

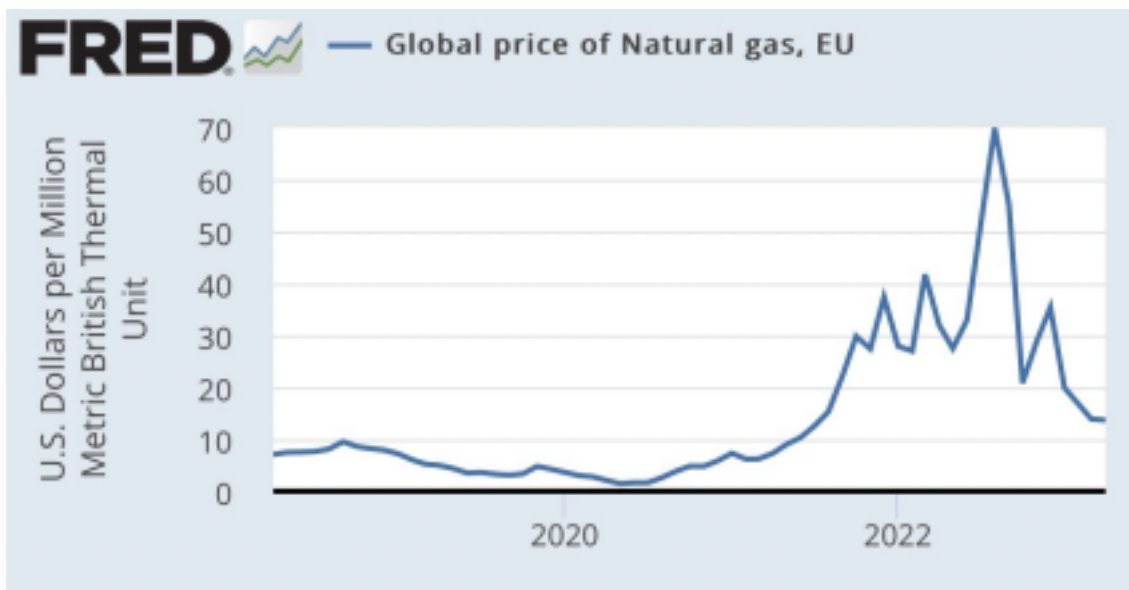


JCD

MAYO 2023

José Carlos Díez - Mayo 2023

Los precios del gas continúan cayendo, cómo se observa en el gráfico posterior. En España llegaron a un máximo de 250€/MWh en agosto de 2022 y esta pasada semana cotizaron próximos a 35€. La guerra en Ucrania continúa pero la crisis del gas remite. El precio del petróleo también cayó el último mes hasta 75\$/barril para la referencia Brent europea. Superó los 120 euros el pasado año, tras estallar la guerra en Ucrania. Los precios del transporte de contenedores ya están en niveles pre pandemia. **Los precios de los alimentos también caen.**



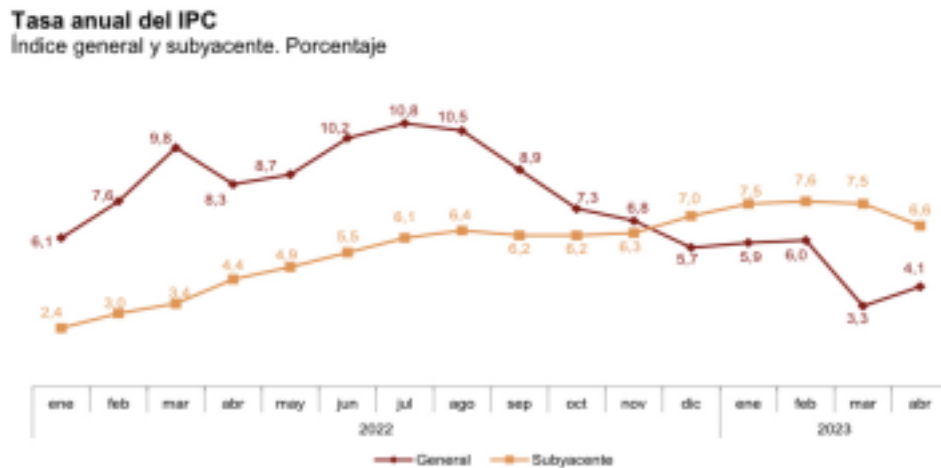
Todo esto ayuda a explicar que la inflación mundial se desinfle más rápido de lo previsto. En EEUU tanto la inflación general como la subyacente se mantienen próximas al 5% anualizado. Aún por encima del objetivo de la Fed, pero en niveles muy por debajo de crisis energéticas de las décadas anteriores.

La Fed está interviniendo activamente para mitigar la crisis de los bancos regionales que siguen sufriendo salida de depósitos y caídas de sus acciones de bolsa. Los mercados y las primas de riesgo siguen relativamente estables pero las encuestas ya anticipan una intensa restricción de crédito a familias y sobre todo a pymes.

Preocupa especialmente el mercado de oficinas que con el teletrabajo tiene la mayoría de edificios medio vacíos. **En este escenario lo más probable es que la Fed haya finalizado su ciclo de subidas de tipos y tenga que aceptar objetivos de inflación superiores al 2% de la última década.** El mercado descuenta ya recesión y la restricción de crédito puede ser la causa que la provoque.

En la Eurozona la inflación ha bajado al 7% pero la subyacente -excluyendo alimentos- está próxima al 5%. La inflación de bienes ya ha empezado a bajar

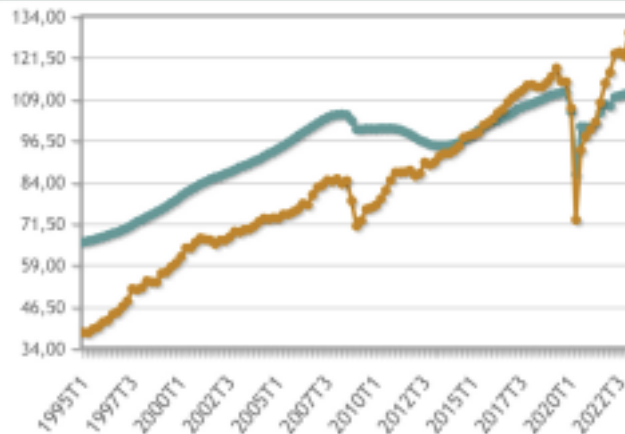
rápidamente y la de servicios sube ligeramente aunque parece que el techo estará próximo al 5% actual. **El BCE ha seguido el ciclo de la Fed con retraso. Por lo tanto, aún puede tener la tentación de hacer alguna subida adicional de tipos.** Si lo hace, el euro se apreciará con fuerza contra el dólar, conteniendo aún más la inflación de bienes importados. Las encuestas del BCE también anticipan mayor restricción de crédito a pymes en el área y sólo recogieron encuestas hasta tres días después de la quiebra del Silicon Valley. **Esta apreciación del euro, junto a la debilidad del crecimiento y el comercio mundial, puede provocar también una recesión en la Eurozona.** El Euribor cotiza al 3,8% y su techo está próximo.



En España la inflación ya está en el 4% y la subyacente ha empezado a bajar con fuerza por primera vez desde noviembre. Eliminando alimentos, la inflación subyacente española es inferior a la de nuestros socios europeos. Cuando yo estudiaba economía en la universidad a principios de los años noventa, nos enseñaban que lo más complejo para entrar en el euro sería que España cumpliera los objetivos de inflación de la convergencia. 30 años después tenemos una inflación de servicios más baja que los alemanes.

El logro ha sido de los trabajadores y de los sindicatos que los representan y también de las patronales que han seguido firmando convenios a pesar de no alcanzar un pacto de rentas como pedíamos los economistas. **Esa contención salarial fue determinante para que la economía no entrara en recesión el pasado año y destruyera empleo.** Y también para que se active inmediatamente la creación de empleo cuando el precio del gas ha bajado de nuevo a niveles razonables. Ahora las patronales y los sindicatos han alcanzado un acuerdo para este año y los dos próximos en los que el escenario más probable es que los trabajadores recuperen poder adquisitivo.

Contabilidad Nacional Trimestral de España: Principales Agregados, Datos ajustados de estacionalidad y calendario, Agregados macroeconómicos, Dato base



El PIB del 1tr23 creció 0,5% trimestral, cerca del 2% anualizado. Muy por encima de las previsiones que están siendo revisadas al alza, primero fue el FMI y la pasada semana el Banco de España. En el gráfico se puede observar que la línea naranja de exportaciones creció con fuerza y explica la mayor parte del crecimiento del PIB, que es la línea verde. **El tirón de las exportaciones arrastró el crecimiento de la inversión empresarial.** Así se han iniciado todos los ciclos expansivos de la economía española desde 1960. Salvo que la crisis financiera en EEUU contagie a nuestra prima de riesgo o el precio del gas vuelva a subir con fuerza, **las perspectivas de crecimiento del PIB y el empleo para el resto del año son muy positivas.**

Las exportaciones han superado ampliamente el nivel de antes de la pandemia. En el caso de las de servicios son un 10% superiores, tanto las de turismo como las del resto de sectores exportadores de servicios. Como se observa en el gráfico, **las exportaciones son el principal motor de la economía española desde 2008 cuando pinchó la burbuja inmobiliaria.** En el caso de exportaciones de servicios, España es una de las economías más competitivas del mundo y eso explica que se sitúen un 50% por encima de sus niveles de 2007.

España es una economía muy agradecida con alto potencial de crecimiento y creación de empleo y lo ha vuelto a demostrar. Nuestro problema es de productividad y de bajo contenido tecnológico y de innovación. Este debe ser el debate pero por desgracia ni ha entrado en el acuerdo entre empresarios y sindicatos. Es más, han acordado limitar el uso de la inteligencia artificial que es la revolución tecnológica en la que nos encontramos inmersos.

Sin aumentos de productividad, crecerá el empleo pero nuestros salarios seguirán siendo precarios para una amplia mayoría de la población, especialmente los jóvenes. Y con salarios precarios y elevada deuda pública el estado de bienestar tiene serios problemas de sostenibilidad.