



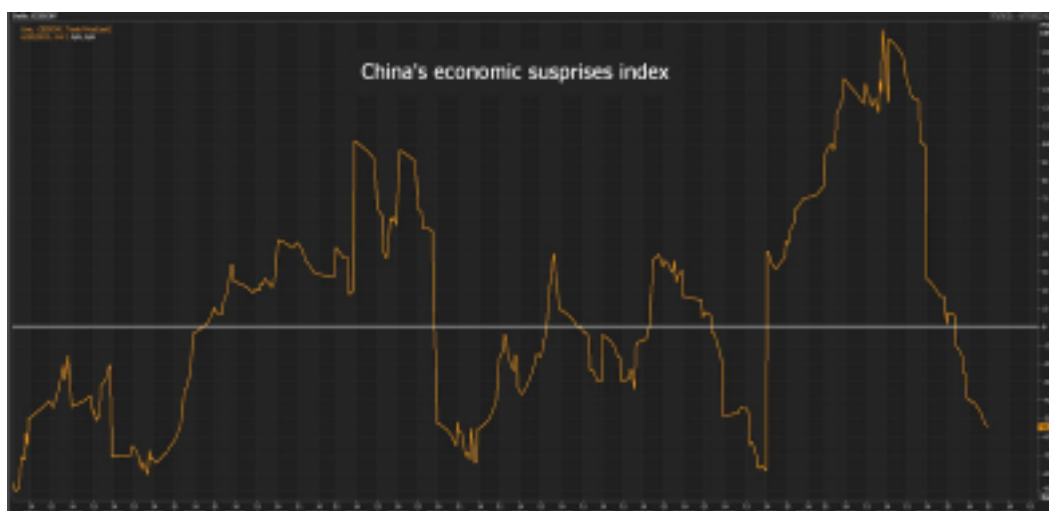
JCD

JULIO 2023

José Carlos Díez - Julio 2023

La economía mundial ha ido perdiendo intensidad en mayo y junio como anticipan los índices PMI industriales. **La causa principal ha sido el frenazo del crecimiento chino y la debilidad del consumo privado en Europa** ya que el consumo privado y el empleo en EEUU mantiene velocidad de crucero.

En el gráfico posterior se observa la cantidad de sorpresas y datos mejor de lo esperado en China desde enero hasta abril, coincidiendo con el final de la política de Covid cero y las restricciones a la movilidad. Y en mayo y abril la mayoría de datos económicos publicados han sido peor de lo esperado. Europa, que es una economía también muy dependiente de las exportaciones, como la china, especialmente Alemania también está teniendo datos peor de lo esperado en los dos últimos meses.



En clave de inflación, el menor crecimiento chino se deja notar en los precios de las materias primas. El petróleo se mantiene por debajo de 80 dólares/barril, a pesar de los sucesivos recortes de producción de la OPEP y de Arabia Saudí. El gas en Europa se mantiene próximo a 30 euros/MWh, muy lejos de los 300 que alcanzó el pasado verano y próximo a los 20 euros que costaba antes de la pandemia. Los inventarios están al 75% y la demanda cae en verano, por lo que sobra gas. No obstante, el futuro a un año en Mibgas en España cotiza próximo a 50 dólares. **Por lo tanto, la crisis del gas ha mejorado significativamente pero no ha acabado aún.**

Hubo un repunte de los precios del gas muy brusco el pasado mes y se asoció a la crisis interna posterior en Rusia con el grupo *Wagner* marchando sobre Moscú. La crisis duró apenas un fin de semana y los precios volvieron a caer. No sabemos las repercusiones internas en Rusia y lo debilitado que habrá quedado Putin pero el mercado no percibe riesgos políticos o sociales en Rusia a corto plazo.

A pesar del menor crecimiento, la inflación subyacente, especialmente del sector servicios que refleja mejor la dinámica de empleo y salarios domésticos, le cuesta dar señales de moderación. En EEUU sigue próxima al 6% anual y en la Eurozona al 5%. La Fed en sus actas reflejó las dudas de los miembros del Consejo y el mercado vuelve a anticipar otra subida adicional -incluso dos- y ha retrasado mucho el inicio del ciclo de bajadas. El bono a 2 años del Tesoro de EEUU, en el último mes, ha pasado del 4,5% al 5%.

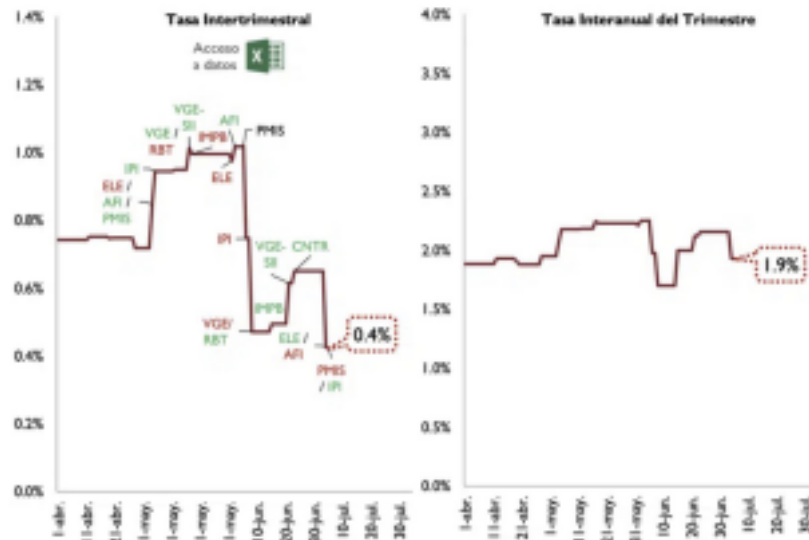


En Europa la situación es similar. Todos los años el BCE organiza un seminario en Sintra (Portugal) y **Lagarde ya anticipó una nueva subida en su próxima reunión de este mes.** Y el mercado espera otra subida adicional en su reunión de septiembre. El bono alemán a dos años también ha subido su rentabilidad, aunque 30 pb, menos que la del bono americano. Y el Euribor a un año ha superado el 4% y registrado su máximo nivel desde 2008.

Aunque el escenario de bajada de inflación se retrasa, el mercado ve el techo de las subidas de tipos próximo. El problema ahora es cuándo empezarán las bajadas y las expectativas, tanto en Europa como en EEUU, se están retrasando.

En clave del Euribor a un 1 año, el tipo que más influye en las familias y en las pymes españolas, ya incorpora esas dos subidas. Podríamos ver el Euribor al 4,25% o incluso al 4,5% aunque hoy parece poco probable. Pero el mayor impacto de las subidas para las hipotecas y los créditos de las empresas españolas ya lo hemos visto y las subidas ya serían marginales, aunque sobre unos costes financieros ya muy elevados.

El Banco de España en un informe reciente ya estima que el 9% de las familias se han visto muy afectadas por las subidas ya que los salarios han subido menos y más tarde que el Euribor. En el caso de las empresas han protegido mejor sus márgenes con subidas de precios y el impacto de las subidas de tipos ha tenido menos consecuencias, aunque también había un 10% de empresas altamente endeudadas desde la pandemia que estarán sufriendo mucho.



Fuente: AIREF. En verde sorpresas positivas, en rojo sorpresas negativas y negro valores en línea con lo estimado. Datos corregidos de variaciones estacionales y efectos de calendario. Contabilidad Nacional Trimestral (Base 2015=100).

La economía española mantiene un crecimiento próximo al 2% anualizado, similar al de EEUU, y por encima del de sus socios europeos que están estancados. No obstante, como se observa en el gráfico anterior del modelo de predicción de PIB de la Airef, hubo sorpresas positivas en mayo que elevaron su previsión hasta el 1% trimestral y negativas en junio que la han bajado de nuevo al 0,4%. La previsión anual que es más estable se mantiene en el 2%.

Los datos de afiliación a la Seguridad Social de marzo y abril registraron un crecimiento muy intenso, en mayo siguieron creciendo pero la mitad y en junio se destruyeron 20.000 empleos.

La reforma laboral eliminó los contratos de obra y servicios y temporales y los cambió por fijos discontinuos y estamos viendo cambios de decisiones de contratación y despidos en la estacionalidad de la serie. Por esa razón, conviene suavizar los datos muy positivos y también los muy negativos como el de junio y quedarnos con la tasa anual y la tendencia. El año pasado junio también registró destrucción de empleo y luego los datos de julio y agosto fueron positivos. La tasa anual del empleo se mantiene en el 2,5% y comenzó el año en el 3%.

Se nota una normalización del empleo en las provincias turísticas y sólo Madrid mantiene un crecimiento del 4%, similar al de enero, y explica uno de cada cuatro empleos creados en España.

Evolución anual del IPC¹ Índice general y subyacente. Porcentaje



¹ El último dato se refiere al indicador adelantado.

La inflación sigue dando noticias positivas y se situó de nuevo por debajo del 2% por primera vez desde marzo de 2021. **Los salarios negociados en convenio ya crecen por encima del 3% y los trabajadores comienzan a recuperar parte de la pérdida de poder adquisitivo desde el 2021, pero muy lentamente.** El PIB crece gracias a las exportaciones ya que el consumo privado cae desde el pasado verano. La confianza de los consumidores en su propio hogar se desplomó el pasado año a mínimos de 2012 por la subida de la inflación y desde enero se ha recuperado por la bajada de los precios del gas y de la electricidad, aunque aún no ha llegado a niveles pre pandemia.

La inflación de alimentos sigue en el 6% y la de alimentos por encima del 10% y eso sigue afectando a la renta disponible de muchas familias, especialmente de renta media y baja. Las elecciones municipales forzaron el adelanto de las generales y las encuestas dan una clara ventaja al PP, aunque aún hay dudas si podrá formar gobierno con o sin Vox. **Si el PP consigue formar gobierno sería la primera vez que lo hace sin que la tasa de paro esté por encima del 20% como en 1996 y en 2011.** Es difícil analizar las decisiones de votos de millones de españoles pero todo parece indicar que el empleo y la tasa de paro no serán determinantes en estas elecciones o el Psoe estaría liderando las encuestas y sacando un resultado mejor.

Tampoco parece que sea muy determinante la inflación ya que la subida brusca el pasado año sí coincidió con una mejora de intención de voto del PP y una caída del Psoe. Pero la fuerte caída de inflación desde el pasado mes de agosto que se observa en el gráfico apenas ha influido en la tendencia de los promedios de encuesta de intención de voto ni a favor del Psoe, ni en contra del PP.

Como en todas las elecciones generales voy a analizar en mi blog los programas electorales de los principales partidos. En esta ocasión, del PP, PSOE, Sumar y Vox. El último fin de semana de julio os enviaré un nuevo informe analizando los

resultados de las elecciones y los posibles pactos electorales en clave económica para la próxima legislatura. **Lo que sí podemos decir hoy es que la política y las elecciones están teniendo una influencia mínima en la evolución del empleo y las decisiones de empresas y familias.**

España tiene un grave problema de deuda pública desde 2010, de bajo crecimiento de la productividad desde 2000 y de precariedad salarial y desigualdad desde 2008 y necesita un plan integral que ataque a los tres objetivos a la vez. La combinatoria de medidas de política económica para conseguir los tres objetivos son infinitas pero ya te anticipo que ninguno de los cuatro partidos incluye un plan creíble y detallado para conseguirlo.