



¿Es China un Mercado Emergente, o un Mercado Desarrollado?

¿Es China un Mercado Emergente, o un Mercado Desarrollado?

La respuesta es “depende”.

Es un mercado híbrido que exhibe características de ambos.

Cuando se modelan acciones, el mercado de renta variable chino se comporta como sus pares emergentes, especialmente en los casos en los que las decisiones de política tienen mayor peso que las de la compañía o los fundamentales de la industria.

Los mercados de bonos (soberanos, cuasi-soberanos, y corporativos) se parecen más a los mercados desarrollados.

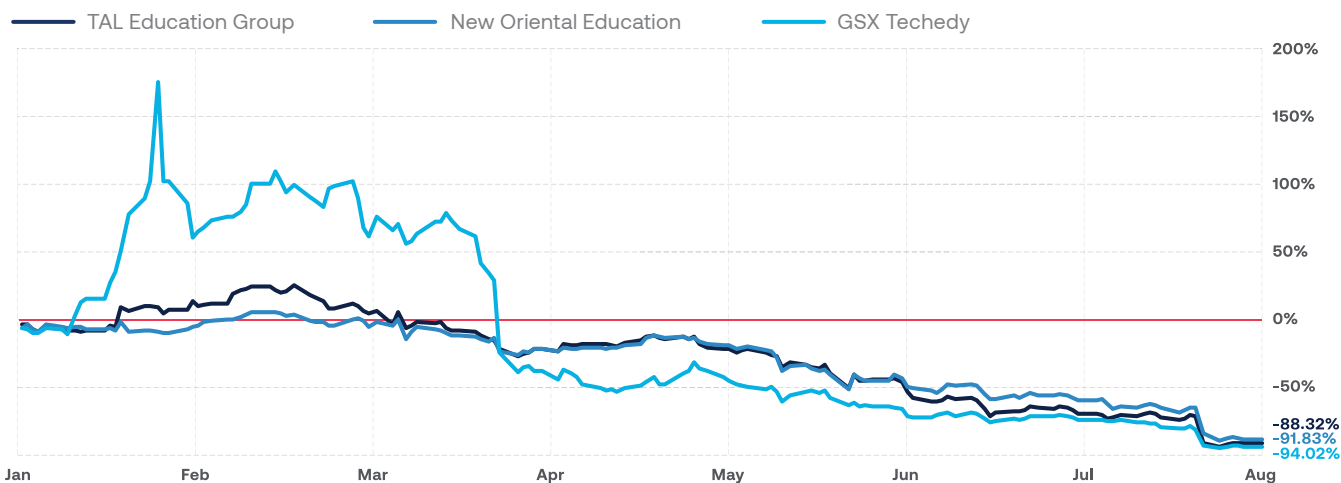
La venta forzada de julio por las políticas de China Continental validó nuestra tesis de utilizar los bonos soberanos chinos como un activo diversificador, de alto carry, con características de activo refugio.

Al mismo tiempo, este catalizador funcionó como un recordatorio para los inversionistas, quienes deben reconsiderar sus inversiones en acciones siendo conscientes de la nueva postura del gobierno en materia de regulación, enfatizando en la seguridad de la información, igualdad social, y autosuficiencia.

Recientemente, esta pregunta surgió en una de nuestras reuniones de equipo. No tenía como intención ser el punto de inicio de un debate académico o de una gran discusión estratégica. Más bien, fue una pregunta técnica planteada por alguien que preguntaba cómo clasificar en nuestros reportes nuestra nueva inversión en bonos soberanos, cuasi-soberanos y corporativos chinos dentro de nuestros portafolios modelo. Esta pregunta aparentemente inofensiva nos dejó a todos, incluyéndome, perplejos.

“Déjame pensar en esto y me pondré en contacto contigo”, fue mi respuesta para evitar tomar una decisión inmediata. Si se le pregunta a la mayoría de los analistas, estrategas, e inversionistas, muy probablemente dirán, sin lugar a duda, que China pertenece a la clasificación de mercados emergentes dentro de las asignaciones globales de activos. De hecho, no hicieron nada que disipara esa suposición cuando, el 23 de julio, de manera súbita arrasaron con una industria entera – a saber, la de tutorías privadas – que incluía compañías tales como New Oriental Education y TAL Education Group. El golpe de gracia de Beijing redujo drásticamente más de dos tercios de su valor de mercado y resultó en pérdidas año corrido superiores al -90%.

Desempeño año corrido de compañías de educación chinas | Fuente: Bloomberg (Cifras al 2 de agosto de 2021)



Esto fue destrucción de valor por excelencia, al mejor estilo de los mercados emergentes, que recuerda a las nacionalizaciones observadas en América Latina y otros mercados en desarrollo hace décadas. No es una sorpresa que la inesperada acción de las autoridades chinas, luego de haber observado un aumento en la regulación de las compañías de *Big Tech* como Alibaba y Tencent y al sector inmobiliario, ocasionó una salida masiva de capitales junto con un evento de *risk-off*. **Los inversionistas tenían razón al cuestionar si el umbral del dolor chino para tolerar un crecimiento económico más lento y menores flujos de capital a expensas de sus objetivos de política social era más alto de lo que se suponía anteriormente.**

Entonces, ¿Ha renunciado China al modelo capitalista que impulsó por 20 años y que la convirtieron en la segunda economía más grande del mundo (la primera en términos de paridad de poder adquisitivo)? Ciertamente, Xi Jinping no es Deng Xiaoping o Hu Jintao, dos líderes que defendieron el modelo de crecimiento económico basado en las exportaciones y el rol de la empresa privada. Pero Xi tampoco es Mao Zedong. Él es el autor intelectual del *Pensamiento Xi Jinping*, también conocido como el “Socialismo con Características Chinas para la Nueva Era”. Este es el conjunto de ideas y principios básicos defendidos por el Líder Supremo que fueron incorporados en la Constitución del Partido Comunista Chino (el “PCCh”) en 2017 y en la Constitución nacional un año después. El principio guía es que el PCCh está en el centro de todos los aspectos políticos, sociales, económicos, y militares, y que todos los demás órganos deben responder a la voluntad nacional tal y como lo determina el Partido. Cuando se entiende este principio fundamental, se comprende más a fondo la represión regulatoria que China ha aplicado a las empresas de *Big Tech*. Los datos son la nueva moneda del reino, y estos gigantes dominaron la adquisición, el despliegue y la inteligencia de datos a un nivel que incomodaba al PCCh. Sin duda, China necesita la innovación que desataron estas empresas. Pero la innovación siempre debe estar

— “¿Ha renunciado China al modelo capitalista que impulsó por 20 años y que la convirtieron en la segunda economía más grande del mundo? Xi Jinping no es Deng Xiaoping o Hu Jintao, pero tampoco es Mao Zedong.”

sujeta y responder a los objetivos del Partido: el bien público. Jack Ma, el alto ejecutivo de Alibaba, es un emprendedor fenomenal, pero Xi Jinping no puede permitir que Ma se vuelva más grande que el Partido. Con la consolidación de Alibaba como un monopolio, está en la capacidad de acumular grandes utilidades y de controlar los datos de forma independiente o en detrimento del PCCh, por lo que se convierte en una amenaza. De una forma, Xi Jinping le dijo a Jack Ma que se había vuelto muy grande – aun para su propio bienestar. Sin duda, el gobierno americano está enfrentándose a la misma situación. No tanto desde el frente del control de datos, sino desde el bien público. Cuando Google (o Amazon, o Facebook, etc.) simplemente adquieren a sus competidores, ¿se asume que ese mercado menos competitivo es mejor para la competitividad e innovación de la economía norteamericana? Cabe recordar que lo que es bueno para los accionistas, no siempre es lo mejor para la economía. La diferencia, sin embargo, es que la reacción estadounidense al creciente poder de los monopolios en *Big Tech* debe provenir de un proceso consensuado, muchas veces largo y laborioso – pero óptimo en última instancia. La respuesta de China se puede manifestar luego de una llamada telefónica a la persona adecuada, una respuesta del corte de los mercados emergentes. Si bien es más probable que produzca resultados subóptimos en el largo plazo, en el corto puede parecer más decisivo y fructífero.

— “Entonces, ¿cómo posicionarnos ante este cambio en donde China está encontrando un nuevo equilibrio entre sus objetivos sociales y los mercados de capitales libres? La clave está en identificar las áreas en las que el gobierno chino está priorizando la justicia social y la estabilidad por encima de los mercados de capitales.”

Un corolario de *Pensamiento Xi Jinping* es que el gobierno debe adoptar una postura centrada en las personas para el interés público. Dicha creencia explica las acciones del gobierno de “socializar” negocios altamente rentables como el de las tutorías extracurriculares, para volverlos, esencialmente, bienes públicos. Desde hace varios años, el pueblo chino se ha quejado del costo de la educación. En una nación en la que los estudiantes pueden progresar solo lo que les permitan los exámenes estandarizados, las familias chinas gastan aproximadamente 9.5% de su presupuesto familiar en educación, un aumento desde el 7.5% observado en 2013 y siendo este uno de los más altos en el mundo, especialmente para un país de ingresos medio-bajos como es China. Luego de esto se conocieron los resultados del censo de 2020 que mostraron una reducción alarmante de la tasa de fertilidad china, que cayó a 1.3 en 2020, uno de los niveles de fertilidad más bajos del mundo y bastante inferior al ratio de reemplazo de 2.1. Esto significa que **la población china comenzará a disminuir en algún momento a mediados de esta década y no a mediados de la década de 2030**, más rápido de lo que previeron las ya sombrías proyecciones anteriores. Una de las mayores quejas que los hogares chinos han señalado para no tener más hijos es el costo increíblemente alto de educarlos. De ahí las medidas severas en el sector de educación. En una democracia, una nación puede protestarles a los legisladores irresponsables en las urnas. En China, el PCCh puede oír a su pueblo y responder adecuadamente, o se verán en la necesidad de encontrar

otra forma de liberar frustraciones cuando no se permiten las votaciones.

Ciertamente, los inversionistas pueden ganar una gran cantidad de dinero invirtiendo en mercados emergentes. No obstante, es crucial que, si se está invirtiendo en uno, no se puede caer presa de la creencia que estos funcionan como el mundo desarrollado. Las últimas dos semanas han dejado en evidencia todos los peligros de invertir en una economía dinámica y poderosa que se desarrolla en paralelo a un gobierno autoritario preocupado por el control. **Es complicado navegar esta realidad, pero no es imposible y el descubrimiento de precios puede ser muy lucrativo.** Entonces, ¿cómo posicionarnos ante este cambio en donde China está encontrando un nuevo equilibrio entre sus objetivos sociales y los mercados de capitales libres? La clave está en identificar las áreas en las que el gobierno chino está priorizando la justicia social y la estabilidad por encima de los mercados de capitales. Estos, en su momento, se volverán bienes públicos y áreas de importancia estratégica. En la práctica, esto pareciera equivalente a evitar inversiones en internet, e invertir en apuestas tales como semiconductores y manufactura tecnológica. Hacer esto, claro está, no es sencillo o evidente. Pero a menos de que se piense que este problema solo será endémico en China, hay que recordar que todos los gobiernos deben lidiar con reacciones populistas. ¿Cuánto tiempo más hasta que los accionistas de Amazon se vean enfrentados con presiones provenientes de demandas por mayores salarios e

impuestos corporativos? En cierto sentido, China podría llevar la delantera en comparación con sus contrapartes burocráticas estadounidenses, incluso si sus métodos exasperan a las sensibilidades más *laissez faire*.

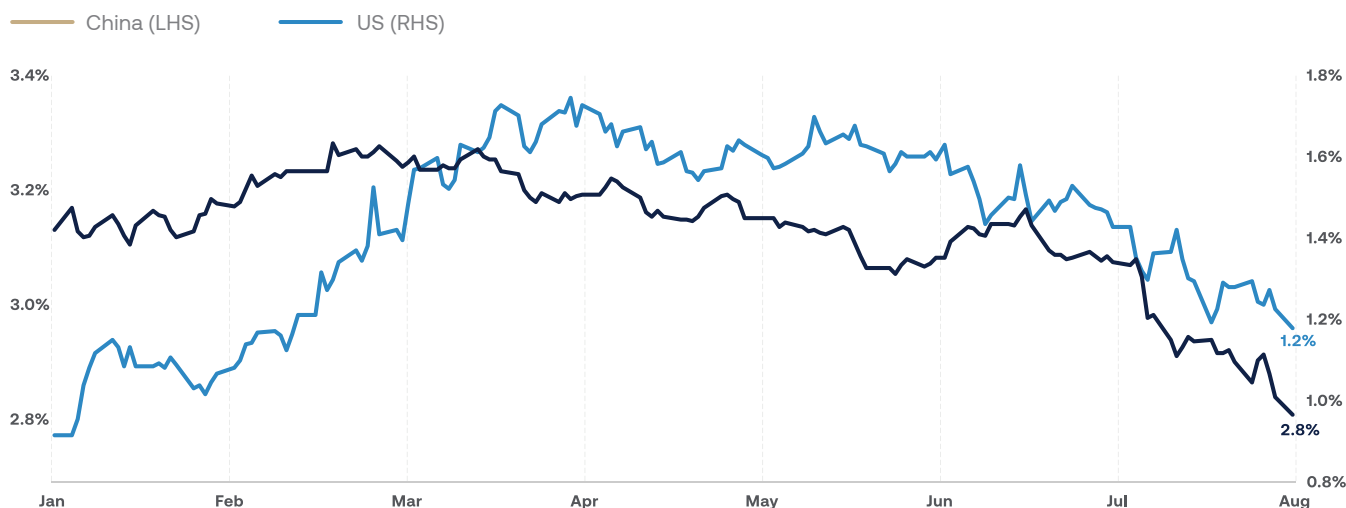
Por ahora, nosotros evitaríamos el mercado *offshore* en China, y únicamente invertiríamos en el mercado *onshore A-share*, dado que estos son títulos más enfocados en el país y su tenencia es más local. Otra alternativa es utilizar administradores activos de primer nivel que puedan manejar esta situación cambiante, mientras se evita invertir en instrumentos pasivos, como ETFs, que brindan una exposición más general. Sin embargo, **los inversionistas no deben abandonar la exposición en el largo plazo a la segunda economía más grande del mundo. Por el contrario, deben buscar el equilibrio adecuado de crecimiento y menor riesgo regulatorio.**

En los mercados de renta fija, el entorno se ve bastante diferente. Este gráfico muestra que, **incluso en medio de un *sell-off* chino, los bonos soberanos del país se comportaron como un activo refugio.**

La primera vez que fuimos conscientes de este fenómeno el año pasado fue durante el pico del caos generado por la pandemia, cuando los bonos soberanos chinos fueron menos volátiles que sus contrapartes desarrolladas como los Tesoros americanos, los Bunds alemanes, los JGBs, y los Gilts británicos. Empezamos a seguir de cerca ese comportamiento. Queríamos saber si los bonos soberanos chinos realmente estaban comportándose como activos refugio al estudiar los movimientos de su precio y sus correlaciones con índices clave tales como los Tesoros, el S&P500, y el MSCI All Country World Index. Los resultados iniciales dejaron entrever que, efectivamente, estos bonos estaban presentando características de activos refugio, especialmente después de la pandemia, mientras exhibían una baja correlación con el riesgo accionario global y los tesoros.

— “Incluso en medio de un *sell-off* chino, los bonos soberanos del país se comportaron como un activo refugio.”

Comportamiento año corrido Tesoro 10 años vs Bono chino 10 años | Fuente: Bloomberg (Cifras al 2 de agosto de 2021)



Como lo demostraron estos estudios (ver Gráficos 3, 4 y 5), utilizamos una combinación de técnicas de regresión de mínimos cuadrados ordinarios y de regresión continua para estudiar los movimientos históricos de precios y la correlación entre un índice de bonos soberanos chino sin cobertura denominado en renminbi y otros índices. Los resultados muestran que, en términos generales, los bonos soberanos

chinos tienen una correlación baja con índices tales como el S&P 500, el ACWI, y los Tesoros. De hecho, durante la pandemia, la correlación con los Tesoros aumentó considerablemente, mientras que la correlación con los índices accionarios se mantuvo estable. En otras palabras, estos bonos comienzan a comportarse más como los Tesoros y menos como activos riesgosos de mercados emergentes.

Gráfico 3: Regresión – Tesoros vs Barclays China Index | Fuente: Insigneo (Cifras al 29 de junio de 2021)

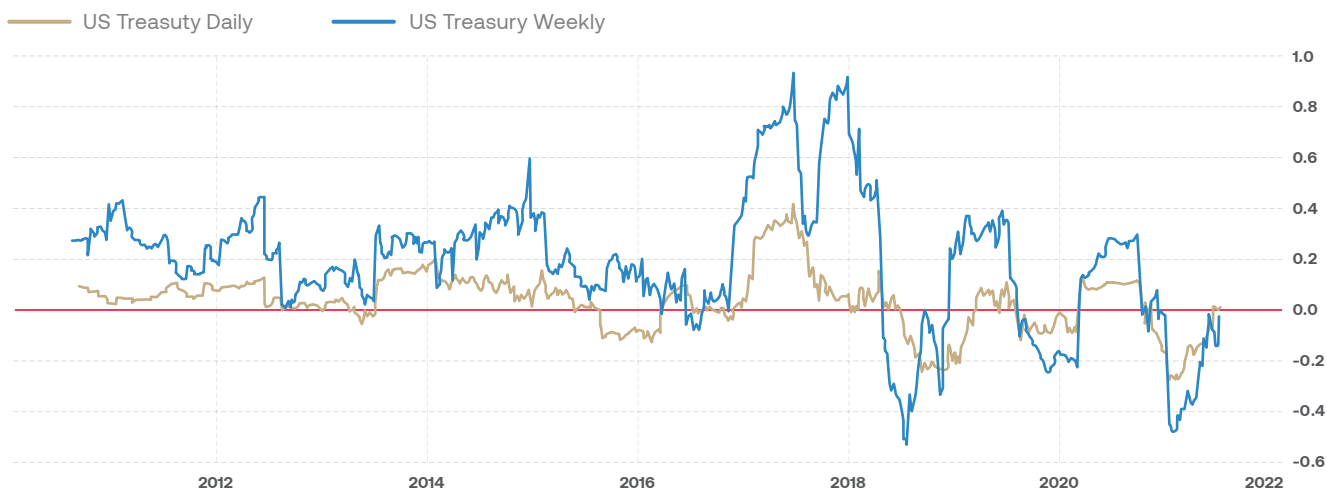


Gráfico 4: Regresión – S&P 500 vs Barclays China Index | Fuente: Insigneo (Cifras al 29 de junio de 2021)

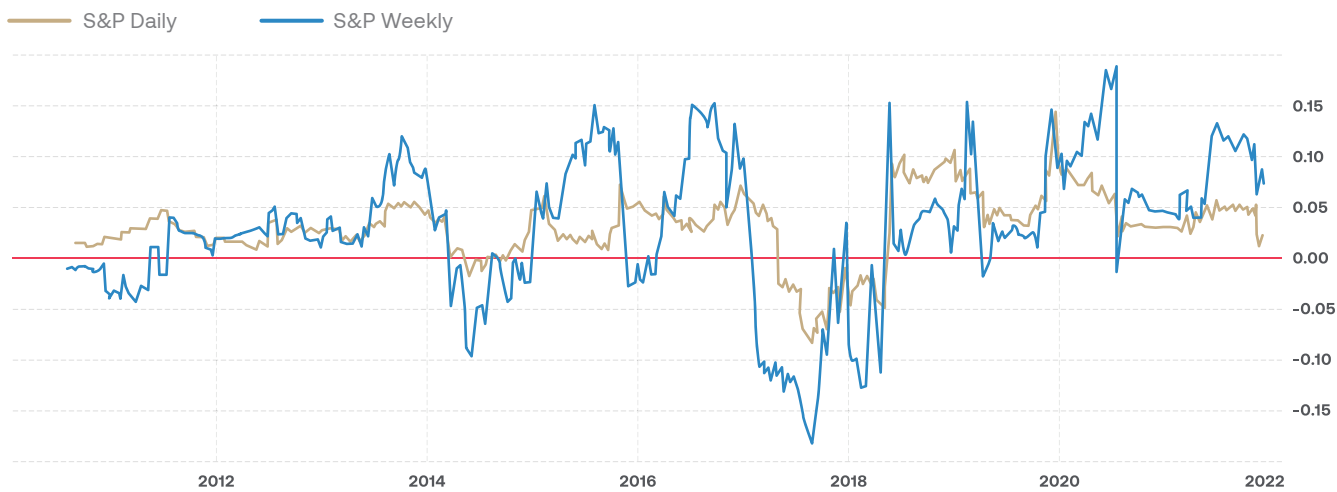
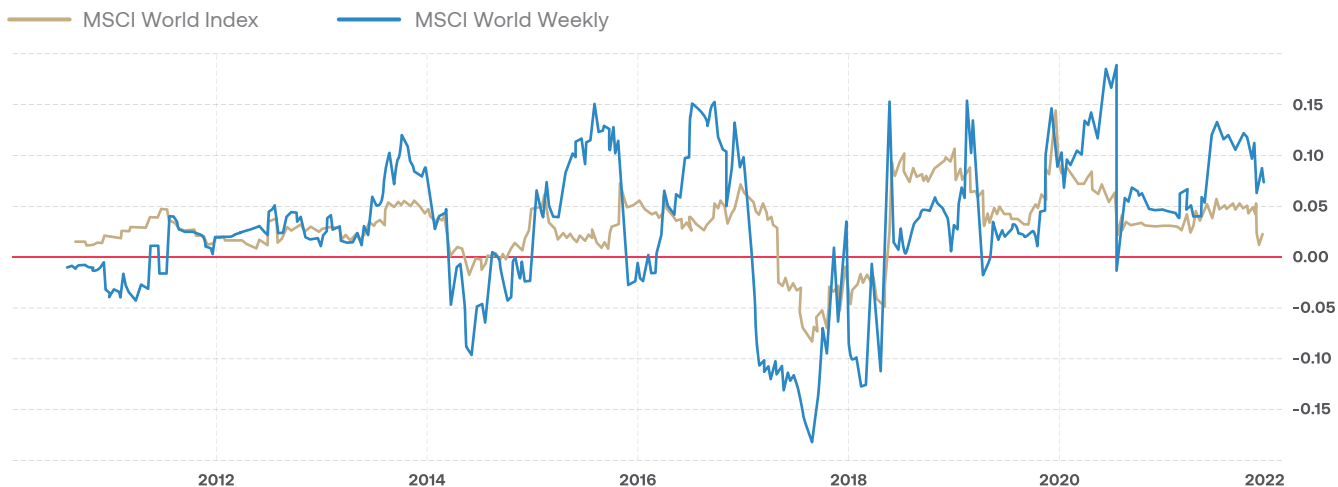


Gráfico 5: Regresión – MSCI World Index vs Barclays China Index | Fuente: Insigneo (Cifras al 29 de junio de 2021)

Estos movimientos en el precio están empezando a coincidir con la realidad. Si bien China fue el epicentro de la pandemia y se enfrentó a ella primero, también fue la primera nación en salir de la crisis con el menor número de cicatrices fiscales. Mientras que Estados Unidos cuenta con un déficit fiscal de más del 20% del PIB y solo podrá volver a niveles de crecimiento pre-pandemia este año, China ya está operando por encima de su nivel de producción previo a la pandemia, y exhibe un déficit fiscal de apenas 5%. China opera cada vez más a su propio ritmo, alejándose del ciclo global. Otra razón que nos hace considerar estos bonos atractivos es que poseen un *carry* alto a comparación de los bonos soberanos de otras economías desarrolladas porque, estructuralmente, son subponderados por los inversionistas alrededor del mundo. Tal y como lo evidenciaba el primer gráfico (ver *gráfico 1*), el rendimiento del bono a diez años chino es casi dos veces más que el de su par norteamericano. En conjunto, todas estas consideraciones apuntan a un mercado de bonos que debería estar dentro del mundo desarrollado – siendo muy probablemente el más atractivo del momento. Un inversionista racional puede suponer correctamente que la única forma de invertir en la narrativa de crecimiento china es a través de inversiones que se ubiquen más arriba en

la estructura de capital, más alejadas del alcance de la hoz regulatoria.

En conclusión, la respuesta a nuestra pregunta original no es sencilla, está llena de matices y consecuencias. Pero tampoco es simplemente una respuesta académica, ya que las respuestas sugieren asignaciones de capital alineadas con el mundo real. Después de todo, aquí se puede ganar dinero.

**Ahmed Riesgo**

Director de Inversiones
Insigneo Financial Group

Análisis por clase de activos

	TÁCTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
Renta Variable EEUU¹	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Europea	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Japonesa	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Variable Mercados Emergentes	INFRAPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable China	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Bonos del Tesoro EE.UU.²	INFRAPONDERAR	INFRAPONDERAR
Grado de Inversión	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija Soberana Emergente	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Dólar americano	NEUTRAL	INFRAPONDERAR
Energía³	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Metales Preciosos	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Efectivo	SOBREPONDERAR	NEUTRAL

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas



Divulgaciones Legales Importantes

Insigneo Securities, LLC (Insigneo o la Firma) es un corredor / distribuidor registrado en la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (Securities & Exchange Commission - SEC) y miembro de la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (Financial Industry Regulatory Authority - FINRA) y de la Corporación de Protección de Inversores de Valores (Securities Investor Protection Corporation - SIPC). Insigneo está afiliado a dos asesores de inversión registrados en EE. UU., Insigneo Wealth Advisors, LLC (IWA) e Insigneo Advisory Services, LLC (IAS).

Colectivamente, nos referimos a Insigneo, IAS e IWA como el Grupo Financiero Insigneo. Para obtener más información sobre su negocio, incluidos sus conflictos de intereses y prácticas de compensación para el agente de bolsa, visite www.insigneo.com/en/disclosures y cualquier conflicto relacionado con sus servicios de asesoramiento, consulte su formulario ADV y el folleto que puede encontrar se encuentra en el sitio web de Divulgación pública del Asesor de inversiones (<https://adviserinfo.sec.gov/>).