

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

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



Deus Ex Machina

Cuando en los teatros de la Grecia clásica se planteaba un conflicto, drama o tragedia insoportable, los espectadores aguantaban con el corazón encogido a la espera de un desenlace reconfortante. Entonces, hacia el final de la obra, y cuando la aflicción alcanzaba el clímax, aparecía en escena un tipo desde la parte posterior del decorado, colgado de una grúa y representando a uno de los Dioses del Olimpo para solucionar la trama, desatando así la emoción y la felicidad de la concurrencia. Claro que, por entonces, con su sistema de creencias, esta forma de resolver la situación estaba más o menos justificada.

Hoy, en el teatro de los mercados financieros, se nos plantea también una suerte de relato escalofriante. Uno que plantea una guerra comercial entre las economías más poderosas del momento y que amenaza con un desenlace ciertamente disruptivo. No obstante, por el momento, el inversor expectante parece contar con la aparición espontánea de ese *Deus Ex Machina* que ha de evitar la desgracia. ¿Hace bien el inversor? Por supuesto, aunque la expresión mantenga la palabra “Dios” en honor a su origen, su significado se extiende más allá de las deidades o las fuerzas sobrenaturales, y así, lo que espera el inversor puede ser algo tan sencillo como un personaje, elemento externo o un simple cambio de actitud de alguno de los protagonistas y que acontece de repente (ajeno a la lógica interna seguida hasta el momento) contribuyendo a solucionar el conflicto. Vuelvo a preguntar. ¿Hace bien el inversor en esperar eso?

En el último mes hemos contactado con colegas expertos en relaciones entre USA y China, o que incluso participan en algún *think-tank* afiliado a organismos oficiales, y lo que nos transmitieron es un poco chocante y, al mismo tiempo, comprensible. Según estos expertos Pekín busca una solución negociada. Una ventana que abra la posibilidad de un acuerdo directo entre Xi-Jinping y Trump, y al mismo tiempo admiten que reiniciar conversaciones ya no depende de Pekín.

Cuando Washington impuso las primeras tarifas sobre importaciones de productos chinos por valor de US\$34bn, Pekín respondió con tarifas sobre productos americanos por el mismo monto (de acuerdo con el principio de proporcionalidad que China dijo que aplicaría). Entonces vino la escalada, y de paso, el momento en el que a Pekín se le escapa de las manos este asunto. Washington aplicará ahora una tarifa aumentada (del 25%) a productos Chinos adicionales por valor de US\$200bn. Lo que me explican es que los asesores de Trump apuestan por aumentar la presión dadas las dificultades económicas por las que atraviesa China. La respuesta de Pekín lo dice todo. Tarifas sobre productos americanos por valor de US\$60bn (aseguran los oficiales chinos que así mantienen la proporcionalidad. Todo un eufemismo). Adicionalmente, en un movimiento coordinado el Banco Central de China ha impuesto reservas requeridas del 20% a todo aquel que operara en contratos de divisa a futuro, ampliando así el coste para abrir posiciones cortas en esta divisa.

Los asesores de Trump apuestan por aumentar la presión dadas las dificultades económicas por las que atraviesa China.

Simultáneamente, el gobierno de Pekín se ha tenido que esforzar en señalar que no usará la devaluación del Yuan como arma en este conflicto comercial.

Todo apunta a que las autoridades de Pekín están realmente preocupadas por la posible repetición de una fuga de capitales como la vivida en el verano de 2015, algo que perjudicaría ostensiblemente el objetivo estratégico de impulsar la internacionalización del Yuan, perseguida durante la última década. Si hay una cosa clara es que, viendo las reacciones de Pekín, se pone de manifiesto la gran limitación en su capacidad de respuesta. Algo que ya advertimos en notas pasadas. ¿Entonces? ¿Por qué haber llegado hasta aquí? Un error, sin duda.

Viendo las reacciones de Pekín, se pone de manifiesto la gran limitación en su capacidad de respuesta.

Veamos. China no puede aplicar tarifas por los mismos volúmenes de importaciones (por el simple hecho de que solo importa productos americanos por valor de US\$155bn anuales, versus los US\$505bn de productos chinos que los americanos compran). No puede usar la depreciación del Yuan y perder los contratos con los que financia los proyectos OBOR. Pekín ha fallado también en su intento de desdolarizar los *commodities* (e impulsar su divisa como medio de pago y así desplazar al dólar en la región), lo que obliga a Pekín a seguir en el sistema dólar si aspira a seguir comprando los cerca de US\$400bn de materias primas que consume cada año. Pekín podría implementar la estrategia de perjudicar a los intereses de las empresas americanas instaladas en China (de hecho, Pekín ha bloqueado la compra de NXP por parte de Qualcomm, y parece que desde los medios de comunicación se estaría criticando a Apple) pero hasta ellos saben que no pueden abusar de este arma pues pondrían en riesgo la inversión extranjera (no solo norteamericana, también la de empresas del resto de países occidentales) y con ello perjudicaría el empleo, o más importante aún, pondrían en riesgo el objetivo de Pekín de seguir creando 10 millones de nuevos puestos de trabajo al año, que equivalen a los desplazamientos desde las zonas rurales a las zonas urbanas. Pekín tampoco puede vender los Treasuries que tiene depositados en sus reservas, pues Trump seguramente invocaría el International Emergency Economic Powers Act de 1977, y que en la práctica le confiere el poder legal de congelar los activos norteamericanos que una fuerza extranjera mantiene en un custodia norteamericano. Eso fortalece mi tesis de que el dólar es el arma más efectiva del mundo.

China no puede aplicar las mismas tarifas. No puede devaluar. No ha conseguido la desdolarización de la región y no puede perjudicar en exceso a las firmas norteamericanas.

¿Entonces? ¿Qué opciones le quedan a Pekín? Lo único que puede hacer es impulsar un frente común contrario a la política comercial de los EUA. Pero, al parecer, ni eso es ya una opción para Pekín a tenor de la visita de Juncker a Washington con una propuesta de acuerdo comercial debajo del brazo que aspira a suponer una rebaja sustancial de todas las tarifas entre la UE y los EUA (a excepción de los productos agrícolas).

¿En qué punto estamos, pues? Una vez se han lanzado ya los primeros golpes, los oficiales gubernamentales chinos han venido indicando de manera consistente (y hasta de forma embarazosa) la necesidad de buscar una solución negociada. Pekín ha tratado de “calmar” a Washington con la promesa de comprar más artículos norteamericanos, incluso ha intentado hacer transacciones que favoreciesen a los negocios de Trump. Pero nada de eso ha

Los oficiales gubernamentales chinos han venido indicando de manera consistente la necesidad de buscar una solución negociada...

... pero hasta los analistas Chinos se muestran ahora muy pesimistas sobre la posibilidad de que algún tipo de acuerdo satisfactorio sea alcanzado.

servido para obtener una respuesta satisfactoria que distensione el conflicto. Si bien las comunicaciones han continuado entre las oficinas de Mnuchin y Liu He, lo único que Pekín ha conseguido de Washington es la promesa de seguir hablando. Mientras tanto, las tarifas siguen escalando, y la percepción en Pekín de que esto se les ha escapado de las manos, también.

Y esto es exactamente lo que creo que vamos a ver en los próximos 2-3 meses. Cumbres diplomáticas que pueden acabar con declaraciones optimistas, pero nada más. Los golpes (sobre todo lanzados desde los EUA) seguirán mientras Trump y sus asesores perciban que esto no perjudica a la economía norteamericana.

Los analistas Chinos también se muestran ahora muy pesimistas sobre la posibilidad de que algún tipo de acuerdo satisfactorio sea alcanzado, pues ven claramente que nada que no sea una rendición total de China satisfará a Washington, quien exige el abandono por parte de Pekín de su política industrial nacional, de subsidios a sus gigantescos SOEs (State Owned Enterprises), exige privatizaciones, liberalización sectorial, fin de los límites para la operativa de los capitales corporativos extranjeros en China, así como el fin de las prácticas oficiales chinas de “sustracción ilícita” de tecnología norteamericana. En el entendido de que esto, hoy, es inaceptable para Pekín, preveo que las dinámicas vistas hasta ahora persistirán, dando lugar a lo que ya se denomina la “nueva guerra fría”, y que ha de mantener enfrentados a estos dos países. Un conflicto que afectará, por supuesto, también a empresas norteamericanas, especialmente a las tecnológicas (con grandes intereses en China). Alguien me dijo, después del desplome del 20% en las acciones de Facebook, que ésta era una buena opción de compra, pues no se observaba una causa aparente que hubiera causado el desplome. Sabiendo lo que les he dicho, me inclino a pensar que quizás, sí la hubo.

En Washington son conscientes de que el éxito político del politburó en Pekín es el resultado de un éxito económico, y que sin esto último, no se da lo primero. Lo que me hace pensar que el objetivo realmente perseguido vaya más allá de enfrentar un conflicto comercial, y lo que se busque sea limitar el progreso tecnológico de China, o como algunos ya apuntan, incluso buscar un cambio de régimen.

Sea como fuere, la era del *Constructive Engagement* se ha acabado definitivamente (y de un plumazo). Este era el nombre con el que se conocía el marco de relación definido por los Estados Unidos para con China en los últimos 15 años. Un marco que perseguía el desarrollo de China (al fin y al cabo una China desarrollada es favorable para todo el mundo). Hoy, me explican que republicanos y demócratas coinciden en que ese “*Constructive Engagement*” quedó obsoleto. Quizá no coincidan en como debe ser esa nueva relación, pero una cosa que hoy tengo clara es que las cosas han cambiado definitivamente para China; y eso, es un hecho.

¿Cómo afecta todo esto a nuestra visión para el mercado Chino? Pekín se halla ante un dilema. Responder a los EUA con represalias ha resultado del todo

ineficiente (hasta el momento) y contraproducente (-20% en el Shanghai Stock Exchange desde enero, contra un +7% en el S&P). Así pues, la estrategia de China de seguir respondiendo con represalias y al mismo tiempo preparar a la economía para el escenario negativo de conflicto comercial (como está siendo ya el caso), me retrotrae a ese teatro en el que se respira la tragedia y el pobre espectador sufre los tiros penetrantes de la fortuna injusta. ¿Puede ser que aparezca en última instancia nuestro *Deus Ex Machina* particular a ofrecer una solución a este conflicto? ¿Cuál podría ser?

Por supuesto, no espero un tipo con alas colgando de una grúa y apareciendo en escena con el bastón mágico del caduceo. Quizás valga un cambio de actitud de alguno de los protagonistas. Alguien que participe de la trama y ponga fin a esta lógica interna que nos ha traído hasta aquí. El problema es que no veo a Trump ni a sus *Trade Warriors*, ni a su *National Security Team*, cambiando de postura.

Me huele a que una rendición es necesaria para ver un giro en los hechos. Hablo de China por supuesto, pues es quien está pagando las consecuencias de sus errores. ¿Una solución naïf? Quizás tengan razón. Creo que fue Confucio quien dijo aquello de: “El hombre que ha cometido un error y no lo corrige, comete otro error mayor”. Pekín parece haber admitido el error al buscar una ventana de negociación. Quizá corrija el error. Mientras no veamos eso, la cautela impera en los activos chinos.

Acabo con una reflexión. Mi particular experiencia vital me dicta un principio que no está escrito en ningún sitio pero que ha demostrado ser radicalmente infalible. Tras una magna tragedia le sigue una deplorable comedia. Así que, sea como fuere, siempre hay lugar para la esperanza.

Saludos