

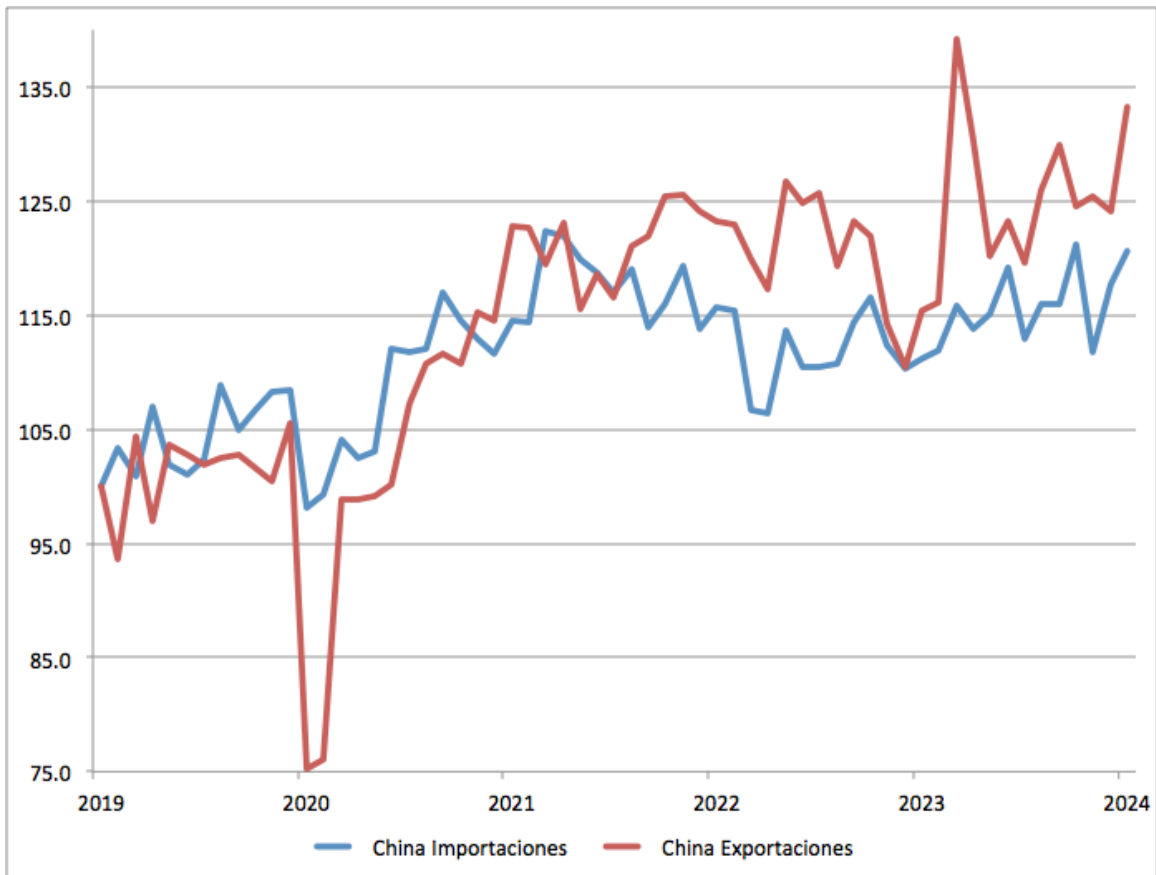


JCD

ABRIL 2024

China repunta, EEUU sigue a velocidad de crucero y Europa rezagada

El comercio mundial dio señales de reactivación en enero de este año, tras estar todo 2023 estancado. No obstante **la recuperación está siendo muy asimétrica**. China lidera la recuperación tanto en sus exportaciones como en las importaciones. EEUU mantiene tanto las importaciones como las exportaciones casi estancadas pero su empleo sigue creciendo, su inflación bajando y el consumo les permite mantener su tasa de paro al 4% y crecer a tasas del 2-3% anual. **En Europa las exportaciones apenas crecen y las importaciones caen por la debilidad de su consumo interno, especialmente en Alemania.**



Fuente: CPB Trade Monitor

En el gráfico anterior se puede comprobar el fuerte **repunte de las exportaciones chinas** desde el verano de 2023 pero especialmente en diciembre y en enero. Los datos de febrero chinos confirmaron esta recuperación. Esto refleja una mejora de la demanda en sus clientes, China exporta ya por igual a países desarrollados y a emergentes, y además el Gobierno ha bajado los tipos de interés y ha devaluado su tipo de cambio un 15% desde 2022 para ganar competitividad y apoyar a su sector industrial exportador.

Como se observa también en el gráfico, **las importaciones chinas también han subido en diciembre y enero pero siguen en niveles similares a los de 2021.** Este ha sido el trienio de menor crecimiento de demanda interna en China desde que liberalizó su economía en 1980. La causa es el pinchazo de la burbuja inmobiliaria que ha frenado en seco la producción de viviendas, un sector con fuerte efecto arrastre sobre la industria, el empleo y el consumo.

La estrategia que anticipamos el pasado año en este informe de que el Gobierno chino buscaría en las exportaciones compensar la debilidad de su demanda interna les está funcionando. **No obstante, está exacerbando las presiones proteccionistas en EEUU y ahora también en Europa.** Donald Trump en las primarias del partido republicano ha prometido subir el arancel medio de las importaciones en EEUU al 10%, ahora está en el 2% y su prioridad es China, aunque también amenaza a las importaciones que vienen desde países europeos. **Bruselas ha actualizado su relato del Pacto Verde** para incluir la industrialización y en el documento oficial afirman, ya sin diplomacia, que China gasta en subsidios a empresas el doble que la Unión Europea y que eso perjudica a nuestras empresas exportadoras y el empleo.

La presión se centra sobre todo en placas fotovoltaicas y coches eléctricos. Europa necesita las placas chinas para avanzar en la transición y reducir la dependencia del gas y de Putin y no es probable que se acaben poniendo muchos aranceles y trabas a la importación. Pero el coche eléctrico afecta directamente al principal sector industrial europeo y a muchas ciudades y trabajadores, sobre todo en Alemania y Francia donde los salarios son más altos que en España o en la Europa del Este.

En 2023 BYD ya superó en ventas a Tesla y ha forzado a este último a reducir fuertemente los precios y sus márgenes se verán afectados negativamente. Los precios de la acción de Tesla han caído un 30% en el último año y han vuelto al mismo nivel anterior a la pandemia. Aún así sigue cotizando a un PER de 37 veces, casi el doble que el promedio del S&P 500.

BYD vende baterías a Tesla y tiene coches más baratos y con mayor autonomía que su rival. Aún así el precio de la acción está estancado y cotiza a PER 19 veces. Sus beneficios son un 70% inferiores a los de Tesla, por lo que el margen por coche vendido es muy inferior. El sector ha entrado en una guerra de precios, forzada por los fabricantes chinos para ganar cuota de mercado mundial, y las grandes perjudicadas son las empresas de coches europeas, estadounidenses, japonesas y coreanas. El precio de la acción de Volkswagen sigue próximo a los mínimos tras el escándalo del *dieselgate*.

Los consumidores nos hemos beneficiado de la globalización y las importaciones baratas de Asia y especialmente de China, aunque muchos trabajadores industriales han visto bajar sus salarios y empoderar su nivel de vida. Si el proteccionismo va a más, esos trabajadores verán mejorar sus salarios y su nivel de vida pero lo pagaremos el resto de consumidores con precios más altos. Eso implica un mundo con menor crecimiento del consumo y del

crecimiento del PIB potencial que en las cuatro décadas anteriores a la pandemia. Y además, el proteccionismo se convierte en uno de los principales riesgos geopolíticos ya que puede intensificar la tensión de China con Taiwán y sus socios occidentales, principalmente EEUU.



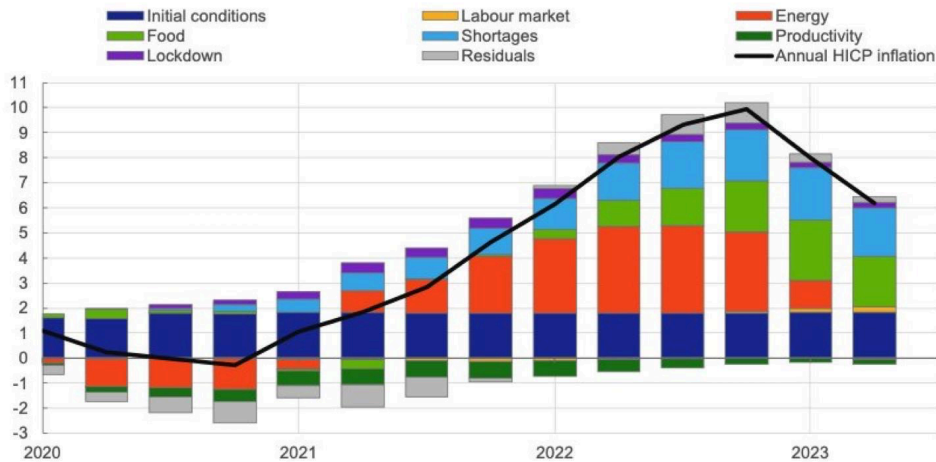
Europa sería el área del mundo más afectada en un mundo más proteccionista.

La población europea está envejecida y no crece y eso reduce el crecimiento del consumo, el empleo y el PIB de manera estructural y el peso de las exportaciones sobre PIB son las más altas del mundo, especialmente en Alemania. Esa crisis estructural **ayuda a explicar la elevada propensión a ahorrar de los alemanes que ha vuelto a máximos de la Gran Recesión de 2008** y está muy por encima de los niveles pre pandemia.

Como se observa en el gráfico anterior la propensión a ahorrar refleja unas expectativas muy pesimistas sobre el futuro de los alemanes y explican la debilidad de su consumo y la recesión.

Sources of price inflation in the euro area

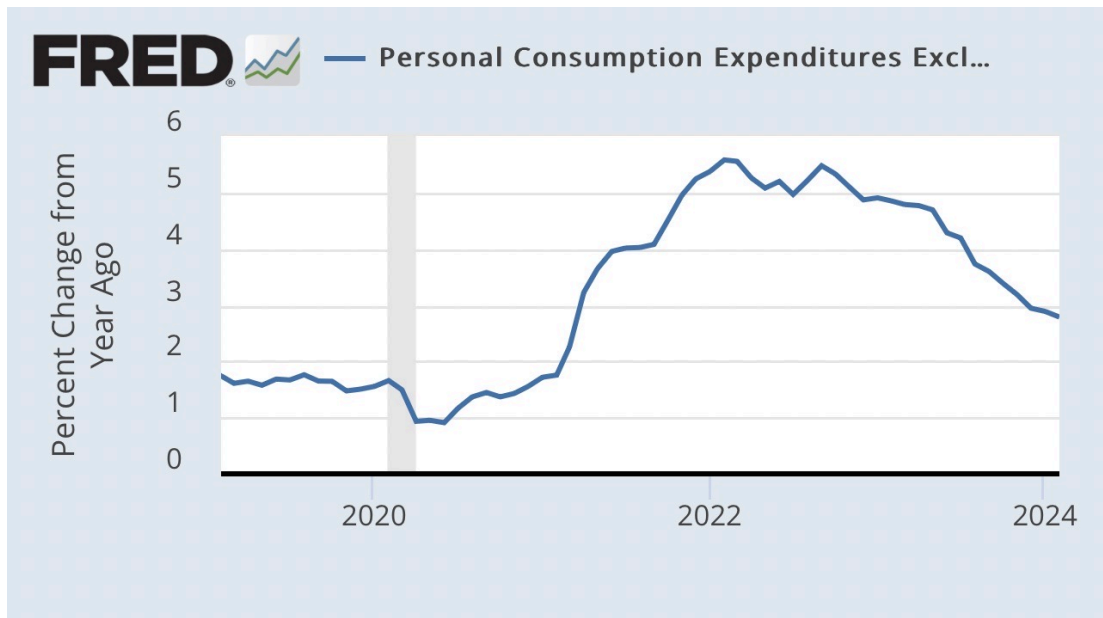
(year-on-year growth rate, from the first quarter of 2020 to the second quarter of 2023)



Notes: The figure shows a decomposition of the sources of annual HICP inflation between 2020Q1 and 2023Q2, based on the solution

Otro efecto del aumento de las exportaciones y la devaluación china es la intensa bajada de inflación desde el pasado verano, sobre todo en bienes industriales. En el gráfico anterior se puede comprobar y más también cómo los efectos de segunda ronda sobre salarios, *labour market* en el gráfico, son mínimos.

Este era el gran temor que justificó el BCE para subir los tipos en 2023. En 2024 la inflación está bajando a su objetivo y los salarios se están moderando por la debilidad del mercado de trabajo europeo y el BCE debería empezar a bajar los tipos ya en su próxima reunión, sin esperar a junio.



En el gráfico anterior se observa que la inflación en EEUU también está cayendo con fuerza. Ese es el PCE subyacente que es el indicador que sigue la Fed y cuyo objetivo es del 2%. Aún así en EEUU el mercado de trabajo mantiene su dinamismo y los salarios han vuelto a repuntar con más intensidad en enero y

febrero. Por esta razón el comunicado de la Fed tras su última reunión fue muy duro y no permite anticipar bajadas de tipos a corto plazo. Además, Donald Trump tiene especial animadversión a Jerome Powell, al que nombró Presidente de la Fed, y, si deciden bajar tipos, politizará la decisión para decir que la Fed apoya a Joe Biden para ganar las elecciones de noviembre.

Paralelamente un grupo de congresistas ha enviado una carta a Powell que han hecho pública pidiendo bajadas de tipos ya para aliviar la presión de los americanos sobre sus hipotecas. La Fed bajará también los tipos, pero seguramente menos que el BCE y eso implica un dólar fuerte próximo a 1,05 o incluso en la paridad con el euro.

España remonta el vuelo

En los dos últimos años la economía española ha tenido que superar varios shocks externos negativos: guerra de Ucrania, crisis del gas, sequía, inflación, subidas de tipos de interés del BCE, etcétera. Desde el verano de 2023 todos esos shocks se están revirtiendo y eso ayuda a explicar el fuerte repunte de la creación de empleo en el 1tr24. En febrero y marzo la economía ha aumentado la afiliación a la Seguridad Social en unas 75.000 mensuales, equivalente a 900.000 personas anualizadas y con un crecimiento del empleo anualizado del 4%.

La inflación superó el 10% el pasado año y en marzo ha cerrado próxima al 3%. El precio del gas y la electricidad se ha desplomado a niveles de 2019, antes de la pandemia, los precios de la gasolina han dejado de crecer aunque siguen por encima de los de antes de 2021 y los de los alimentos y los servicios siguen aumentando pero con mucha menor intensidad. En la inflación de servicios, casi el 70% del PIB español, los modelos anticipan niveles próximos al 3% a final de año.

Las lluvias de abril han vuelto a llenar los embalses que ya superan el promedio de la última década, salvo en Barcelona y las provincias andaluzas del litoral, sobre todo Almería.

El mayor crecimiento del comercio mundial ha animado las exportaciones españolas y el empleo industrial ha vuelto a crecer. Con la revolución digital, la industria se regenera, gracias a energía renovable más barata y abundante, el empleo industrial ha vuelto a aumentar de nuevo. Eso debería reactivar la inversión privada de las empresas que lleva varios meses cayendo, tanto en contabilidad nacional y en las declaraciones de IVA que publica la agencia tributaria.

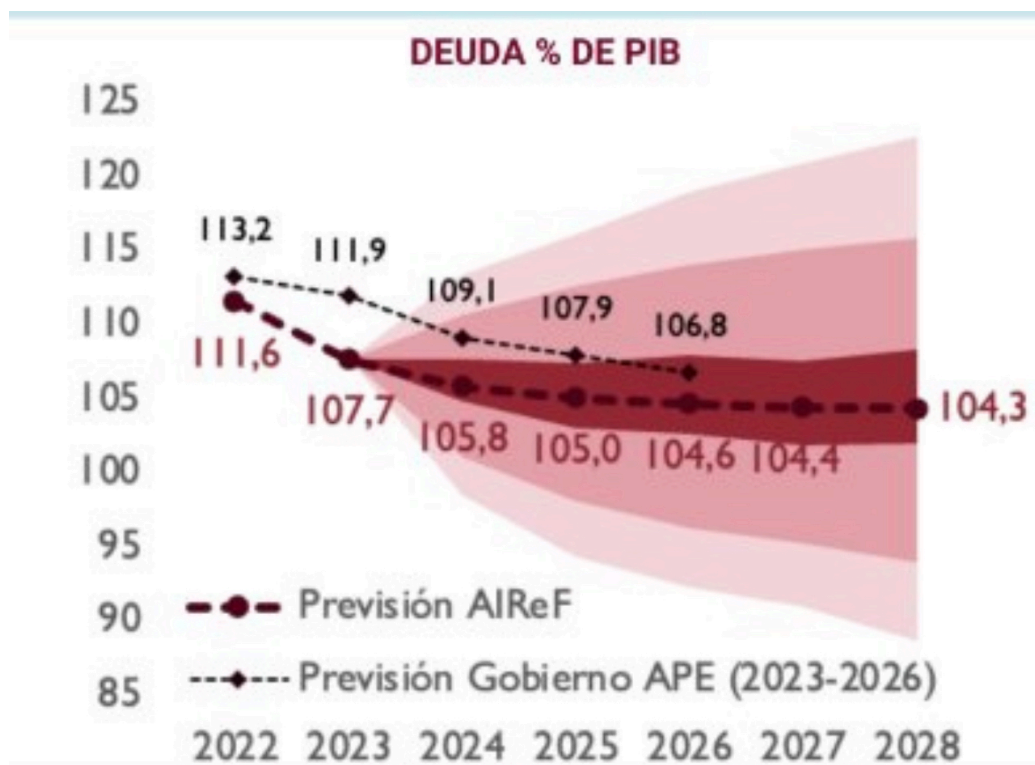
La política monetaria tardó en reaccionar pero lo hizo bruscamente y el Euribor a un año, tipo de referencia para los créditos de las familias y pymes españolas, pasó de terreno negativo hasta el 4,25% el pasado verano. **El BCE ya ha confirmado que comenzará a bajar los tipos en su próxima reunión de junio** y el Euribor ya ha comenzado a bajar hasta el 3,7% y seguirá haciéndolo hasta final de año. Por lo tanto, la política monetaria de nuevo es favorable a la creación de empleo.

El déficit público se redujo drásticamente en 2023 hasta niveles próximos al 3% del PIB pero gracias al fuerte aumento de los ingresos públicos, principalmente del IVA y del IRPF que se han beneficiado del fuerte aumento de la inflación y de las subidas de salarios. El incumplimiento de los objetivos de las CCAA, especialmente

Andalucía y Madrid, impidieron que España cumpliera de nuevo el Pacto de Estabilidad y rebajara el déficit del 3%, algo que no sucedía desde 2018 y sólo ha pasado en dos años desde 2007. Pero el gasto creció próximo al crecimiento nominal potencial de la economía del 5% y la política fiscal fue neutral.

Este año España está obligada a cumplir de nuevo las reglas fiscales y la regla de gasto exige que no aumenté más del 2,6%.

La situación política ha imposibilitado aprobar los presupuestos y el Gobierno ha decidido prorrogarlos y eso ayudará a contener el crecimiento del gasto, pero la Airef ya ha advertido que es posible cumplir con el objetivo de déficit del 3% pero que el gasto superará la regla exigida por el Consejo y obligará a presentar planes de ajuste para 2025. Pero este año la política fiscal será de nuevo neutral y no será un impedimento para que crezca el empleo.



Más preocupante son las perspectivas que ha presentado la Airef y que coinciden con las del FMI en su reciente informe sobre la economía española. El déficit estructural continuará en el 3% del PIB hasta 2028 y con un crecimiento potencial inferior al 2% y tipos de interés del BCE positivos no será posible reducir significativamente la elevada deuda pública, cómo se observa en el gráfico anterior.

El FMI pone el foco en el sistema de pensiones que explica la mayor parte del déficit estructural y recomienda tomar medidas para revertirlo. La otra partida de gasto que explica el déficit estructural es el gasto sanitario que ayuda a explicar que según la Airef la mayoría de comunidades autónomas vayan a

incumplir sus objetivos de déficit este año y sean las principales responsables de que España incumpla el techo de gasto y tenga que aplicar ajuste fiscal en 2025.

La polarización y la debilidad del Gobierno ponen todos los focos sobre Pedro Sánchez que no ha hecho nada, ni parece que vaya a hacer nada para reducir el déficit público estructural y la deuda pública. Pero la realidad es que la mitad del gasto público lo gestionan las CCAA y la mayoría están gobernadas por el PP desde el pasado verano y los supuestos recortes de gasto público superfluo que prometieron en la campaña ni están, ni se les espera.