que no se ha reequilibrado (y en la que como hemos visto el crecimiento del consumo dista mucho de ser el necesario para tal fin) y que sigue acumulando deuda por doquier, la cuestión para nosotros no es ya si la economía se reequilibrará de manera ordenada (dicha probabilidad es cercana a cero), sino qué hará el Partido Comunista cuando la acumulación de deuda más ingente de la historia universal llegue a su fin. El riesgo de que la economía china se siga deshilachando, con sus posteriores consecuencias a nivel mundial, es nuestra preocupación macroeconómica más importante para el 2019.

BrightGate Capital, SGIIC
c/ Génova, 11 – 28004 Madrid
Tel. +34 91 441 0011
www.brightgatecapital.com

BrightGate Capital

■ Equipo ■ Gestión ■ Distribución ■ Advisory ■ Legal ■ Comunicación ■ Contacto