



# NOTA DE ANÁLISIS

septiembre de 2021

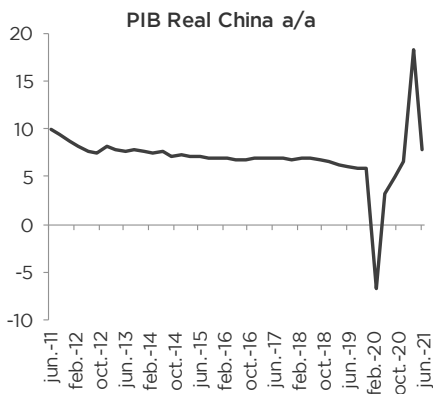
## Análisis últimos datos macro China

Los últimos datos de actividad publicados en China y correspondientes al mes de agosto han tenido un claro tono negativo, en parte debido al impacto que han tenido sobre la economía los cierres impuestos como consecuencia de nuevos brotes de la variante Delta en el país.

En esta nota queremos analizar brevemente cuáles son las referencias macro más importantes conocidas recientemente y valorar hasta qué punto estas señales de alerta deben ser tenidas en consideración.

**GRÁFICO 1: Evolución del PIB real en China**

Fuente: Bloomberg



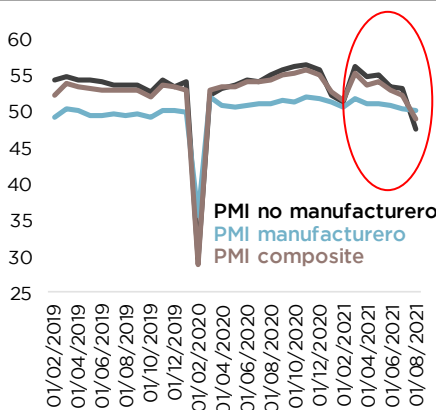
### El contexto macro en China presenta señales de desaceleración...

A pesar de haber recuperado los niveles de actividad previos a la crisis (ver gráfico 1), lo cierto es que las últimas referencias macro procedentes de China, sin llegar a mostrar un contexto excepcionalmente negativo, han comenzado a dar señales de una desaceleración relevante.

Muestra de ello son las últimas lecturas de los PMI's de agosto, donde el índice de servicios y el composite se situaron por debajo del nivel de neutralidad de los 50 puntos, marcando un contexto de contracción de la actividad. Es cierto, que una parte importante de este deterioro se explicaría por las restricciones impuestas para controlar los brotes de la variante Delta del Covid-19 aparecidos en varias regiones del país. Pero, en realidad, si miramos hacia atrás y vemos la tendencia de los indicadores desde el mes de marzo de este año, apreciaríamos que la misma es claramente a la baja (ver gráfico 2). Ello reflejaría que existe un problema que va más allá de un factor puntual como puede ser el brote de coronavirus en cuestión.

**GRÁFICO 2: Inercia bajista en los PMI's**

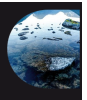
Fuente: Bloomberg



### ...con el consumo manteniéndose muy por debajo de los niveles pre-crisis...

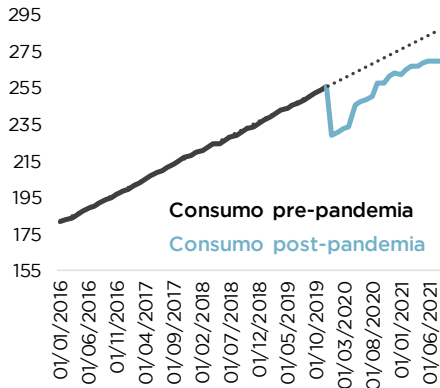
El impacto negativo derivado de la incidencia de Covid-19 se ha visto reflejado en el resultado contabilizado por las ventas al por menor a lo largo del mes de agosto, que decepcionaron de forma importante las expectativas del consenso (2.5% a/a vs 7.0% estimado).

Si retrocedemos hasta principios de 2020, cuando se produjo el estallido de la pandemia, observamos un desplome importante del consumo, como consecuencia del cierre que se produjo en el país. A día de hoy, si bien es cierto que la tendencia ha sido al alza, los niveles de gasto de 2019 ya se han recuperado y la tasa



## Análisis últimos datos macro China

GRÁFICO 3: Evolución del consumo pre y post- pandemia  
Fuente: Bloomberg

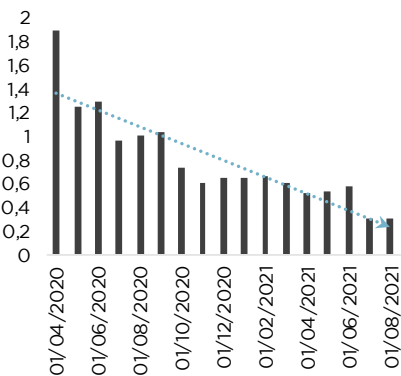


de paro oficial se mantiene en niveles muy bajos, lo cierto es que las ventas todavía estarían lejos de alcanzar la línea de tendencia que había antes de la crisis y, lo que es más importante, se estarían empezando a observar señales de fatiga en la dinámica de los últimos meses, que ponen en duda que dicho objetivo se vaya a alcanzar en un periodo de tiempo razonable (ver gráfico 3).

### ...y el sector manufacturero desacelerándose paulatinamente

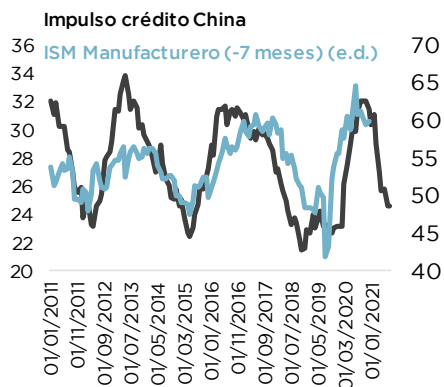
Por su parte, el sector manufacturero, que había liderado la recuperación post-pandemia, también está perdiendo fuelle, aunque de una forma más paulatina que el de servicios. Una muestra de ello estaría en los datos de producción industrial. En este sentido, si dejamos a un lado las lecturas interanuales, que pueden seguir viéndose afectadas por los efectos base derivados de la crisis y centramos nuestra atención en las variaciones mensuales, mucho menos expuestas a este problema, veríamos que la tendencia desde la segunda parte de 2020, sería claramente bajista (ver gráfico 4), lo que refrendaría esta idea en mayor medida.

GRÁFICO 4: Evolución de la producción industrial en evolución mensual  
Fuente: Bloomberg

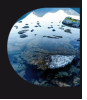


La debilidad de la demanda interna que hemos comentado anteriormente, junto con los elevados precios de las materias primas, serían dos de los principales elementos que estarían lastrando el comportamiento de las empresas manufactureras chinas. A esto habría que sumarle que el impulso del crédito en el país está cayendo de forma importante desde finales de 2020, como consecuencia de la campaña de desapalancamiento corporativo llevada a cabo por el Banco Central de China desde 2016 y que se había visto interrumpida por la aparición del Covid-19 y la necesidad de implementar políticas más expansivas para superar la crisis. De esta forma, al haber sido el primer país en sufrir y posteriormente “superar” la pandemia, las autoridades han empezado a reconsiderar los riesgos financieros derivados de la elevada deuda existente, volviendo a endurecer sus políticas con el objetivo de atajar el problema (ver gráfico 5). No cabe duda que todo ello supone un lastre macro de relevancia para el país, lo que también explicaría el sesgo de las referencias macro conocidas dándole un componente algo más “estructural” al problema, más allá de un evento concreto como puede ser la variante Delta.

GRÁFICO 5: Evolución impulso del crédito vs ISM manufacturero  
Fuente: Bloomberg



En este sentido, dado que las consecuencias de la pandemia no están superadas, el banco central y el gobierno podrían reconsiderar las políticas actuales e intensificar su apoyo a la economía. En cualquier caso, con los desequilibrios que siguen existiendo, no cabría esperar acciones especialmente agresivas. No obstante, en el caso de que se produzca un respaldo especialmente relevante, la incidencia para la actividad en el más corto plazo sería favorable, pero siempre a costa de incrementar los riesgos en el medio y largo.

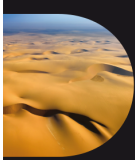


## Análisis últimos datos macro China

---

### Conclusiones

- El contexto macro en China empieza a dar señales de desaceleración como han puesto de manifiesto los últimos datos publicados por el gigante asiático.
- El sector servicios se ha visto fuertemente impactado por los cierres que se han seguido produciendo en determinadas regiones como consecuencia de brotes del virus, pero a pesar de ello se observa una dinámica de consumo muy por debajo de los niveles pre-pandemia.
- El sector manufacturero también empieza a dar señales de debilidad, como se observa de unos datos de producción industrial desacelerándose en sus variaciones mensuales desde el segundo trimestre de 2020.
- Todo ello en un contexto en el que las políticas de desapalancamiento implementadas por el Banco Central de China, reduciendo de forma importante el impulso del crédito, no hacen más que amplificar el problema.



Inverseguros S.V.  
DUNAS CAPITAL

**Análisis**  Tel. +34 914 26 38 20/6

**Borja Gómez (Director)**  
fbgomez@inverseguros.es

**Silvia Verde (Analista)**  
sverde@inverseguros.es

**Pedro Cid (Analista)**  
pcid@inverseguros.es

**Patricia Rubio (Apoyo)**  
correo@inverseguros.es

## AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, SAU (Entidad que pertenece al Grupo Dunas Capital) y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, SAU es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, SV no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de valores, SAU. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota. No obstante, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en relación, entre otros factores, a los resultados del Grupo Dunas Capital.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que alguna Entidad que forme parte del Grupo Dunas Capital o cualquiera de las IICs, ECR o FP gestionados por sus Entidades Gestoras, así como sus respectivos accionistas, consejeros directores o empleados, pueden tener una posición en el valor al que se refiere la presente Nota. Asimismo, Inverseguros Sociedad de Valores, puede negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

Cualquier Entidad de las que forman parte del Grupo Dunas Capital, así como sus empleados y directores, pueden emitir comentarios de mercado a sus clientes que difieran a las contenidas en la presente Nota.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.