

"Esperando pacientes en la orilla del río"
Overview sobre el mercado chino

Mayo 2022

Descripción general del mercado chino

En las últimas semanas, los bloqueos en China están trayendo más incertidumbre a las acciones chinas. Si por un lado nos preguntamos por los impactos de la política Covid-0, por otro es importante señalar que **otros factores de riesgo que venían percibiendo los mercados se han atenuado significativamente en el último mes**. Los riesgos regulatorios para el sector tecnológico se silenciaron en gran medida cuando el Politburó (el máximo órgano de gobierno de China) anunció que la mayoría de las investigaciones regulatorias se detendrían y que el gobierno implementaría políticas para apoyar al sector. Mientras tanto, respecto al tan discutido riesgo geopolítico, no ha habido de momento un despliegue de China a favor de Rusia, ni se ha extendido ninguna ayuda militar o económica.

Por lo tanto, **la mayor incertidumbre sigue siendo el lockdown**. La situación recuerda lo que sucedió a principios de 2020, cuando el gobierno emitió un cierre nacional; sin embargo, esta vez los bloqueos no son nacionales sino localizados, abarcando varias ciudades y provincias con un impacto en alrededor del 10% de la población. Aunque estos bloqueos son más estrictos, son de naturaleza más intensa y causan obstáculos a la actividad económica en todo el país, ya que se han interrumpido las cadenas de viajes y suministro. Ya en abril, para las ventas minoristas en el sector de viajes y servicios, el impacto fue significativamente perjudicial para la actividad económica. El final del confinamiento sigue siendo muy incierto; sin embargo, considerando la alta tasa de vacunación, la tasa de mortalidad extremadamente baja, **la decisión de poner fin al confinamiento podría llegar pronto**, cuando los casos vuelvan a cero, o cuando el gobierno decida no continuar con una política de "cero-COVID".

La comparación con los confinamientos de 2020 hace que las perspectivas para la segunda mitad del año sean más positivas. Cuando terminó el confinamiento nacional de dos meses en mayo de 2020, hubo un boom en la actividad, la demanda volvió rápidamente a los niveles previos a la pandemia y los precios de los activos se dispararon a medida que los hogares chinos redistribuían sus ahorros entre gasto e inversión. En marzo de este año, el ahorro de los hogares chinos en términos de depósitos bancarios registró un aumento mensual récord, lo que elevó el ahorro total de los hogares en China a un nuevo récord de más de RMB 100.000 billones (EUR 14.100 billones), **una enorme cantidad de ahorro** que se cree para gastar o utilizar como inversiones una vez que los bloqueos comiencen a relajarse, aumentando así tanto la actividad económica como los precios de los activos.

Las expectativas para el estímulo fiscal y monetario en China para 2022 eran altas (con el resto del mundo eliminando el estímulo), pero hasta ahora el gobierno y el banco central se han quedado cortos. El banco central ha sido extremadamente cauteloso, recortando la tasa de interés solo un 0,10% desde principios de año. Sin embargo, se cree que estos últimos bloques incitan al gobierno y al banco central a volverse más agresivos en sus políticas. De hecho, la semana pasada, el gobierno emitió declaraciones en ese sentido, anunciando que se emitirán estímulos fiscales y monetarios más fuertes para compensar el impacto de los bloqueos. No se han

proporcionado detalles, pero se cree que el gobierno está bajo una enorme presión para cumplir con sus objetivos de crecimiento (5% para 2022) y utilizará todas las herramientas a su disposición para lograrlo.

Lockdown y reporting season: ¿cuál es el impacto en las ganancias?

Aunque cuantificar el impacto de los confinamientos recientes en China a nivel del índice de acciones es extremadamente complicado, hemos tratado de analizar qué sucedió en situaciones similares en el pasado.

Durante la desaceleración económica anterior que ocurrió entre mediados de 2014 y principios de 2016, el EPS (ganancias por acción) del índice MSCI China se redujo al 15 % para 2015 y al 22 % para 2016.

El segundo evento aún está fresco en nuestra memoria: la guerra comercial con los Estados Unidos y la estricta regulación sobre las empresas tecnológicas, particularmente durante el período entre 2018 y 2019. El consenso sobre las EPS se redujo en un 12% en 2019 y un 14% en 2020.

Para comprender mejor la situación actual, **comencemos con la desaceleración de las ganancias**, impulsada en parte por la desaceleración económica y en parte por la estricta regulación en China, que hasta ahora ha visto caer el consenso de EPS para 2022 en un 20-22%.

Tratemos de entender cuánto vale el multiplicador de ganancias en China. El "multiplicador de ganancias" promedio, calculado como el crecimiento promedio de las ganancias/crecimiento promedio del PIB nominal, durante el período 2014-2019 para China fue de 1,3x. Suponiendo una tendencia de crecimiento del PIB nominal del 7-8 % anual, esto implica que los beneficios del sector empresarial chino pueden crecer teóricamente a ~9-10 % anual.

Durante el período, creemos que es razonable asumir que las acciones chinas aún pueden experimentar un **crecimiento estimado de las ganancias por acción de +10% por año**.

Usando un enfoque fundamental, suponiendo un mes de pérdida de ganancias este año debido a los bloqueos, esto se traduce en una caída de aproximadamente el 9% en las ganancias por acción para todo el año. Esta cifra es atribuible a aproximadamente 2 meses de bloqueo en los que las actividades están "abiertas" solo al 50%. Se cree que esto es probablemente una **sobreestimación del impacto de los bloqueos en las ganancias corporativas**.

Una comparación con los EE. UU.: el caso de Apple

Para dar una idea: los comentarios de Apple durante los últimos resultados trimestrales son bastante interesantes. Apple estima un impacto en las ventas globales de aproximadamente \$ 4-8 mil millones para el próximo trimestre debido a las interrupciones del suministro en China.

Apple reportó aproximadamente \$ 97 mil millones en ingresos en el segundo trimestre fiscal de 2022, de los cuales la región de la Gran China generó \$ 18,3 mil

millones en ventas trimestrales. El impacto de \$ 4-8 mil millones se traduciría en ventas anualizadas de solo 1-2% para Apple.

Sin embargo, en sus comentarios, Apple habla sobre el impacto en sus ventas globales debido a los problemas de la cadena de suministro en China. Este impacto no necesariamente se debe únicamente al impacto en las ventas en China, ya que Apple es una empresa global y no una empresa enfocada solo en este mercado. Apple también declaró que "casi todas las fábricas de ensamblaje final afectadas ahora se reinician a pesar de que algunas operan a capacidad reducida".

Además, el impacto del bloqueo de Shanghai en la cadena de suministro de Apple en abril fue bastante severo, y es probable que muchos proveedores de componentes clave experimenten caídas de ingresos del 20-50% mes tras mes en abril. A pesar de esto, los analistas financieros esperan un impacto limitado en la producción para 2022. Las estimaciones de producción de iPhone cayeron solo un 1% a 237,5 millones de unidades desde 239 millones; Ipad y AirPods muestran una producción estable, Macbook tiene previsiones de producción de -4% y Apple Watch de -7%.

En general, en un escenario muy conservador (confinamientos prolongados), si esperábamos un crecimiento del BPA de +5 %/+10 % en 2022/2023, es decir, por debajo del consenso de alrededor del 15 %, esto implicaría 'aproximadamente una nueva disminución en BPA de 9-13%.

Una mirada a las valoraciones del mercado chino

Las valoraciones actuales parecen reflejar un escenario muy conservador; el índice MSCI China se cotiza actualmente a alrededor de 10 veces las ganancias (el promedio posterior a 2016 es 12,4 veces).



Tendencia del índice MSCI China (Fuente: Bloomberg)

Nuestras estimaciones, en un escenario conservador que suponga solo un crecimiento del BPA de +5 %/+10 % en 2022/2023 y un modesto múltiplo objetivo de

1x, sugieren que los precios actuales de las acciones ya reflejan e incorporan este escenario.

Los precios actuales están cerca de nuestras estimaciones de valor razonable a fines de 2022, asumiendo así nuestros supuestos conservadores; nuestras estimaciones de valor razonable a finales de 2023 muestran una subida de precios de alrededor del 11%.



Tendencia P/U del índice MSCI China (Fuente: Bloomberg)

Perspectivas y posicionamiento

Perspectiva: **la volatilidad persistirá en el corto plazo**, pero hay valor en el mediano plazo.

Los precios actuales de las acciones chinas reflejan un escenario muy conservador; nuestra **sugerencia para los clientes que tienen una ponderación insuficiente o una exposición adecuada a China es que sigan aumentando de peso a medio y largo plazo**. Los bloqueos relacionados con COVID-19 en China han sido una preocupación clave para los inversores de capital, ya que la mayoría de los economistas redujeron sus estimaciones de crecimiento del PIB para 2022 a alrededor del 4% en promedio.

A pesar de ello, **el confinamiento tendrá un impacto en los resultados a corto plazo** y esta incertidumbre dificulta la cuantificación del impacto; sin embargo, hay algunas señales positivas sobre un posible pico en los casos alcanzados en Shanghái.

Creemos que los **precios actuales de las acciones reflejan un escenario muy conservador**, con precios de mercado actuales cercanos a nuestra estimación de "valor razonable" para fines de 2022; el valor emerge aún más cuando nos enfocamos en las estimaciones de 2023.

Dada la incertidumbre que rodea a los bloqueos relacionados con COVID-19 por extensión y duración, se cree que es probable que **las acciones chinas sigan siendo bastante volátiles en el corto plazo, más allá del cual vemos mucho valor**.

Los antecedentes de otros países sugieren que las ganancias tienden a recuperarse muy rápidamente después de la reapertura y esperamos que suceda lo mismo en China y los mercados a pesar del confinamiento; los objetivos se refieren a la construcción de infraestructuras para respaldar las tasas de crecimiento, aumentar el alivio financiero para las pequeñas y medianas empresas y los trabajadores autónomos y, finalmente, apoyar a los gobiernos locales. Finalmente, las autoridades anunciaron el fin de los controles que comenzaron hace dos años a las empresas tecnológicas.



También hay señales crecientes de que los formuladores de políticas reconocen los desafíos de mantener los objetivos de crecimiento y quieren apoyar la economía y los mercados a pesar del bloqueo; los objetivos se refieren a la construcción de infraestructuras para respaldar las tasas de crecimiento, aumentar el alivio financiero para las pequeñas y medianas empresas y los trabajadores autónomos y, finalmente, apoyar a los gobiernos locales. Finalmente, las autoridades anunciaron el fin de los controles que comenzaron hace dos años a las empresas tecnológicas.



MSCI China VS MSCI World, rendimiento relativo (Fuente: Bloomberg)

Está claro para todos que **los inversores están subponderados en la renta variable china y el sentimiento hacia la renta variable china parece estar en un punto extremadamente bajo**: la resolución de la mayoría de estos espinosos problemas podría generar importantes flujos nacionales e internacionales hacia la renta variable china

AVISO LEGAL

El presente documento ha sido elaborado por Azimut Capital Management SGR S.p.A., sociedad perteneciente al Grupo Azimut, bajo su exclusiva responsabilidad y está destinado exclusivamente a la red de asesores financieros de Azimut Capital Management SGR S.p.A. con fines informativos. Los datos, información y opiniones contenidas no constituyen y, en ningún caso, pueden interpretarse como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar inversiones o desinversiones o una solicitud para comprar, vender o suscribir instrumentos financieros, ni financieros, actividades jurídicas, de asesoramiento fiscal o de investigación de inversiones ni como invitación o para hacer cualquier otro uso de la misma. En la redacción de este documento no se han tenido en cuenta los objetivos personales de inversión, las situaciones y las necesidades financieras de los posibles destinatarios del documento. Se especifica que la información contenida en este documento puede provenir, en todo o en parte, de fuentes de terceros y, en consecuencia, Azimut Capital Management SGR S.p.A. queda relevado de cualquier responsabilidad por cualquier inexactitud en el contenido de dicha información. Por lo tanto, esta información se proporciona sin garantía de ningún tipo, a pesar de que Azimut Capital Management SGR S.p.A. ha tomado todas las precauciones razonables para garantizar que cumplen los requisitos de fiabilidad, corrección, exactitud y actualidad. Azimut Capital Management SGR S.p.A. tiene el derecho de modificar, en cualquier momento y a su propia discreción, el contenido del documento, sin, sin embargo, asumir obligaciones o garantías de actualización y / o rectificación. Los destinatarios de este mensaje asumen plena y absoluta responsabilidad por el uso de los datos, la información y las opiniones contenidas, así como por cualquier elección de inversión realizada sobre la base de los mismos, ya que cualquier uso como soporte para las elecciones de operaciones de inversión no está permitido y es a riesgo total del usuario