

Recuperación gradual en China: optimismo cauteloso con algunos lastres

- La economía china ha aumentado la velocidad de su recuperación en el último mes y algunos sectores ya han recuperado casi completamente la normalidad.
- Con todo, se trata de una recuperación heterogénea: la actividad de algunos sectores de servicios, como hostelería, ocio y restauración, continúa muy por debajo del nivel precrisis lastrada por la debilidad del consumo presencial.
- En su conjunto, la mejora invita a un optimismo cauteloso siendo conscientes de que la sombra de la COVID-19 es alargada y que se tardará en normalizar plenamente la actividad agregada.

Mucho se está hablando de la velocidad de la recuperación del gigante asiático tras el mazazo que la COVID-19 asestó a su economía en el 1T (caída intertrimestral del 9,8%). ¿Es rápida o es lenta? Calibrar con todos sus matices la velocidad de la recuperación en China y sus características es especialmente importante, dado que se trató del primer país afectado por la COVID-19 y que logró contener la epidemia ya a finales del 1T tras adoptar estrictas medidas de reclusión. De esta manera, China va «un trimestre por delante» y se trata de un buen termómetro que nos puede dar pistas sobre cómo evolucionarán las economías avanzadas en los próximos meses.

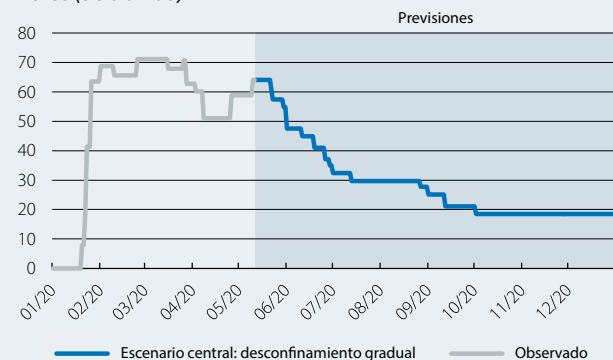
Como se observa en el primer gráfico, las medidas de distanciamiento social tomadas por China, sintetizadas en el índice creado por la Universidad de Oxford, fueron bastante severas y todavía permanecen en niveles intermedios. Las cautelas son muchas y, de hecho, a finales de abril en algunas regiones se volvió a restringir la movilidad y, en mayo, se conminó a los ciudadanos de algunas regiones a permanecer en sus casas. No obstante, cabe esperar que, si no hay rebrotes, el índice de medidas de distanciamiento social baje de los niveles actuales (algo por encima de 60 puntos sobre 100) a otros mucho más bajos (cerca de los 20 puntos) a finales de año. De esta forma, la relajación de estas medidas podría dar un impulso importante a la economía en la segunda mitad del año una vez se haya alcanzado la «nueva normalidad» (en la segunda mitad del año esperamos una recuperación del crecimiento del PIB que podría situar el crecimiento promedio alrededor del 1,0% en 2020).

Una recuperación gradual y heterogénea

La recuperación china se puede dividir en dos fases: una muy lenta en marzo y la primera mitad de abril, y una segunda más alentadora, aunque heterogénea por sectores. Desde entonces, en algunos sectores –como la construcción, las manufacturas o la automoción– la actividad se ha normalizado casi completamente respecto a los niveles previos a la COVID-19, pero en algunos sectores de servicios –como hostelería, ocio y restauración– la actividad sigue muy por debajo de lo normal (según una encuesta de Gavekal Dragonomics, hasta finales de abril el

China: distanciamiento social según la evolución de la COVID-19

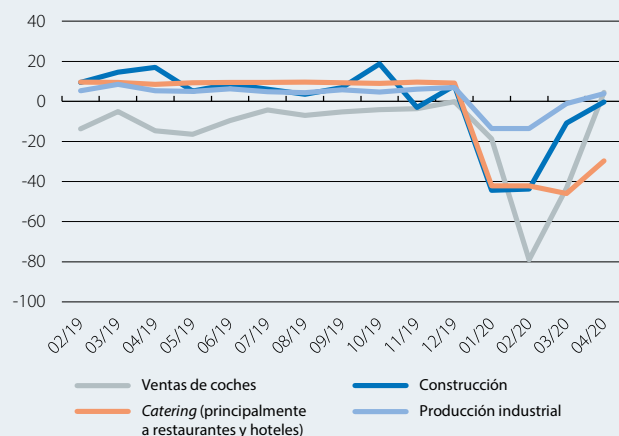
Índice (de 0 a 100)



Nota: Este índice va de 0 (laxitud total) hasta 100 (máximo nivel de severidad), donde se coge un agregado de medidas de distanciamiento social y se normaliza su promedio en este rango.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Universidad de Oxford.

China: actividad por sectores

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del National Bureau of Statistics y del China Academy Index.

64% de los chinos había ido a comer a un restaurante, el 53% había ido a un centro comercial y solo el 15% había vuelto al gimnasio).

Y es que la debilidad del consumo, junto con el mantenimiento de medidas de distanciamiento (restricciones de aforo a eventos públicos y limitaciones a la hora de realizar actividades de ocio), tendrá un efecto duradero que dificultará que muchas actividades del sector terciario

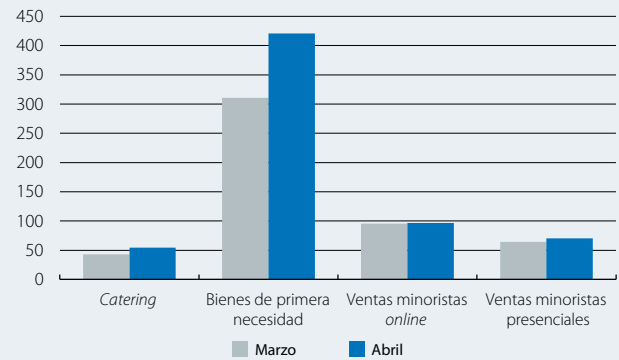
puedan recuperar su dinamismo a lo largo de 2020. Ello complicará que la demanda agregada recupere su valor precrisis y continuará lastrando una recuperación plena. Motivos para el menor dinamismo del consumo no faltan: desde el impacto negativo de los efectos de la COVID-19 sobre el mercado laboral (solo el 25% de los trabajadores reportaban en marzo haber mantenido su salario invariado), hasta un cambio de hábitos en la manera de consumir relacionado con un cierto «efecto miedo», pasando por un mayor ahorro por motivos de precaución. Las autoridades chinas son conscientes de estos hándicaps y, desde el 7 de mayo, los hoteles, restaurantes y tiendas ya pueden abrir y operar con normalidad y los espacios recreativos (cines, parques, museos o gimnasios) pueden reabrir, aunque con restricciones de aforo. Estas medidas tienen el objetivo de que la incipiente mejora del consumo se vaya consolidando.

Los cambios de hábitos en la forma de consumir ya se han empezado a vislumbrar y puede que algunos de ellos hayan venido para quedarse, lo que puede provocar una reconfiguración sectorial significativa en la economía china. En concreto, observamos que en los meses de marzo y abril las ventas *online* se han mantenido al mismo nivel que en el promedio de 2019, mientras que las ventas minoristas presenciales han mostrado una actividad entre el 30% y el 36% por debajo de lo normal. En otras palabras, la resiliencia del comercio *online* –de hecho, su peso en el consumo total ha pasado del 12% a principios de 2016 al 30% actual– ha sido fundamental para evitar que el desplome económico fuera todavía más acusado. Otro tanto se puede afirmar del consumo de bienes de primera necesidad, que en abril se situaba más de un 400% por encima de su promedio de 2019, mientras que, en el otro reverso de la moneda, el *catering* para hoteles y restauración se emplazaba todavía un 50% por debajo de lo normal.

A pesar de las dificultades y de los efectos duraderos de la COVID-19 comentados, es innegable que el repunte de

China: una recuperación heterogénea

Variación de ventas respecto al promedio de 2019 (%) *

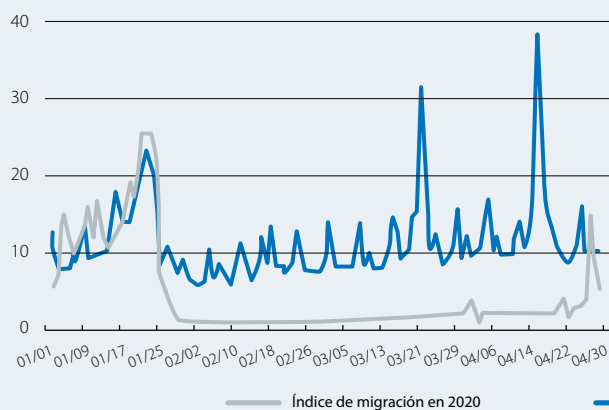


Nota: * Para calcular el promedio de ventas minoristas online y presencial de 2019 hemos excluido los meses correspondientes al Año Nuevo chino y a la celebración del Día del Soltero para evitar problemas de estacionalidad.
Fuente: CaixaBank Research.

varios sectores económicos en abril, tras aumentar una marcha la actividad en la segunda mitad de dicho mes, es esperanzador y nos permite hablar de un «optimismo cauteloso» en estos momentos. Una lectura algo más positiva también se obtiene cuando observamos los datos de movilidad de China recolectados por Baidu (el llamado «Google chino»). En la ciudad de Pekín, por ejemplo, la movilidad, medida a partir de las personas que salían de la ciudad, escaló de forma importante a finales de abril. No obstante, los flujos de entrada de personas a Pekín seguían siendo anormalmente bajos, lo que puede estar relacionado con la generalización del teletrabajo y los estragos del virus sobre el mercado laboral (se calcula que una quinta parte de los trabajadores chinos que salieron de su lugar de trabajo para celebrar el Año Nuevo chino a finales de enero todavía no habían regresado a finales de abril a sus lugares de trabajo). Otro elemento positivo está relacionado con el modesto número de empresas que han quebrado: los datos no muestran un aumento significativo de las quiebras respecto a la primera mitad de 2019,

Movilidad: salidas de Pekín

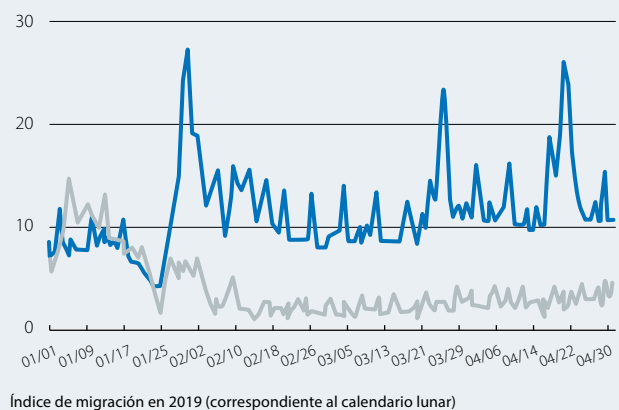
Índice de migración



Nota: Cada unidad del índice corresponde aproximadamente a 50.000 personas. Así, un valor de 30 sería 1,5 millones. El índice dejó de publicarse desde principios de mayo.
Fuente: Baidu Qianxi.

Movilidad: entradas a Pekín

Índice de migración



posiblemente una consecuencia positiva de las medidas de las autoridades chinas para aumentar la liquidez de los mercados y empresas (menos restricciones desde febrero a la emisión de nuevos bonos corporativos para refinanciar deuda e inyecciones de liquidez en los mercados financieros).

¿Qué valoración podemos hacer? Hacia un optimismo cauteloso

Lo deseable cuando un economista realiza un análisis como este es poder dar una respuesta clara y en una dirección inequívoca. En el caso de la recuperación china esto se complica debido a la gran heterogeneidad según el sector que analicemos y ello dificulta determinar hasta qué punto las cosas han mejorado.

Para ayudarnos a dilucidar esta cuestión, hemos analizado la evolución de nuestro indicador de actividad, que estima el estado de la economía china a través de indicadores relacionados de forma directa con la actividad económica del país, como el consumo eléctrico o las ventas de coches.¹ Los resultados avalan un escenario de optimismo cauteloso: el índice de actividad solamente cayó un 0,3% interanual en abril, tras desplomarse un 8,5% en el 1T (la caída interanual del PIB fue del 6,8%), una evolución más alentadora de lo esperado (correspondería a un rebote trimestral algo mayor del 8%, muy por encima de la mayoría de previsiones).

A pesar de que tenemos más motivos para este optimismo cauteloso que hace un mes, debemos recordar que hay razones para ser especialmente prudentes y no echar las campanas al vuelo. De hecho, la incertidumbre es tan elevada que, por primera vez, el Gobierno chino no ha fijado un objetivo de crecimiento para 2020. Así, por un lado, nuestro índice de actividad no capta con suficiente precisión la evolución del sector exterior y todo apunta a que la debilidad de la demanda mundial se traducirá en un desplome de las exportaciones chinas en el 2T que contrarrestará el mayor empuje de la demanda doméstica. En particular, según los escenarios de comercio asiático de la Organización Mundial del Comercio, las exportaciones chinas se podrían contraer entre el 30% y el 50% interanual en la primera mitad de 2020, lo que implicaría un efecto negativo muy importante sobre el crecimiento intertrimestral del PIB en el 2T.²

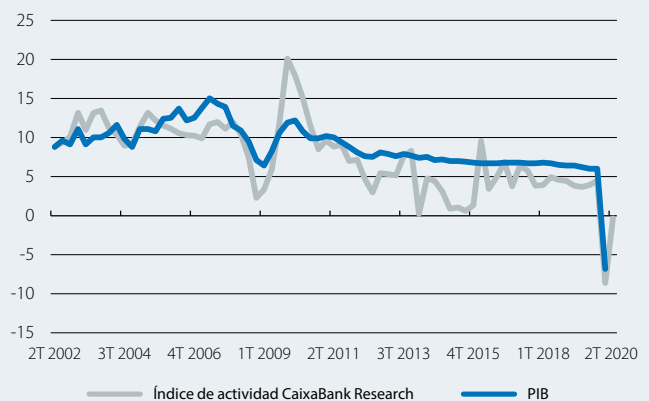
Por el otro lado, la situación actual es extremadamente frágil e inestable, de modo que nuevos rebotes pueden obligar a dar marcha atrás en la relajación de las restricciones (a finales de marzo ya se abrieron los cines y teatros, pero se volvieron a cerrar en tan solo cinco días). Por ejemplo, un artículo que analiza el consumo de las familias chi-

1. Presentamos nuestro indicador por primera vez en el Focus «[El crecimiento económico de China bajo la lupa: pasa do, presente y futuro](#)» en el IM02/2018.

2. Teniendo en cuenta que las exportaciones representan el 17% del PIB, el efecto negativo sería de entre 5 y 13 p. p.

China: índice de actividad versus PIB oficial

Variación interanual (%)



Nota: El crecimiento del índice de actividad del 2T se obtiene a partir de los datos del mes de abril.
Fuente: CaixaBank Research.

nas a partir de los movimientos de las tarjetas de crédito³ muestra cómo el incipiente repunte del consumo a finales de marzo se frenó en seco en la primera mitad de abril por el miedo a un nuevo rebote tras la aparición de nuevos focos locales de SARS-CoV-2.

En definitiva, China ha acelerado de forma notable en el último mes en su ritmo de recuperación, de forma que carece de sentido hacer lecturas tremendistas de la situación –y el estímulo fiscal de la segunda mitad de 2020 también ayudará⁴–. Sin embargo, la debilidad del sector servicios (que representa el 52% del PIB), el mantenimiento de medidas de distanciamiento y los efectos duraderos del virus sobre el consumo y el mercado laboral se prolongarán el tiempo necesario hasta que se normalice plenamente la actividad. Así que toca ingerir unas ciertas dosis de optimismo... *ma non troppo*.

Javier Garcia-Arenas

3. Véase Chen, H., Qian, W. y Wen, Q. (2020). «The impact of the COVID-19 pandemic on consumption: Learning from high frequency transaction data». Disponible en SSRN 3568574.

4. En el marco de la Asamblea Popular Nacional, el Ejecutivo ha anunciado un aumento del objetivo de déficit público para este año de hasta al menos el 3,6% del PIB (por encima del 2,8% en 2019). Aunque el incremento no parece muy relevante, cabe tener en cuenta, sin embargo, que el Gobierno está impulsando también, y de forma considerable, el gasto y la inversión de empresas públicas y entidades locales que no entran dentro del perímetro del presupuesto del Gobierno (un gasto que podría situarse en torno al 3% del PIB).