

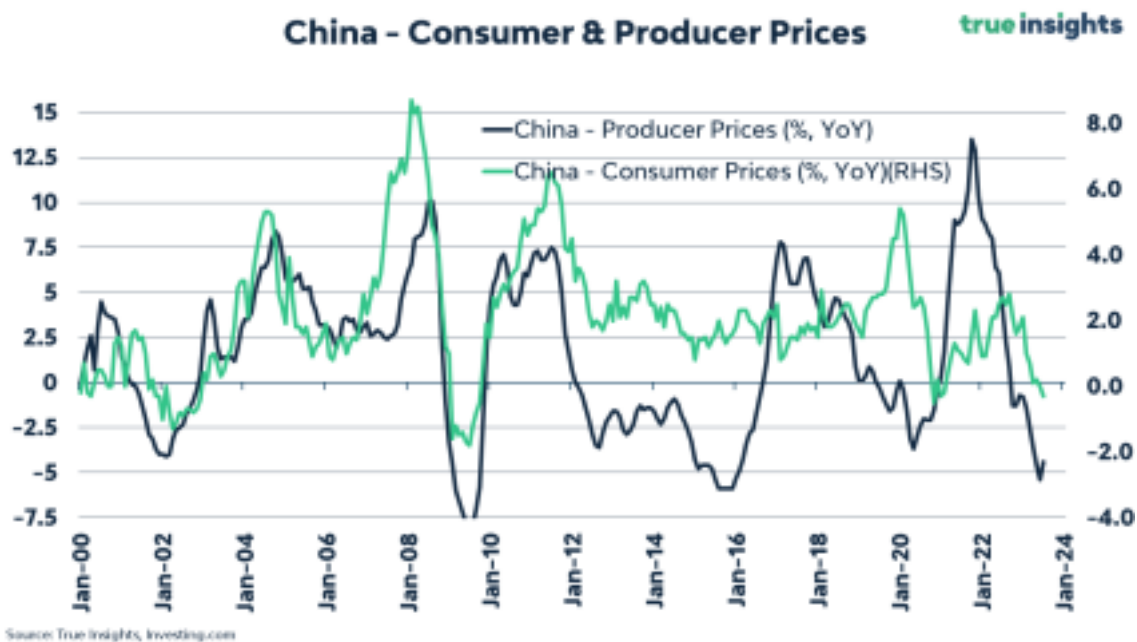


JCD

SEPT 2023

José Carlos Díez - Septiembre 2023

Volvemos del verano y los datos económicos en la economía mundial han empeorado. **La mayor preocupación viene de China**, la economía que más ha aportado al crecimiento mundial en los últimos 30 años. Mientras en Occidente seguimos intentando contener una dinámica inflacionista, China da señales de deflación. En el gráfico posterior se observa que el IPC ha entrado de nuevo en terreno negativo, **algo que sólo ha sucedido tres veces anteriormente en los últimos veinte años**.



Más preocupante es la caída de los precios industriales que caen un 5% anual, la mayor caída desde la crisis de 2008. Las exportaciones chinas han dejado de crecer en 2023, eliminando el efecto estacional, pero la producción industrial se ha desplomado casi un 10%, por lo tanto el problema está en su demanda interna. Como sucedió en España en 2007, **el pinchazo de la burbuja inmobiliaria empieza a tener ya efectos sobre la economía real china**.

En 2019 el crecimiento chino se ralentizó antes de la pandemia, principalmente por el efecto de los aranceles de Trump. El modelo chino que consiguió sacar de la pobreza extrema a unos 1.000 millones de personas se basaba en traer a gente del campo a las zonas urbanas para trabajar en la industria. La ciudad de Shenzhen ha pasado de 60.000 habitantes en 1980 a 12 millones ahora. Coincidió en un seminario internacional con el responsable de planificación urbanística del gobierno chino antes de 2018 y era increíble los problemas y los retos a los que se enfrentaban.

La planificación de viviendas era clave y lo hacían empresas privadas con fuerte vínculo con el gobierno y el partido. *Evergrande* construía viviendas años antes

para que luego vinieran las fábricas y pudieran traer a trabajadores. Cuando el crecimiento de las exportaciones se frenó en 2018, dejaron de crecer las industrias, necesitaban menos trabajadores, los promotores dejaron de vender casas, dejaron de tener ingresos para devolver las deudas y comenzó la crisis financiera. **Evergrande acaba de declararse en impago en Nueva York con unas deudas de 300.000 mill. de euros.** *Martinsa Fadesa* declaró el mayor impago de la historia de España en 2007 y sus deudas eran de 5.000 mill.

En China es clave tener sentido de la magnitud para lo bueno y para lo malo, como es ahora el caso. *Country Garden*, otra promotora china que ha tenido problemas este verano y ha declarado una caída de ventas de viviendas del 80% desde 2019. Los promotores impagan a los bancos y colapsan el canal del crédito y la crisis se extiende al resto de sectores, a la inversión, al empleo y al consumo. Los comercios venden menos y bajan los precios para reactivar sus ventas.

Lo mismo que sucedió en España pero en una economía que supone casi el 20% del PIB mundial en paridad de compra y el 12% de las exportaciones mundiales. La diferencia es que China tiene superávit exterior y no tiene deuda externa como sucedió en España y puede sanear su crisis financiera con ahorro doméstico, sin necesidad de un rescate de la Troika como sucedió aquí. Y otra gran diferencia es que sus estándares de información financiera son muy inferiores y todos sus bancos tienen acceso al banco central chino para conseguir liquidez.

Lehman era un banco de inversión que no tenía acceso a las subastas de la Fed. Cuando reportó elevadas pérdidas, le cortaron las líneas de financiación interbancarias y tuvo que declararse en impago y activó la mayor crisis financiera global desde la Gran Depresión en 1929. Eso en China es muy poco probable que suceda y el Gobierno puede gestionar la crisis con más margen de maniobra. El escenario más probable es bajo crecimiento e inflación hasta que hagan la digestión de la deuda y activos tóxicos. **Si se activa una crisis financiera de alto voltaje, lo iremos contando en los informes de los próximos meses y veremos los efectos que tendría sobre el resto de países y sobre España.**

De momento, el impacto sobre el resto del mundo y sobre España es que China ayudará a reducir la dinámica de inflación

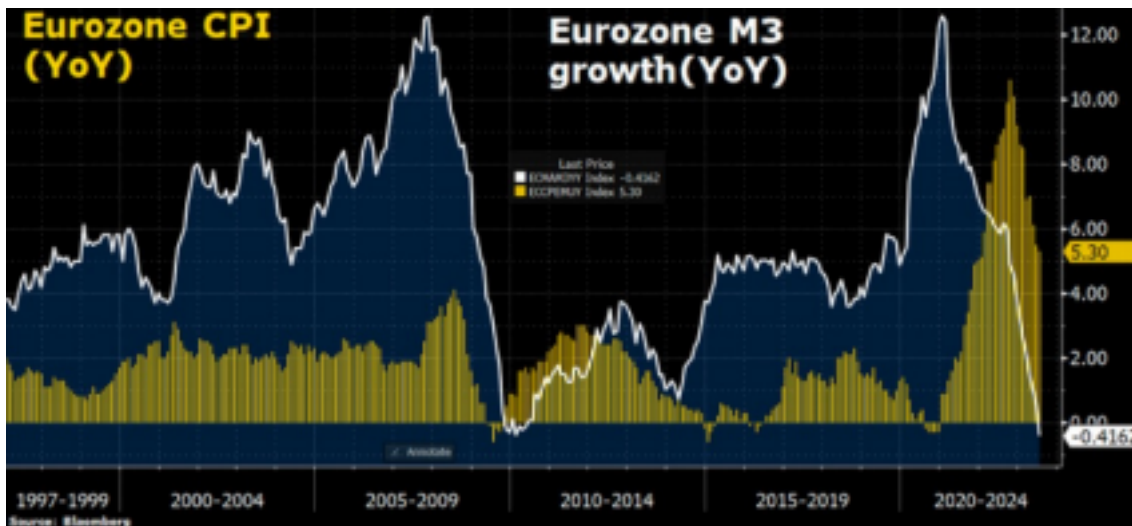
En 2021, China exportó inflación con sus precios industriales creciendo a tasas de dos dígitos antes de la Guerra de Ucrania. Ahora China exporta deflación con precios industriales cayendo un 5%. Además, la crisis habrá moderado la subida de salarios en China y el Gobierno ha devaluado el yuan más del 10% hasta máximos desde 2019.

En EEUU la inflación ya ha empezado a caer pero, según el presidente de la Fed en agosto, demasiado lento y la inflación subyacente sigue muy alejada de su objetivo de estabilidad de precios. **El impacto de China supondrá importar bienes industriales más baratos y ayudará a bajar más la inflación subyacente.** Cambiar las expectativas de salarios y de márgenes empresariales en los mercados de servicios no será tan sencillo. Esto implica que es posible que hayamos visto ya

el techo de tipos en EEUU o quedan pocas subidas y si la inflación se modera y el empleo se resiente, podemos ver bajadas de tipos en el primer semestre del próximo año, como anticipan los tipos implícitos en los mercados financieros.

Europa no ha subido sus aranceles a China y su relación de comercio es más intensa que con EEUU, especialmente con Alemania. Los datos de Alemania anticipan una caída del PIB y del empleo más intensa que en el primer semestre y similar a la del segundo semestre del año pasado tras la guerra de Ucrania y la crisis del gas. Alemania tardó mucho en repercutir las subidas de los precios del gas y la electricidad a los consumidores y por eso su inflación tardó más en subir en 2021 y 2022 y ahora le cuesta más bajar.

Además, su mercado de trabajo tiene menor flexibilidad que el americano con tasas de empleo y de actividad en máximos del 80% y la tasa de paro igual que la de EEUU próxima al 4% de pleno empleo. Las negociaciones de salarios son más exigentes en Alemania que en EEUU con subidas de salarios en sectores industriales claves del 7% negociadas en convenios.



En el BCE la situación es más clara ya que la economía apenas crece y el impacto de China en términos de menor crecimiento y menor inflación será más intenso que en EEUU y así lo han interpretado los mercados. **El Euribor a 1 año, el tipo más influyente para las familias y las empresas españolas, ha bajado en agosto por primera vez en el último año hasta 4,07% desde 4,14% de julio.**

La causa es que los inversores esperan que estemos ante la última subida de tipos del BCE en su reunión de esta semana o la próxima. No obstante, el Consejo está dividido, los alemanes siguen con un discurso muy duro y sabemos que el BCE sigue a la Fed con retraso. Por lo tanto, hasta que en Washington den por finalizado el ciclo de subidas de tipos seguramente el BCE seguirá en clave de subidas y podremos ver algún repunte adicional del Euribor pero ya sería marginal.

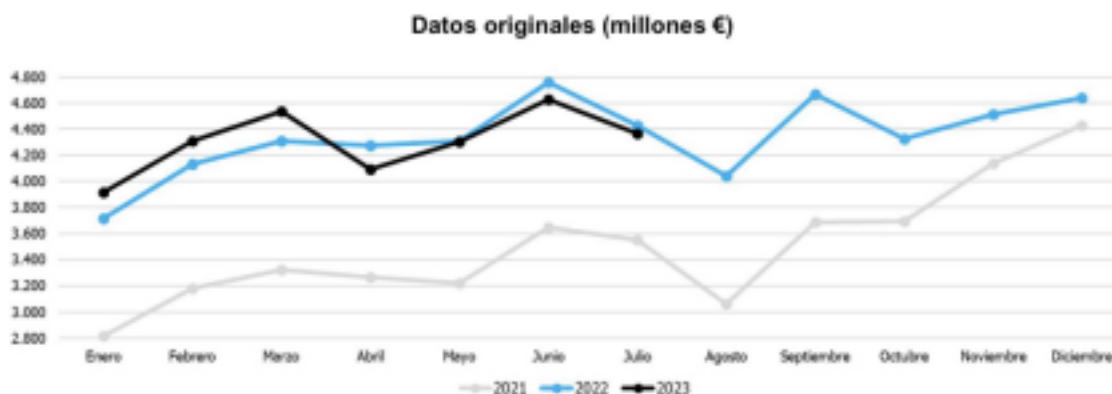
Este nuevo escenario será clave ahora en otoño para definir la política fiscal y las reglas fiscales europeas.

Con el crecimiento amenazado y menores expectativas de inflación serán menos

necesarios ajustes. El año que viene hay elecciones europeas y Von der Layen no tiene garantizada su reelección por lo que no querrá buscarse problemas con países que la tendrán que apoyar el año que viene como es el caso de Italia, Francia o España. La recesión en Alemania reducirá la presión de los liberales en el tripartito de gobierno para exigir ajustes fiscales. La política fiscal europea sigue siendo expansiva y podría pasar a neutral el próximo año, pero no restrictiva como sería necesario si la inflación no remite.

La economía española también se ha visto afectada por el frenazo del crecimiento chino y alemán y nuestras exportaciones han empezado a caer desde la primavera. La economía siguió creando empleo durante el verano pero con mucha menor intensidad que en la primavera.

En el gráfico posterior se observan los datos de ventas mensuales que las empresas declaran en IVA y que la Agencia Tributaria publica corregidos de precios y de estacionalidad para que los datos mensuales sean comparables. Se observa que la línea negra de 2023 comenzó en enero por encima de enero de 2022 pero desde abril se situó por debajo o niveles similares a los del pasado año. Eso nos indica que la economía se ha frenado.



Tras publicarse este dato, el modelo de previsión de la Aief anticipa que el PIB del 3T23 estará estancado. Aún quedan datos por conocerse y la previsión puede cambiar pero recordemos que el trimestre anterior la economía creció un 0,5% trimestral. A la espera de conocer la descomposición del PIB, la afiliación a la Seguridad Social fue especialmente negativa en el sector de la construcción durante este verano. Puede verse influido por las elecciones municipales y autonómicas de mayo que llevó a anticipar mucho gasto antes pero confirma que los fondos europeos se están ejecutando muy lentamente, como acaba de denunciar el Banco de España.

A diferencia de 2022, el gasto público este año crece un 7%, por encima del PIB nominal que será inferior al 5%, y la política fiscal está siendo expansiva. Esto ayuda a explicar que el PIB crezca pero también que la inflación sea mayor. La descomposición del gasto es más preocupante aún. El gasto total aumenta un 7% pero la inversión que incluye fondos europeos está estancada. Para que lo entendamos: estamos aumentando el déficit y la deuda pública para financiar gasto corriente mientras estamos recortando en inversión y no estamos ejecutando bien los fondos europeos que son los que nos ayudarán a aumentar el PIB, la productividad y los salarios en el futuro. Y encima, al igual que la mayoría

del resto de gobiernos europeos, están aumentando el gasto para provocar más inflación y forzar al BCE a subir más los tipos de interés, presionando al alza sobre el Euribor y perjudicando a las familias y las empresas españolas endeudadas.

La inflación ha vuelto a repuntar durante el verano y seguramente lo seguirá haciendo hasta final de año. No obstante, sigue próxima al 2,5% y por debajo de las subidas de salarios pactadas en convenios y muy por debajo del aumento del salario medio que indica la recaudación del IRPF y las cotizaciones a la Seguridad Social. No obstante, estamos comparando precios de la electricidad y el gas con máximos del año pasado y han caído significativamente y por eso es recomendable mirar la evolución de la inflación subyacente.

Como la sequía este verano ha continuado y está presionando al alza sobre muchos precios agrícolas, especialmente el aceite, es recomendable seguir la inflación de servicios que se ve más influida por la evolución de los salarios domésticos y es más representativa de la dinámica de expectativas de inflación.



En el gráfico anterior se observa que la inflación de servicios, lejos de remitir, repuntó con fuerza en julio hasta 4,8%, su nivel más elevado de los últimos 20 años. Con tipos del BCE próximos al 4% y con el PIB y el empleo perdiendo intensidad, que la inflación se acelere es una pésima noticia. **La causa es una combinación de subidas de salarios que intentan recuperar la pérdida de poder adquisitivo de 2022 por la crisis del gas y de empresas que piensan que pueden seguir subiendo precios sin que las ventas se resientan.** Como vimos en el gráfico anterior las ventas de las empresas declaradas en el IVA están estancadas y el PIB que se deduce de las ventas también.

Los economistas hemos estudiado las causas y los efectos de la inflación desde hace milenios. La gente tiene lo que denominamos ilusión monetaria y cuando le suben el salario tiene sensación de ser más rico. Pero no es cierto, lo que determina el consumo es el salario real descontada la inflación. **Por eso los economistas somos tan pesados pidiendo estabilidad de precios, recomendando que las empresas suban precios próximos al objetivo del banco central y que los trabajadores suban sus salarios también en esos niveles.** Si queremos subir los salarios más, hay que aumentar la productividad y eso permite que las empresas puedan asumir pagar salarios más altos, manteniendo los márgenes y la rentabilidad del capital, variable determinante para que siga la inversión y la creación de empleo.

El ejemplo extremo de inflación ha sido Venezuela desde 2015 y ha provocado que más de 5 millones venezolanos tuvieran que emigrar. Cuando se produjo en España

la gran emigración, en los años cincuenta y sesenta, la inflación también era muy elevada y cada día los españoles se empobrecían más y podían comprar menos bienes.

Otro ejemplo patológico de inflación es Argentina. Este verano hemos visto la enésima crisis financiera en Argentina que ha acabado en una devaluación del peso que provocará más inflación y empobrecerá aún más a los argentinos, especialmente a los que ya son pobres. La crisis económica ha derivado en crisis social y puede acabar en crisis política. Un nuevo partido liderado por Milei que se declara anarcocapitalista lidera las encuestas, pasará seguro el corte de la primera vuelta y aún está por ver si consigue ganar las elecciones.

Milei proviene del peronismo, igual que el Gobierno actual, fue asesor económico de Scioli, el candidato nombrado por Cristina Fernández de Kichner en 2015 y su equipo económico es el mismo que el de Menem en 1996. Además, se define fan de Bolsonaro y Trump que han tomado fuertes medidas proteccionistas que son la antítesis del liberalismo. **Milei propone la dolarización para acabar con la inflación, como si al ponerse la camiseta de Messi hiciera que fueras Messi. La propuesta es absurda ya que Argentina no tiene reservas para canjear pesos por dólares.** Suponiendo que tuviera 10.000 mill de dólares de reservas, algo difícil de creer, hay 37 bill de pesos en circulación y el canje sería a 3.700 pesos por un dólar.

El peso cotiza oficialmente a 350 y supondría una devaluación del 90%, similar a la de la crisis de 2001. Eso provocaría un fuerte aumento de la inflación de bienes importados y riesgo de otra hiperinflación como en los años ochenta o como en Venezuela. Los experimentos populistas como Milei se evitan con economías estables con inflaciones estables y tasas de paro bajas y estables.

Aunque la causa principal del menor crecimiento en España viene de fuera, la incertidumbre política no ayuda a tener un clima favorable a la inversión y la creación de empleo.

La fragmentación y los problemas de gobernabilidad en España comenzaron en 2015. Desde entonces la inversión en equipo de las empresas ha crecido 15%, 3 puntos menos que el promedio europeo. En Portugal con un gobierno estable liderado por el socialista Antonio Costa, la inversión ha crecido un 42%, casi el triple que en España. A la fragmentación se ha unido ahora la necesidad de que *Junts per Catalunya* decida y Carles Puigdemont, con una orden judicial de búsqueda y exiliado en Bruselas, exige retornar a la agenda de independentista de 2017 que ya sabemos que provocó elevada incertidumbre, menor inversión y menor creación de empleo, especialmente en Cataluña. La situación es muy compleja y en caso de salir adelante la investidura sería muy complicado aprobar leyes. Y la probabilidad de nuevas elecciones en enero, como ya sucedió en 2016 y en 2019, es muy elevada.

Conclusión, vienen curvas. Como te anticipé antes del verano estoy estudiando las nuevas oportunidades que ofrecen las redes sociales para tener una relación más frecuente contigo para facilitarte información económica. Llevo muchos años

enviándote este informe mensualmente pero la realidad económica cada día es más intensa y más compleja de entender y la digitalización y las redes hacen más fácil la comunicación y el acceso al conocimiento. Pronto tendrás más detalles.