



好久不见，你好
吗？ - (Ha pasado
mucho tiempo,
¿cómo has
estado?)



Andrés Salamanca
Analista de Datos



Mauricio Viaud
Estratega de Inversión *Senior*
y Manager de Portafolio



好久不见·你好吗? - (Ha pasado mucho tiempo, ¿cómo has estado?)

- Las recientes medidas fiscales de China son preventivas y están principalmente dirigidas a proteger la economía frente a una posible desaceleración.
- China enfrenta una “tormenta perfecta” para la deflación: 1) gobiernos locales endeudados; 2) los hogares ahorran en lugar de consumir; y 3) un exceso de propiedades vacías.
- Vemos una oportunidad interesante en el sector tecnológico de gran capitalización de China.
- El mercado de valores de China ha tenido un rendimiento muy pobre, no porque las empresas sean malas, sino por el temor al riesgo que representa el gobierno chino.

Ha pasado mucho tiempo, ¿cómo has estado? Esa podría ser la frase que compartirías con un viejo amigo o familiar que no has visto en mucho tiempo, pero aquí, vamos a transformar esa frase para analizar lo que está ocurriendo en China actualmente. Cuando decimos “ha pasado mucho tiempo”, estamos destacando el largo mandato del Partido Comunista de China (PCC), que celebró su centenario en 2021. Notablemente, el PCC ha gobernado China desde 1949, cuando Mao Zedong lo llevó a la victoria en la Guerra Civil China contra el Kuomintang.

Si bien el liderazgo de Mao dejó un legado complejo, marcado por alrededor de 36 millones de muertes por hambruna, su sucesor, Deng Xiaoping, transformó la trayectoria económica del país con sus reformas de “Socialismo con Características Chinas.” Conocido como el “arquitecto de la China Moderna”, Deng introdujo cambios profundos que abrieron el país a la inversión extranjera, promoviendo políticas orientadas al mercado y estableciendo zonas económicas especiales para impulsar el comercio y la modernización.

Una de sus reformas más importantes, el Sistema de Responsabilidad Familiar, permitió a los agricultores arrendar tierras y quedarse con las utilidades, aumentando significativamente la productividad agrícola y los ingresos rurales. Según el Banco Mundial, estas reformas sacaron a más de 760 millones de personas de la pobreza en China, transformando el panorama socioeconómico del país.

El legado de Deng nos lleva al presente, donde Xi Jinping ha estado a la cabeza del Partido Comunista Chino y del país desde 2012. Construyendo sobre las reformas de Deng, Xi ha presentado iniciativas que se alinean con la visión de su antecesor, adaptándolas al escenario global actual. Como pilar de la estrategia de Xi está la política de “doble circulación”, lanzada en 2020, que busca reorientar la economía china hacia un consumo interno más fuerte mientras mantiene una apertura al comercio y a la inversión extranjera. Este cambio se evidencia en la estructura de deuda del país, predominantemente denominada en moneda local en lugar de moneda extranjera, con el objetivo de construir una economía más autosuficiente que no dependa de los mercados internacionales.

Entonces, “¿cómo estás? Sé que es un poco difícil de decir en este momento.” El contexto histórico del gobierno de China es crucial para entender su postura política y económica actual. Tras 75 años de gobierno continuo, podemos argumentar que el Partido Comunista de China opera como un gobierno autocrático, lo cual ha llevado a los mercados a ver los indicadores macroeconómicos del país con cierto escepticismo. Muchos sostienen que estos indicadores pueden estar políticamente influenciados para proyectar una idea de crecimiento al resto del mundo. Por ejemplo, el índice de precios al consumidor (IPC) de China, a diferencia de muchas otras economías importantes, no revela los pesos de sus componentes, lo que complica los esfuerzos para identificar qué sectores están contribuyendo a la inflación. Esta falta de transparencia se extiende también a las cifras del PIB: por ejemplo,

la Oficina Nacional de Estadísticas revisó al alza el PIB de China de 2018 hasta 2.1%, un movimiento que convenientemente se alineó con el objetivo a largo plazo del país de duplicar su PIB para 2020.

Con el reciente anuncio de un estímulo fiscal en septiembre hay un creciente interés de lo que esto podría señalar para la economía China. Para un país que controla estrictamente los datos económicos y se enfoca en un crecimiento acelerado, nos lleva a pensar que China podría estar sintiendo presión de respaldar a su economía más activamente, dejando entrever posibles desafíos subyacentes que incluso la segunda economía más grande del mundo no puede ignorar.

Qué medidas ha anunciado China y qué debemos esperar?

En primer lugar, consideramos que las recientes medidas fiscales de China son preventivas y están principalmente dirigidas a proteger la economía frente a una posible desaceleración. Las políticas anunciadas por el gobierno están estratégicamente alineadas con el objetivo de alcanzar su meta de crecimiento del PIB de 5% para 2025.

Desde finales de septiembre, las principales instituciones de China han introducido una serie de iniciativas para estimular la actividad económica y gestionar los riesgos financieros. Estas medidas están enfocadas en tres desafíos específicos: i) deflación persistente, ii) gobiernos locales altamente apalancados, y iii) una caída sin precedentes en el sector inmobiliario.

La estrategia de “doble circulación” de Xi, destinada a impulsar el consumo interno, enfrenta varios obstáculos a medida que China entra en su sexto trimestre consecutivo de deflación, la racha más larga desde 1999. Este entorno económico, marcado por una reducción en el gasto de los consumidores, en conjun-

1. Medidas políticas y su explicación

Fuente: JP Morgan, Insigneo

Tipo de medida	Política de flexibilización	Contexto
Monetaria	Recorte de la tasa MLF de 1 año en 30 puntos básicos	La MLF es la tasa principal a la cual el banco central presta a los grandes bancos comerciales
	Recorte de 50 puntos básicos en el RRR, recorte de 20 puntos básicos en la tasa de recompra inversa a 7 días	El RRR es la cantidad de efectivo que los bancos deben mantener como reservas
	Recortes en la tasa LPR y en la tasa de depósitos de 20 a 25 puntos básicos	La LPR es la tasa de interés que los bancos comerciales en China cobran a sus mejores clientes
	Facilidad de intercambio de 500 mil millones de yuanes del PBOC que permite a empresas de valores, fondos y emisores pedir prestado para comprar acciones	
	Facilidad de re-préstamo de 300 mil millones de yuanes del PBOC para recompras de acciones, con una tasa de interés anual del 2.25% para empresas cotizadas y sus principales accionistas	
Vivienda	Aumento de la contribución del PBOC del 60% al 100% para el Esquema de Re-préstamo para Vivienda Asequible	El esquema de re-préstamo de vivienda asequible de China es un programa que proporciona fondos a los gobiernos locales para comprar viviendas que no se han vendido y convertirlas en viviendas "asequible"
	Reducción de la tasa para hipotecas existentes (reducción promedio de 50 puntos básicos)	
	Requisito mínimo de pago inicial para una segunda hipoteca reducido al 15%	
	Reunión del Politburó: reducción a la restricción de compra de viviendas, aumento de préstamos a proyectos nuevos, detener la caída del mercado de vivienda	El Politburó es el máximo órgano político del Comité Central del PCC
Fiscal	Las ciudades de primer nivel implementaron medidas de flexibilización (Guangzhou, Shanghai, Shenzhen y Pekín)	Las ciudades de primer nivel son las ciudades más desarrolladas de China
	Apoyo fiscal para la resolución de la deuda de los gobiernos locales	
	Emisión especial de CGB para apoyar la inyección de capital de primer nivel de los principales bancos	CGB: Bonos del Gobierno de China
	Expansión de los bonos LGB para apoyar el desmonte y la compra de terrenos no desarrollados	LGB: Bonos del Gobierno Local
	Apoyo específico en efectivo para personas en extrema pobreza y estudiantes	

to con una caída en los precios de los bienes, ha pesado sobre en el sector inmobiliario. Importantes desarrolladores como Evergrande han quebrado, añadiendo presión a la recesión que persiste en este sector desde 2021. Esta combinación de deflación y crisis inmobiliaria han intensificado los desafíos de financiamiento para el gobierno, provocando fuertes caídas en los ingresos por impuestos y ventas de tierras.

Las actuales presiones deflacionarias de China pueden explicarse por varios factores. Por ejemplo, los altos niveles de deuda de los gobiernos locales han llevado a retrasos en el pago de salarios a empleados, reduciendo el ingreso disponible y debilitando la confianza del consumidor. Otra explicación es el aumento del

desempleo juvenil. Mientras la tasa de desempleo urbano oficial ronda el 5%, el desempleo entre las personas menores de 24 años se acerca al 20%. Aunque algunos analistas atribuyen la deflación a problemas de oferta monetaria, el panorama general sugiere que los hogares están adoptando una mentalidad de "esperar y ahorrar," recortando el gasto mientras anticipan nuevas caídas en los precios. ¿Por qué gastar ahora si probablemente los precios seguirán bajando?

En un esfuerzo por aumentar el consumo, el gobierno chino ha inyectado préstamos en el sector industrial. Sin embargo, esto ha resultado en gran medida en un exceso de oferta de bienes de consumo en un momento de baja demanda, creando una presión adicional en

2. Ingresos por impuestos y venta de tierras



los precios. La importancia de esta tendencia deflacionaria es enfatizada por la política económica de Xi, que se centra en gran medida en impulsar el consumo interno.

El ambiente deflacionario se ve reflejado en los desafíos del sector inmobiliario chino. Hace unos años, el gobierno promovió el desarrollo acelerado de bienes raíces, a cualquier costo, que ha resultado en un exceso de propiedades vacías hoy en día. Un problema particular si lo comparamos con otros mercados desarrollados. Este excedente de propiedades ha llevado al Politburó

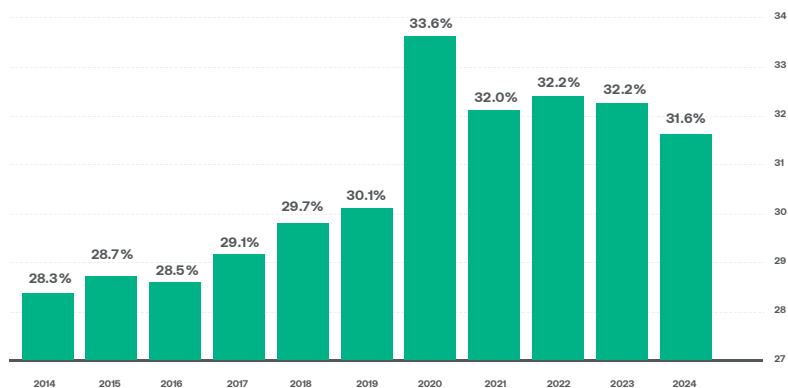
a tomar medidas directas, con el objetivo de “detener la caída” en los precios de las viviendas mediante la flexibilización de las restricciones de compra en ciudades de primer y segundo nivel. Para ilustrar la caída significativa en los precios de los bienes raíces, el gráfico 4 compara la reciente caída en los precios de viviendas con las crisis inmobiliarias observadas en 2006 en Estados Unidos y en 1991 en Japón.

Por lo tanto, China enfrenta una “tormenta perfecta” para la deflación: 1) gobiernos locales endeudados incapaces de impulsar el crecimiento del empleo y el

3. Porcentaje de ingresos disponibles de los hogares chinos

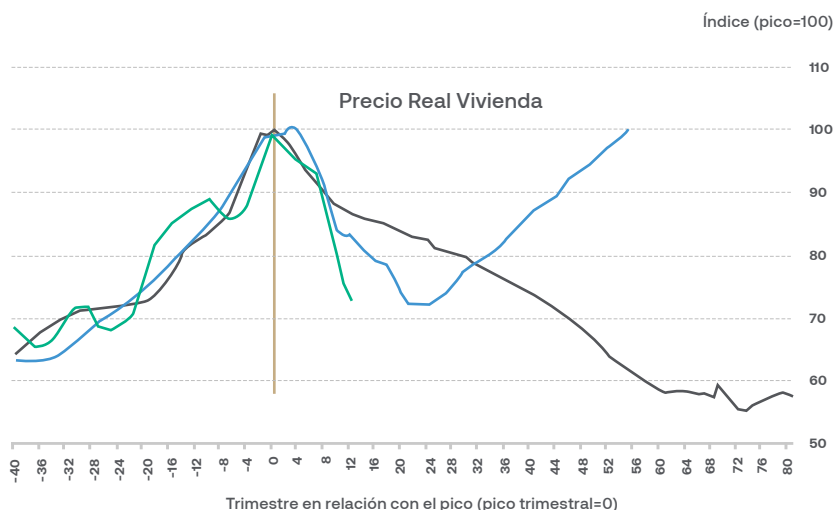
Tasa de ahorro de los hogares encuestados en China en el 3T24 (% del ingreso disponible, suma de los últimos 4 trimestres)

Fuente: CEIC, Morgan Stanley Research



4. Declive de los precios de viviendas en China comparado con la crisis de vivienda en EE.UU. y Japón

- China (2021 T3)
- EE.UU. (2006 T1)
- Japón (1991 T1)



Fuente: Haver Analytics, Centaline, Goldman Sachs Global Investment Research

gasto del consumidor; 2) hogares que ahorran en lugar de gastar en un mercado de consumo saturado; y 3) propiedades vacías en exceso que reducen los precios de los bienes raíces. Juntos, estos factores crean un ciclo que profundiza las presiones deflacionarias y complica los objetivos de crecimiento económico del país.

Como se ilustra en la Tabla 1, las recientes medidas del gobierno chino abarcan políticas monetarias, de vivienda y fiscales. En el frente monetario, el país ha reducido las tasas MLF y RRR, lo que permite a los bancos procesar mejor el riesgo y extender más préstamos a consumidores y empresas. La reducción de la tasa LPR está diseñada para reducir la rentabilidad de los depósitos, motivando a las personas a retirar sus ahorros para estimular el gasto. Finalmente, los swaps de yuanes y las facilidades de refinanciamiento buscan incentivar a los consumidores y empresas a invertir y participar en el mercado de valores.

En el sector de la vivienda, el gobierno está trabajando activamente para reducir los obstáculos para los posibles compradores de vivienda, flexibilizando los requisitos de compra y facilitando las adquisiciones estatales de propiedades. Esta iniciativa tiene como

objetivo transformar las propiedades vacías en soluciones de vivienda asequible. En el frente fiscal, China planea emitir deuda para abordar el exceso de inventario en el mercado de la vivienda mientras simultáneamente mejora los balances de los gobiernos locales. Finalmente, el gobierno presentará subsidios específicos, incluidos cupones de consumo en ciudades de primer nivel o subsidios a los desempleados, para promover el gasto del consumidor e impulsar la actividad económica en general.

El viernes 8 de noviembre, el Congreso Nacional del Pueblo (NPC por sus siglas en inglés) concluyó una sesión de cinco días, aprobando un paquete fiscal de cinco años de CNY 10tn (~USD 1.4tn) para abordar las preocupaciones de deuda de los gobiernos locales. Este paquete es el primer paso del estímulo fiscal, y los mercados ahora esperan medidas para reducir el inventario de viviendas y apoyar al consumidor. Se espera que los próximos anuncios del PCC sobre política fiscal se alineen con posibles acciones del gobierno de EE. UU. Para dar contexto, los analistas estiman que un arancel del 20% sobre las exportaciones chinas podría reducir el PIB de China en 0.7%, mientras que un arancel del 60% podría resultar en una contracción de 2%. Estos impactos esperados sugieren

que las estrategias de respuesta serán centrales en las discusiones del gobierno chino. Con la posibilidad de una guerra comercial más grande y profunda, nos queda preguntarle al PCC: ha pasado mucho tiempo; ¿cómo has estado?

¿Dónde nos deja esto como inversionistas?

Al momento de escribir esto, Trump ha sido elegido presidente de EE.UU., lo que podría introducir riesgos adicionales para las inversiones potenciales en China. Un arancel propuesto del 60% a las importaciones de EE.UU. cambiaría fundamentalmente el comercio internacional, con efectos significativos en las cadenas de suministro globales. Aunque podríamos especular sobre qué sectores podrían sufrir o beneficiarse en medio de una guerra comercial, tal enfoque sería poco práctico para los inversionistas en esta etapa. Revisaremos estas consideraciones con mayor profundidad una vez que surjan propuestas concretas de la administración Trump.

Mientras tanto, vemos una oportunidad interesante en el sector tecnológico de gran capitalización - *large cap* - de China. En primer lugar, es importante señalar que invertir en acciones chinas requiere un horizonte a largo plazo y una alta tolerancia al riesgo. Dada la naturaleza autocrática del gobierno, las decisiones políticas a menudo se toman para priorizar los beneficios de los consumidores sobre los intereses de los accionistas. Por ejemplo, cuando Xi Jinping buscó establecer a China como líder mundial en vehículos eléctricos (EV), surgieron 130 productores de EV, haciendo que vehículos como el BYD Seagull estuvieran disponibles por menos de USD 10,000. Con esto en mente, las acciones chinas siguen siendo un punto importante de incertidumbre. La reciente proclamación del gobierno ha sido bien recibida por los mercados. Sin embargo, aún no estamos completamente convencidos de que el

reciente repunte de las acciones no sea una reacción temporal. En teoría, si China fuera un mercado capitalista, el consumidor chino tendría la última palabra. En realidad, el consumidor chino tiene la palabra hasta que interviene el gobierno. Un inversionista que desee invertir en este mercado debe hacerlo con mucha cautela, limitando su exposición o “probando las aguas”. Sin embargo, creemos que un enfoque de “esperar y ver” podría ser lo más prudente. Dicho esto, incluso si la próxima administración de EE.UU. impusiera un arancel del 60% a las exportaciones chinas, compañías establecidas como JD.Com, Baidu y Alibaba (BABA) están sólidamente posicionadas, con bases de consumidores amplias que van más allá de Estados Unidos.

El ETF más popular para invertir en China es el iShares Large Cap China ETF (FXI). Algo que se debe tener en cuenta al invertir en este país es que, en general, los inversionistas internacionales tienden a migrar hacia ciertas acciones como proxy para invertir en este mercado, principalmente Alibaba, Baidu, Tencent, JD.Com, etc. Básicamente, grandes tecnológicas de gran capitalización. Esto es importante porque, como sabemos, el mercado accionario de China ha tenido un rendimiento muy pobre, no porque las empresas sean malas, sino por el temor al riesgo que representa el gobierno chino, un riesgo que es difícil de cuantificar para los mercados. Como resultado, los inversionistas globales pueden optar por adoptar un enfoque de “esperar y ver”. Por lo tanto, es más probable que, a medida que los inversionistas internacionales comienzan a invertir en el país, lo hagan a través de empresas en el sector tecnológico de gran capitalización, mencionado anteriormente, que también forman parte de FXI. En este punto, invertir en acciones chinas, incluso si involucra a las empresas tecnológicas de gran capitalización que mencionamos anteriormente, es similar a comprar una buena casa en un barrio cuestionable. Podría ser una gran inversión si el barrio mejora eventualmente, pero no es para todos. Nueva-

mente, es importante señalar que las ideas potenciales mencionadas anteriormente solo son adecuadas para clientes con una alta tolerancia al riesgo. ■

Análisis por clases de Activos

	TÁCTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
Asignación Global de Activos		
Renta Variable	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Efectivo	NEUTRAL	NEUTRAL
Segmentación Regional		
Renta Variable EE.UU. ¹	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Europea	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Mercados Emergentes	SUBPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable China	NEUTRAL	NEUTRAL
Bonos del Tesoro EE.UU. ²	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Grado de Inversión	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija Soberana Emergente	NEUTRAL	NEUTRAL
Dólar Americano	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Energía ³	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Metales Preciosos	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR

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 Financial Group, LLC comprende una serie de empresas operativas dedicadas a la oferta de productos y servicios de corretaje y asesoría en varias jurisdicciones, principalmente en América Latina. Los productos y servicios de corretaje se ofrecen a través de Insigneo International Financial Services, LLC, con sede en Puerto Rico, y de Insigneo Securities, LLC, con sede en Miami. Ambos son miembros de Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (conocida por sus siglas en inglés "FINRA") y de la Corporación de Protección de Valores de Inversionistas (conocida por sus siglas en inglés "SIPC") <https://www.sipc.org>. Los productos y servicios de asesoría de inversiones se ofrecen a través de Insigneo Advisory Services, LLC, un asesor de inversiones registrado en la Comisión de Bolsa y Valores. En Uruguay, los servicios de asesoría se ofrecen a través de Insigneo Asesor Internacional S.A., Insigneo Gestor Internacional S.A, Insigneo Asesores de Inversión Latam, SRL e Insigneo Asesores de Inversión de Uruguay, SRL, en Argentina a través de Insigneo Argentina, SAU y en Chile a través de Insigneo Asesorías Financieras, SPA. En conjunto, estos nueve negocios operativos conforman Insigneo Financial Group. Para obtener más información sobre los corredores de bolsa, incluidos sus conflictos de intereses y prácticas de compensación, visite <https://insigneo.com/disclosures> o visite www.finra.org. Para obtener más información sobre Insigneo Advisory Services, LLC y cualquier conflicto relacionado con sus servicios de asesoría, consulte su Formulario ADV y el folleto que se pueden encontrar en el sitio web de Investment Advisor Public Disclosure <https://adviserinfo.sec.gov/>

PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas. Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital. La información base del presente informe puede

sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.