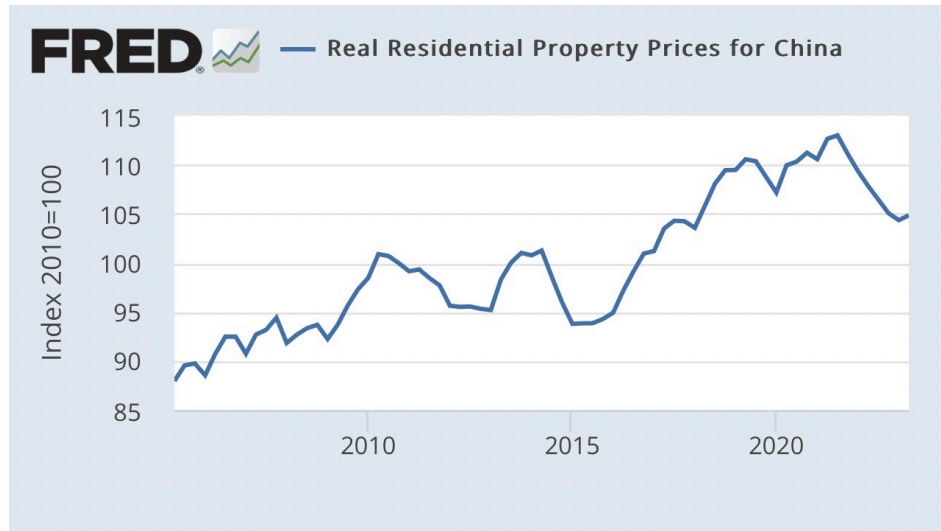




JCD

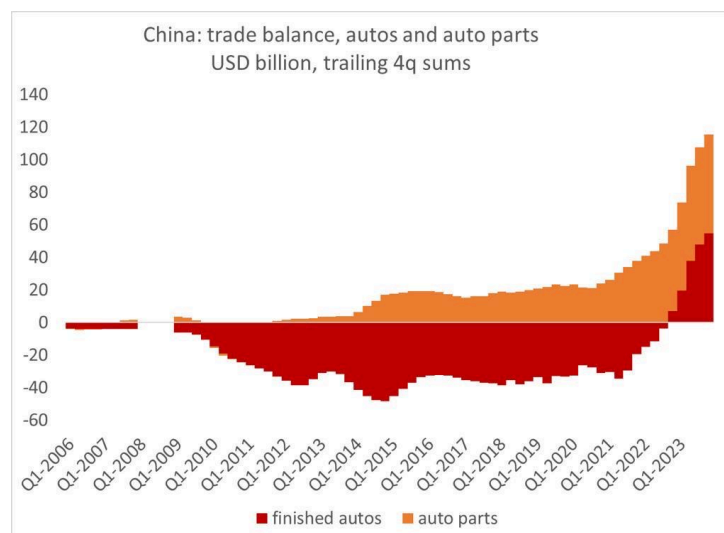
MARZO 2024

El comercio mundial acaba 2023 prácticamente estancado y eso explica que el FMI estime un crecimiento del PIB mundial próximos al 3%. La causa principal es el frenazo de las importaciones chinas que acabaron el año en el mismo nivel que en el otoño de 2022.



La principal causa es el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, similar a lo que sucedió en España en 2007 pero con efecto global al tratarse de China. Las ventas de casas se han desplomado, los promotores no pueden refinanciarse e impagar sus deudas, los bancos se quedan con las viviendas y se frena en seco la construcción de nuevas.

En 2022 y 2023 esto ha tenido un impacto negativo sobre PIB de 3 puntos porcentuales y tardará un tiempo indeterminado en absorberse el exceso de oferta, sanear y normalizar el crédito e iniciar un nuevo ciclo de construcción de viviendas nuevas que será muy inferior al de antes de la pandemia.



La salida ha sido vía exportaciones, igual que en España en 2008, especialmente de coches eléctricos. En el gráfico anterior se observa que China era importador neto de coches, principalmente europeos, japoneses y coreanos hasta la pandemia y desde entonces es exportador neto y sus exportaciones de coches eléctricos se doblan cada menos de dos años, multiplicando por 10 veces su nivel de 2019 antes de la pandemia.

Sus coches tienen mejor tecnología que los europeos y tienen oferta tanto en alta gama para competir con Tesla, media con VW y baja con Renault y en cada segmento sus coches tienen más autonomía, cargan la batería más rápido y son más baratos. BYD ya es líder mundial en producción de coches eléctricos y está a punto de comercializar un utilitario en Europa a 25.000 euros con 700 km de autonomía y 30 minutos de carga rápida.

Las importaciones chinas son un 7% superiores a las de antes de la pandemia y las exportaciones un 20%. La producción industrial es un 15% superior a la de antes de la pandemia y el sector de producción. Las importaciones chinas son un 7% superiores a las de antes de la pandemia y las exportaciones un 20%. La producción industrial es un 15% superior a la de antes de la pandemia, a pesar del frenazo en la producción de viviendas. La inversión china bajará seguramente a niveles del 35% del PIB, casi 10 puntos menos, y para crecer al 5%, objetivo de su plan quinquenal, el consumo debería aumentar un 6-7% anual. Con menos viviendas construidas y restricción de crédito el 3% de crecimiento potencial que estima el FMI se antoja optimista.

La alternativa en Asia es la India.

India crecerá este año de nuevo un 6%, con un crecimiento de las exportaciones del 5%. Sigue creciendo la población y los salarios son más bajos que en China. Aún así India supone una tercera parte de peso en el PIB mundial que China y no puede compensar todo su menor crecimiento, pero sólo la India explica el 15% de la previsión de crecimiento mundial para este año.

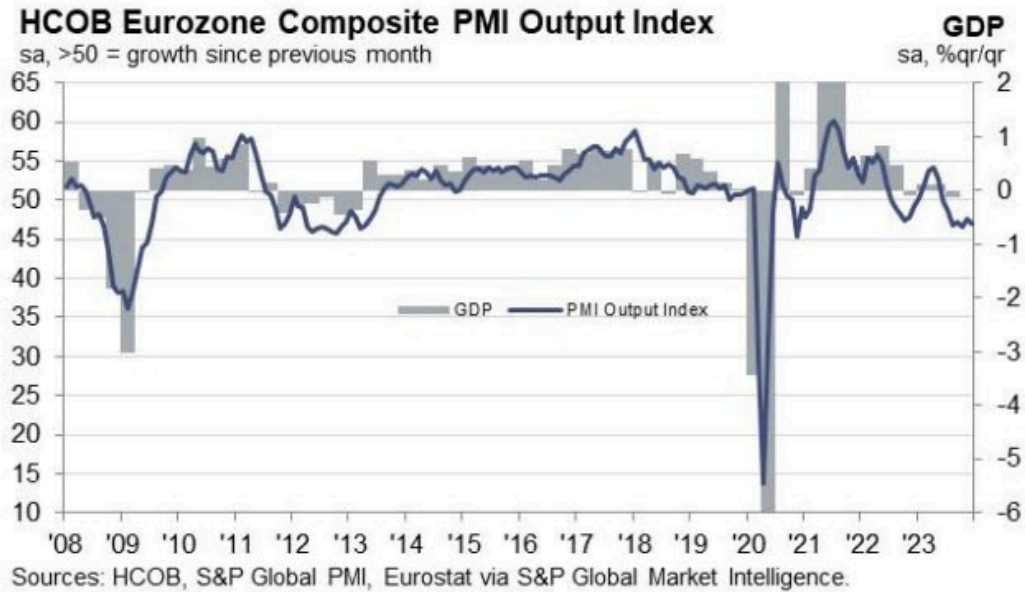
El problema de India es que su crecimiento es muy desequilibrado con tasas de inflación del 7% y un déficit público próximo al 8% del PIB. La buena noticia es que el déficit exterior es tan sólo del 2% del PIB, por lo que 6 puntos del déficit público se financia con ahorro interno. India siempre ha registrado crisis cambiarias recurrentes por problemas de financiación de su deuda externa que le provocan frenazos bruscos del crecimiento del PIB y el empleo.



La economía que mejor está resistiendo las subidas de tipos y el frenazo del comercio mundial es EEUU.

Aún así, como se observa en el gráfico anterior, la creación de empleo y el crecimiento del PIB se ha ralentizado en 2023 como es lógico. La clave del crecimiento del PIB en 2024 la tiene la Reserva Federal. Empieza el año con tipos muy restrictivos, aunque se han moderado en diciembre.

Los tipos hipotecarios a 30 años alcanzaron un máximo en octubre próximo al 8% y empiezan 2024 en el 6,5%, una bajada muy intensa pero aún sigue muy por encima del 3% que estaban en 2021. Pero a pesar de la intensa subida de los tipos y del frenazo de la demanda de crédito y de compras de viviendas, el índice de precios de Case Shiller ha seguido subiendo, está por encima de antes de la pandemia y casi al doble que en 2007 cuando supuestamente había una burbuja inmobiliaria.



En Europa, el BCE tiene una situación más complicada.

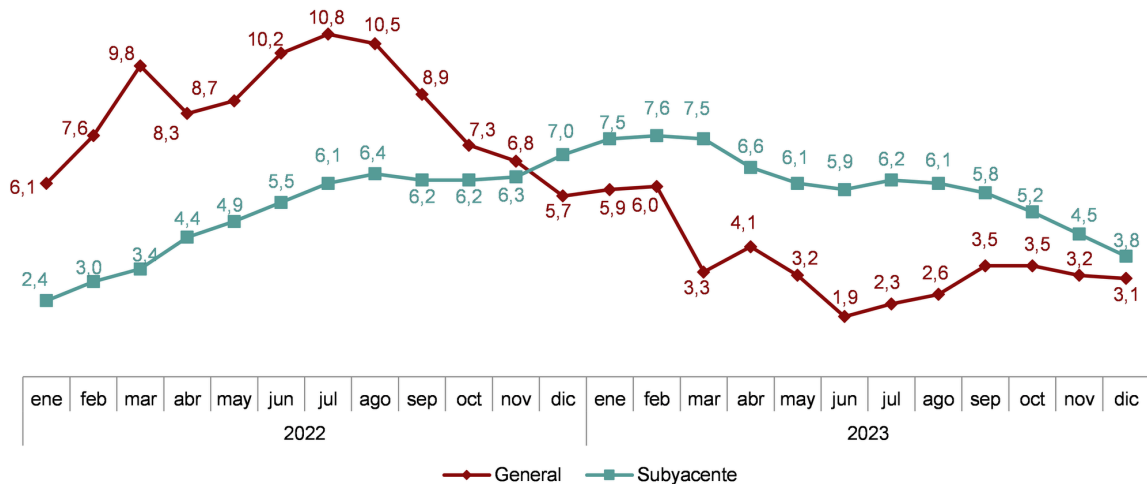
La economía está casi estancada y la tasa de paro próxima al 6,5%, con mucha divergencia entre los países de la Eurozona. La inflación subyacente ha caído con fuerza desde el verano, también la de servicios aunque en noviembre y diciembre muestra resistencia para bajar del 4%.

Los precios de la vivienda de la Eurozona caen un 2% anual, la misma caída que en 2012 y el índice bursátil Eurostoxx 50 está en el mismo nivel que en los máximos de 2008 mientras que su homólogo americano Dow Jones se ha triplicado. Con la inflación mostrando resistencia a la baja también parece que el mercado está sobre reaccionando anticipando bandas del BCE. **El BCE debería bajar tipos ya pero también sabemos desde su nacimiento que siempre actúan tarde y hacen demasiado poco.**

La buena noticia para los hipotecados y las empresas españolas es que el Euribor ha caído con fuerza desde el pasado verano, desde 4,25% al 3,65% la pasada semana, anticipando varias bajadas de tipo del BCE en 2024. Es muy probable que el mercado sobre reaccione ya que el BCE bajará seguramente después de que lo haga la Fed y menos de lo que sería necesario. Aún así, el techo de los tipos de interés ya los vimos el pasado verano, como anticipamos, y ahora la duda es que a velocidad irán bajando.

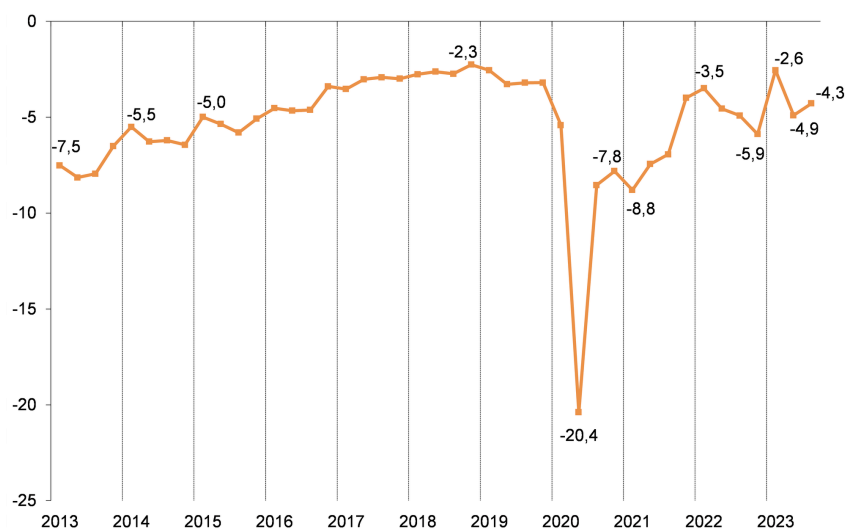
La economía española resiste mejor que sus socios europeos y en diciembre registró la mayor creación de empleo desde junio, con unos 25.000 empleos nuevos mensuales y 300.000 anualizados. La incertidumbre política sigue sin tener ningún efecto sobre la prima de riesgo de la deuda pública española. El Tesoro emitió un bono de referencia a 10 años, captó 15.000 millones, con fuerte sobre demanda y a tipos de interés que consiguieron reducir la prima de riesgo por debajo de 100 puntos básicos que terminó 2023, a pesar de no tener aún los presupuestos aprobados y mostrar mucha dificultad esa misma semana de emisión para aprobar leyes en el

Parlamento. No obstante, esa incertidumbre acaba teniendo efectos, especialmente sobre la confianza de las empresas y la creación de empleo que son más difíciles de medir.



La inflación ha bajado al 3%, aunque ahora repuntará tras eliminar el Gobierno las bajadas de IVA e impuestos aprobadas en 2022 y 2023 por la crisis energética. La inflación subyacente ha bajado con fuerza desde el pasado verano. No obstante, se debe a los bienes industriales por el frenazo del comercio mundial y la devaluación de las exportaciones chinas pero la inflación de servicios muestra resistencia a bajar del 4% y la inflación de alimentos sigue afectada por la sequía y en el 7%.

Esto mismo sucede en Europa y eso no nos hace perder competitividad a nuestras exportaciones y el euro está infravalorado por debajo de 1,10 con el dólar, lo cual también favorece a nuestro sector industrial.



Como era previsible, el resultado de las elecciones de julio ha empeorado la ya complicada gobernabilidad de la economía española. La primera sesión para aprobar decretos leyes en el Congreso fue un esperpento con Puigdemont tomando posición de chantaje hasta el límite. Al final apoyó y de nuevo con un acuerdo difícil de cumplir, como la ya sucedió con la ley de amnistía o que el catalán sea lengua cooficial en Europa. Ahora ha pedido competencias en frontera de inmigración para las CCAA que Europa no permite ya que la coordinación es nacional. Esto empieza a recordar ya a Pedro y el Lobo pero es evidente que no es un socio fiable para gobernar España.

Lo mismo sucede con Podemos que está en una guerra fratricida. Pablo Iglesias fagocitó a Izquierda Unida, de donde venía, y Yolanda Díaz ha fagocitado a Podemos y creado Sumar que es una Izquierda Unida 2.0. Con esta geometría en el Parlamento hay que negociar los presupuestos y deben bajar el déficit al 3% en 2024 como exigen las reglas fiscales de Bruselas. En el gráfico anterior se observa que el déficit muestra mucha resistencia a bajar del 4% del PIB. Si España no cumple la regla del 3% en 2024, en 2025 tendrá que hacer un ajuste de déficit estructural de al menos 3 décimas de PIB, unos 5.000 mill. No es muy elevado comparado con el ajuste que hizo Zapatero de 1,5 puntos de PIB en mayor de 2010 o de 4 puntos de PIB de Rajoy en el verano de 2012 tras el rescate. Pero con esta situación en el Parlamento parece poco probable que se puede aprobar algo así. Rajoy tenía mayoría absoluta, ZP 169 escaños y Pedro Sánchez tan sólo 121.

Complicado escenario aunque, con toda Europa casi estancada, España sigue creando empleo y los salarios crecerán al menos lo que sube la inflación. Lo de conseguir el pleno empleo, sobre todo de los jóvenes, mejorar la productividad y los salarios y parar la fuga de talento a otros países europeos tendrá que esperar para la siguiente legislatura, o la siguiente o quien sabe si la de después. Así llevamos ya 15 años dando un giro de 360 grados cada vez que hay un nuevo Gobierno y una nueva legislatura y pasa igual con la derecha, la izquierda y los sucedáneos.

El riesgo es que suba la prima de riesgo y no podamos emitir deuda para pagar las pensiones que tienen un déficit de unos 40.000 mill. De momento, emitimos bien y a tipos muy razonables comparados con Alemania y Francia pero como aprendimos en 2010, eso puede cambiar muy rápido. Veremos.