

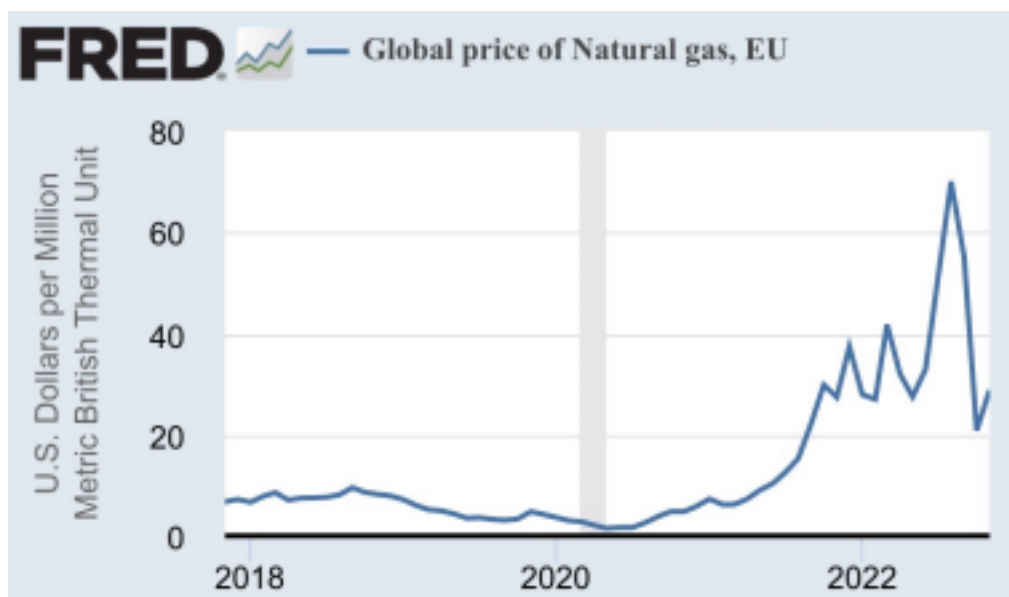


JCD

FEBRERO 2023

José Carlos Díez - Febrero 2023

Hemos pasado el ecuador del invierno en el hemisferio norte y **el precio del gas sigue estable y próximo a 50 €/MWh en Europa**. Las reservas de gas siguen en máximos y el precio ha dejado de reflejar el riesgo de cortes de suministro. Los que compraron el pasado verano futuros del gas a 350 euros podrían comprarlo ahora en mercado siete veces más barato. En los medios se habla de la especulación como si no hubiera riesgo, pero cuando tomas decisiones a futuro nadie conoce lo que va a pasar y siempre lo hay, para ganar, y para perder hasta la camisa, como en este caso.



Las causas han sido el frenazo en seco de la producción industrial mundial, principalmente por la caída en China, las medidas para reducir el consumo de gas en Europa, la capacidad para sustituir el gas ruso por noruego por tubo y de EEUU por barco, y por las renovables que han aumentado significativamente su instalación y producción gracias la subida de precios provocada por la guerra de Ucrania.

El riesgo surge después de que China elimine las restricciones a la movilidad de su política Covid cero. **La producción industrial del país asiático puede volver a repuntar y presionar al alza los precios de las materias primas, y también el gas**. La movilidad de personas durante el año nuevo chino fue muy superior a la del año pasado. Su PMI industrial subió 3 puntos en febrero hasta 50, nivel que anticipa recuperación industrial aunque ligera. Los precios del gas han tocado un suelo que es más del doble al observado en 2019, antes de la pandemia y que los riesgos aumentarían. Por lo tanto, y sin dudarlo, es una gran noticia que no se haya producido escasez de suministro este invierno. Pero aún conviene ser prudentes.



En el segundo semestre, EEUU registró un crecimiento promedio —anualizado— del 3% en su PIB. Como se observa en el gráfico anterior, comenzaron creando unos 600.000 empleos de media, cada mes, en el primer trimestre de 2022. Pero se fue moderando hasta los 250.000 empleos en el cuarto trimestre.

EEUU evitó la recesión y en enero el empleo ha vuelto a repuntar con fuerza hasta los 517.000 empleos. Los salarios se moderaron en el último trimestre del año pasado. Esto, junto a la caída de los precios del gas y del resto de materias primas, ayudaron a reducir las presiones de inflación.

El PCE core que usa la Fed para establecer su objetivo de estabilidad de precios lleva varios meses próximo al 3% anualizado. **Eso ha llevado a los inversores a rebajar sus expectativas de subidas de tipos de la Fed, y que acabarán próximas al 5%, como anticipé el pasado verano.** El bono a 10 años del tesoro llegó al 4,5% el pasado otoño y ahora está próximo a 3,7%. La inflación subyacente del PCE core se ha quedado próxima también al 5%. Son niveles muy inferiores a los de la crisis de los años ochenta. Y aún son favorables para la inversión y la creación de empleo.



En Europa, la economía se frenó en seco y apenas creció en el último trimestre de 2022, a diferencia de EEUU. EEUU tiene un saldo comercial neto positivo de gas (exporta más que importa) y ha logrado tener un precio mucho más bajo que en Europa, quien se ha visto más perjudicada por los precios. **La inflación europea comenzó a subir más tarde, pero ya es más elevada que la americana. Esto obligó al BCE a subir tipos.** Los tipos oficiales ya se sitúan en el 3%, aunque el tipo de referencia de mercado es el de la facilidad de depósito que sigue en el 2,5%. En el gráfico anterior se observa que el euro se ha apreciado con fuerza desde sus mínimos de octubre. Esto abarata las importaciones, especialmente las de petróleo, y la inflación.

El diferencial de tipos de 150 pb con los tipos del dólar que marqué como objetivo el pasado verano ha funcionado. En el momento en el que el mercado anticipó el fin de subidas de tipos de la Fed, y con un diferencial con el BCE próximo a 150 pb, el euro se ha estabilizado. Si la Fed finaliza con tipos próximos al 5%, el BCE acabará con tipos próximos al 3,5%. Teniendo en cuenta que la facilidad de depósito finalizaría en el 3% o el 3,25%, seguramente el techo del Euribor a un año está próximo al 3,5% —al que cerró la pasada semana.

La probabilidad de recesión en EEUU es reducida. Pero en Europa aún es probable, especialmente en Alemania donde el PIB cayó 0,2% en el 4tr22. No obstante, el escenario más probable es de una economía estancada, al menos durante este primer semestre de 2023. Si la inflación se modera en algún momento, la inversión de las empresas y el consumo de las familias se reactivará.

Producto interior bruto

Volumen encadenado. Tasas de variación intertrimestral (%)



En España, el PIB también se ha frenado en seco desde el pasado verano, cómo se observa en el gráfico anterior. Desde la pandemia el PIB ha registrado una enorme volatilidad que dificulta la medición y el análisis de la tendencia. La Agencia Tributaria publica sus datos de declaraciones de IVA en el mismo formato

que la contabilidad nacional. En el 4tr22, las ventas totales, equivalente al PIB, crecieron 1,3% trimestral, con el consumo privado aumentando un 2,2% trimestral y las exportaciones un 4,8% trimestral. El INE estimó una caída del consumo y de las exportaciones. Aún es superior la diferencia respecto a la inversión en equipamientos de las empresas. Mientras el INE estimó un desplome del 6% trimestral, la Agencia aportaba un dato que mostraba un estancamiento desde junio.

Cuando las empresas dejan de invertir lo hacen por varios factores: no tienen capacidad financiera suficiente; anticipan problemas de demanda y, por tanto, es más difícil rentabilizar la inversión o una mezcla de ambos factores. Todo ello suele llevar a un lugar: la destrucción del empleo. Pero los datos de afiliación a la Seguridad Social han seguido creciendo desde el verano y en enero se crearon 50.000 nuevos empleos. Si bien es cierto que los ciclos de inversión y el empleo son de más medio plazo que inmediatos.

El perfil del empleo en España en 2022 fue más similar al de EEUU que al de la Eurozona; lo que dota de más sentido el 5% de crecimiento anualizado que indica la Agencia Tributaria que al estancamiento que indica el INE. Los datos de la Agencia son de registro y mucho más fiables, mientras los datos del INE son provisionales y una estimación, a la espera de las encuestas estructurales anuales y sujetos a revisión.

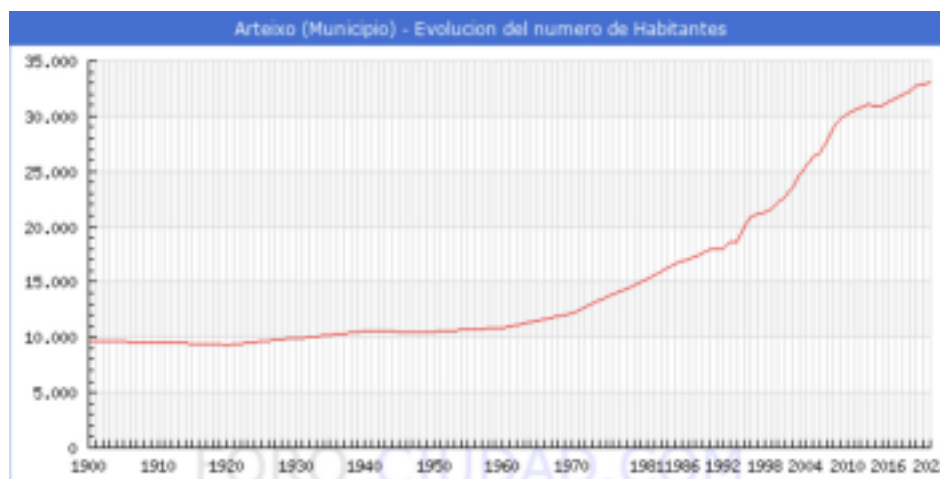


El problema de España es que es una economía muy dual. El gráfico anterior indica la evolución del empleo por provincias con respecto a enero de 2020, antes de comenzar el confinamiento durante la pandemia. Parte del centro, el sur, el levante y las islas han superado ampliamente los niveles de empleo. Mientras, las zonas en blanco apenas han creado empleo en tres años y las negras siguen aún por debajo. Las zonas industriales del noroeste y el centro peninsular son menos dinámicas. El automóvil sufrió la escasez de microchips en 2021 y por

esa razón Palencia y Valladolid siguen en negro. Valencia, Barcelona, Madrid y Sevilla también localizan empresas importantes de la industria del automóvil, pero su economía está más diversificada y hay otros sectores que tiran de la economía.

Solo Madrid ha creado uno de cada tres empleos del último año en España. Madrid y Barcelona acumulan la mitad y ocho provincias, incluyendo las islas, explican el 75% de la creación de empleo en España. La brecha territorial se está agrandando. Si tuviéramos el dato de creación de empleo cualificado, la concentración en Madrid especialmente sería mucho mayor. Eso supone mayor productividad y mayores salarios y es lo que atrae a los jóvenes a las grandes ciudades, además de la mayor oferta de ocio. Esto genera externalidades negativas como la subida generalizada de los precios de la vivienda y los alquileres —así como otros como la congestión o los problemas de contaminación— que es la principal limitación para atraer talento en estos momentos.

El PP acaba de presentar su plan para las zonas rurales, conscientes que Vox está en declive desde las pasadas elecciones andaluzas. Su propuesta es bajar los impuestos, aunque ya sabemos que luego cuando llegan al poder los suben. No obstante, en la campaña de las municipales habrá mucho debate sobre despoblación y zonas rurales. El PP copia la propuesta del Gobierno de reducir las cotizaciones a la Seguridad Social en Soria, Teruel y Cuenca, la generaliza sin detallar a qué provincias o zonas afectaría. También copia medidas aprobadas ya por gobiernos socialistas en Castilla la Mancha y Aragón, eliminando impuestos autonómicos en zonas rurales, pero de menos impacto. Anuncian una deducción para nuevas inversiones que no existe y si sería interesante, pero no la detallan.



Las bajadas de impuestos ayudarían sin duda a las zonas rurales, especialmente para acometer nuevas inversiones, porque tienen una rentabilidad menor en esas zonas. No obstante, son condición necesaria pero no suficiente. En el gráfico anterior puedes comprobar que la población de Arteixo se ha triplicado desde los años sesenta en Galicia, una zona muy afectada por la despoblación. ¿Qué ha pasado en Arteixo? Inditex se ha convertido en el líder mundial de *retail* y Amancio Ortega mantiene su sede en su pueblo. Las regiones necesitan crecimiento endógeno —hacerse grande apalancándose en sus

capacidades propias y únicas— y un parque empresarial competitivo e innovador. De lo contrario, puedes enterrar el PIB entero en ayudas públicas, bajadas de impuestos y fondos europeos y... continuará la despoblación.

Hoy lunes estaré en Asturias firmando un convenio con FADE, la patronal asturiana, y la oficina de crecimiento empresarial que ha abierto conjuntamente con el Gobierno de Asturias y que apoyamos desde [LUAfund](#). El gran objetivo es canalizar ahorro de los asturianos e invertirlo en empresas asturianas con alto potencial de crecimiento, que ya tenemos identificadas. Esas empresas son locales pero tienen planes de expansión internacional muy sólidos. También pueden ser empresas de fuera que quieran venir a buscar capital a Asturias y que se comprometan a invertir allí. Pero es más fácil invertir en los empresarios innovadores asturianos, que los hay, como lo eran Amancio Ortega y Rosalía Mera en los años ochenta.

Y el viernes estará en el Monasterio de Guadalupe, en Extremadura, con [la Cátedra LyVe de Alcalá](#) y la Fundación Yuste. **Explicaré cómo la energía renovable ya está reindustrializando la región con mayor riesgo de pobreza de España.** Acudirán varias empresas extremeñas a exponernos cómo con las renovables han reducido sus costes de energía, mejorado su competitividad y están creciendo y creando empleo. **Es bueno que los políticos pongan el foco en la despoblación, pero la solución será privada, o no será, porque requiere apoyar de forma decidida a los buenos empresarios innovadores, buenos trabajadores, bien formados, capital y financiación.**