

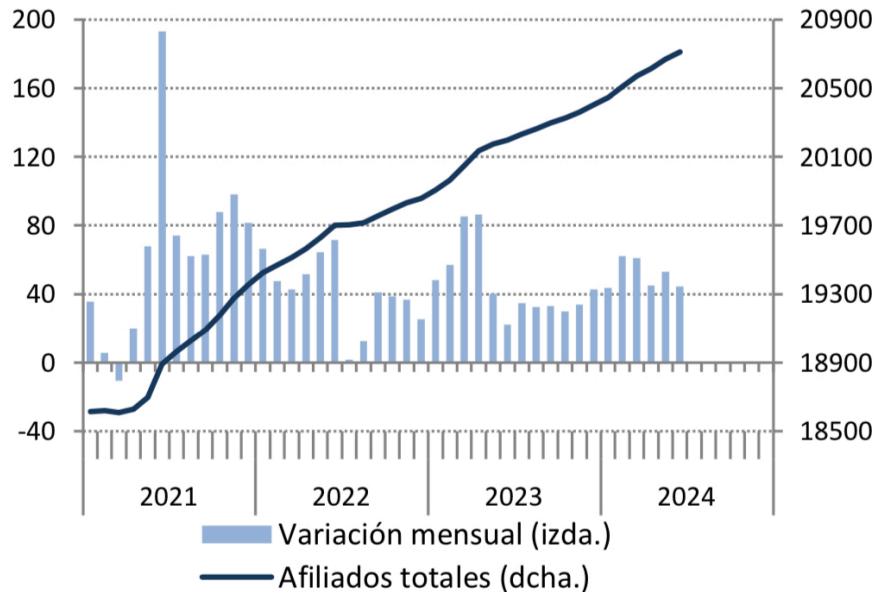


JCD

JULIO 2024

Incertidumbre política e inestabilidad financiera

Gráfico 1: Afiliados a la Seguridad Social (*)
(miles, datos desestacionalizados)



(*) Sin empleados del hogar ni cuidadores no profesionales.

El empleo siguió creciendo en la economía española en junio y cierra otro trimestre con un crecimiento de la actividad económica notable. No obstante, el dato de junio mostró una desaceleración a niveles más razonables tras los datos atípicos de febrero y marzo.

El empleo se sigue concentrando en muy pocas ciudades, principalmente Madrid donde sigue creciendo próximo al 4% y explica uno de cada cuatro empleos creados en el último año, y en población inmigrante con baja cualificación y condiciones precarias que los españoles no quieren asumir, el 80% del empleo creado en España desde 2019 es de este tipo.

Aún así, la presión de demanda de empleo en sectores como la hostelería y el turismo es tan intensa que los salarios están creciendo con fuerza, en 2022 según el índice de los precios del trabajo que publica el INE los salarios en hostelería crecieron un 15% sólo en ese año. También **destaca la subida de salarios en el segmento de trabajadores cualificados vinculado a la digitalización y la revolución de los datos**, sector muy favorecido por los fondos *Next Generation* donde la demanda de empleo crece también con mucha intensidad. Estos empleos sí son deseados por los jóvenes españoles, pero no son suficientes. Sin embargo, los trámites burocráticos de inmigración son muy lentos y dificultan la atracción de talento.

Por sectores, en junio todo el empleo se creó en el sector servicios con la industria y la construcción prácticamente estancados y la agricultura destruyendo ligeramente el empleo. Dentro de servicios destacó el empleo público, con 12.000 nuevos empleos, uno de cada tres empleos creados. Por lo tanto, la desaceleración del empleo privado fue más intensa aún.

En el 1tr24, según la Agencia Tributaria, el consumo privado y las exportaciones crecieron con fuerza y tiraron de la demanda de empleo. Tras los datos de afiliados del 2tr24 seguramente las declaraciones de IVA -cuyos resultados conoceremos dentro de un mes- mostrarán una moderación pero seguirán creciendo.

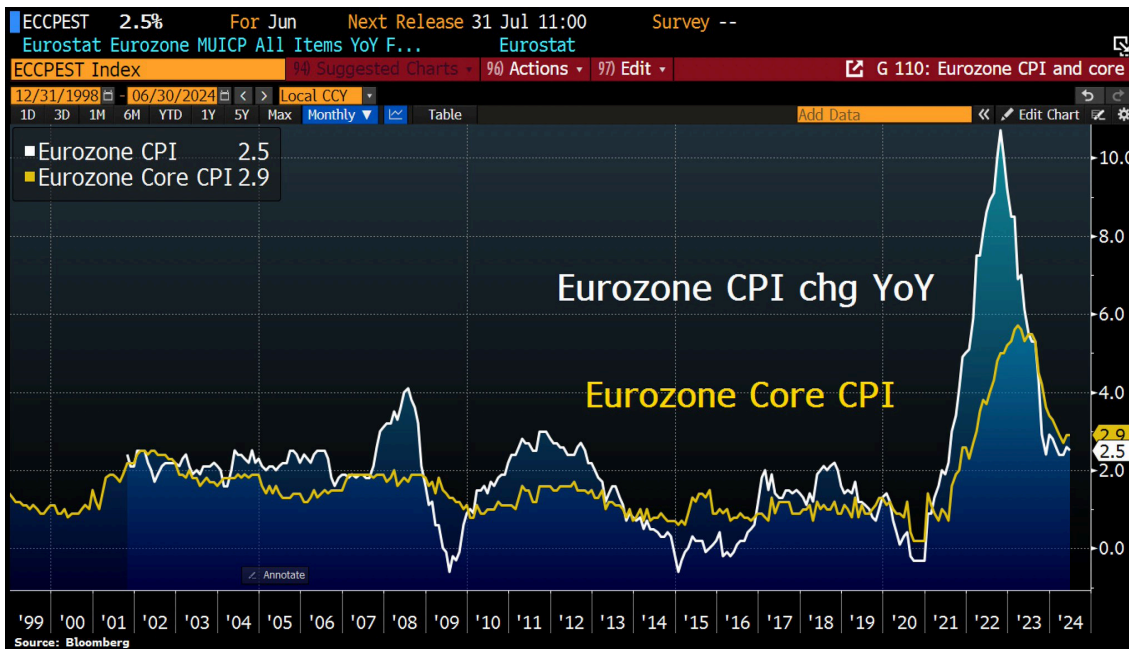
En un país con una tasa de paro bajando pero aún elevada, especialmente juvenil, es una excelente noticia que se cree empleo. El debate debería centrarse en la calidad del empleo, en la productividad y en los salarios y cambiarían muchas cosas. Por ejemplo, no cabe la euforia del Gobierno asociando la creación de empleo a su reforma laboral.

Me recuerda al PP de Rajoy en 2014, pero hoy tenemos más precariedad salarial que hace una década. Las leyes crean condiciones favorables o desfavorables para la inversión pero ni crean ni destruyen empleo por sí mismas. **Son las empresas las que crean y destruyen empleo, en función de sus expectativas de ventas y de beneficios.** Y el empleo que están creando las empresas es en sectores con baja productividad y salarios precarios, principalmente y, **lamentablemente, la última reforma laboral no ha cambiado ese patrón de comportamiento, como tampoco lo hizo la de 2012 del PP.**

Otro foco de atención el pasado mes fue la bajada de tipos del BCE.

Es la primera vez desde su creación en 1998 que el BCE se anticipa a la Reserva Federal en un ciclo de bajadas de tipos y sin duda ha sido una excelente noticia. La decisión fue por unanimidad, lo cual indica que Lagarde ha trabajado bien el consenso dentro del Consejo (recordemos que en el inicio del ciclo de subidas el mayor problema es que varios consejeros filtraban a la prensa sus opiniones y eso debilitaba la figura de la Presidenta en sus ruedas de prensa).

El Euribor a un año empieza julio ligeramente por debajo de 3,6% y la pregunta es ¿seguirá bajando?



En el gráfico anterior se puede observar cómo la tendencia a la baja de la inflación se ha frenado, especialmente en la inflación subyacente que es la que vigila el BCE. La inflación subyacente tiene dos grandes bloques: precios industriales no energéticos y de servicios y los dos dan señales de resistencia a la baja.

La recuperación de la producción industrial en China que llevo contando desde que comenzó este año ha vuelto a provocar tensiones en los precios de los contenedores que se transportan por barco. Se llegó a pagar en 2022 por un contenedor desde China a EEUU o Europa cerca de 20.000 euros, bajó a unos 3.000 euros en 2023 y ahora de nuevo ha vuelto a repuntar y se pagan 12.000 euros. Eso en breve se reflejará en los precios industriales e incluso podríamos ver repuntes de la inflación de bienes industriales.

En servicios, en el caso de la Eurozona, los salarios muestran resistencia a la baja y eso se traslada a los precios. En mayo la inflación de servicios repuntó con fuerza y por sorpresa al 4% anual y en junio se ha mantenido en ese nivel. Los modelos de previsión que usa el BCE para tomar sus decisiones proyectan la tendencia de esos dos últimos meses y seguramente el sesgo de varios consejeros, principalmente alemanes y centroeuropeos, será menos favorable ahora a bajar los tipos. En este escenario no son previsibles bajadas significativas del Euribor e incluso no hay que descartar ligeros repuntes si la presión de inflación se intensifica este verano.

Pero el principal foco de atención está en la situación política.

El inicio de la campaña para las elecciones presidenciales en EEUU y el resultado de las elecciones europeas del pasado mes, especialmente en Francia, han aumentado la aversión al riesgo de los inversores internacionales. En el Reino Unido el resultado de las elecciones es un gobierno fuerte laborista, con un candidato moderado y con un programa de política económica que genera poco temor: la libra se apreció contra el dólar el día después de las elecciones. **Pero tras**

la crisis que provocó Theresa May en 2019 y que forzó su dimisión también es conveniente analizar los riesgos financieros a los que se enfrentará el nuevo Gobierno.

En los dos últimos años el mundo ha vivido niveles de aversión al riesgo en mínimos históricos, salvo episodios puntuales y de momento el aumento de las primas de riesgo no es preocupante. Pero los niveles de deuda mundial y especialmente de deuda pública en EEUU y en Francia han aumentado desde la pandemia y es recomendable anticipar posibles riesgos y escenarios que se puedan producir.



En el gráfico anterior se observa el resultado del primer debate entre Joe Biden y Donald Trump y las probabilidades de reelección del presidente se han desplomado. Como ya anticipó el Director del FMI en un informe oficial recomendando que el Presidente Biden no compareciese a declarar en un juicio por no tener capacidades cognitivas suficientes, esos problemas quedaron en evidencia en el debate. Biden tenía serios problemas para expresarse, fallos de memoria y todos los síntomas de un proceso degenerativo de demencia que se ha acelerado significativamente el último año. Lo peor seguramente fue cuando se desconectaron las cámaras: Trump salió con mucha seguridad del plató, con su estilo habitual, pero la mujer de Biden tuvo que ir a buscar al Presidente, como a un anciano en una residencia, y ser muy cuidadosa para bajar un pequeño escalón y no tropezar. Esa imagen ha sido viral en las redes sociales y, junto a las encuestas, han despertado las alarmas en el cuartel general demócrata.

La opción más sencilla sería que la vicepresidenta Kamala Harris fuera la candidata, los fondos recaudados se mantendrían y las encuestas internas la dan como ganadora frente a Trump. Pero el presidente no quiere dimitir y su relación con Harris no es buena, lo cual complica la sucesión. Otra opción sería Michelle Obama o Gavin Newsom, Gobernador de California. Podrían ser elegidos

en la convención Demócrata en la que se elegirá oficialmente al candidato pero es más complicado aún y poco probable si Biden no renuncia.

La herencia que dejó Trump en las finanzas públicas en 2020 fue desastrosa pero la que deja Biden es aún peor y el temor de los inversores es que si gana Trump todo sea susceptible de empeorar. Desde 2019 los ingresos públicos sobre PIB siguen en el 30% del PIB y el gasto ha subido al 36% previsto por el FMI para este año. En 2019 el déficit público era del 5% del PIB, en 2023 fue del 8,5% y este año el Fondo prevé que supere el 6%.

En 2019 la deuda pública era del 108% del PIB, en 2023 fue del 122% y el elevado déficit público junto a las subidas de tipos de interés han metido a la deuda pública en una senda explosiva de crecimiento, el FMI espera que aumente al 134% del PIB en 2029. EEUU no tiene un problema de excesivo gasto público, es unos 20 puntos de PIB inferior al promedio europeo, pero sí tiene un nivel de ingresos estructuralmente inferior a su nivel de gasto desde los años ochenta cuando comenzó la denominada revolución conservadora.

Si EEUU necesitara un programa de ayuda financiera del FMI, les exigiría una reforma fiscal y subir los impuestos, como le exigen a Milei y como lo hicieron con Grecia en 2010 y con España en 2012. **El temor de los inversores es que Trump está haciendo campaña prometiendo bajar los impuestos, lo cual podría provocar una crisis financiera como la que provocó May en Reino Unido en 2019**, disparando la prima de riesgo de la deuda pública británica y hundiendo la libra contra el dólar.

El coste de asegurar el impago de la deuda pública americana pasó de 15 en 2019 a 50 ahora, pero está estable desde 2023. De momento, el temor está contenido pero la inestabilidad financiera sigue dinámicas similares a las de los huracanes: todo está en relativa calma cuando se activa la tormenta y luego su dinámica y su capacidad destructiva sigue una dinámica caótica no determinística. Una crisis financiera incrementa el desempleo, la pobreza y la deuda pública y por eso siempre es recomendable evitarlas.

El otro foco de temor de los inversores es Francia.

Le Pen ganó las elecciones europeas pero con un porcentaje similar al de 2019, la diferencia es que Macron se desplomó hasta el 14% y la alternativa a Le Pen es Melenchon, un líder radical de extrema izquierda. El centro político y los partidos moderados de izquierda y de derechas se han debilitado en Francia y la principal economía europea, junto con Alemania, está en manos de los extremos, proceso similar al que se ha producido en América Latina en la mayoría de países.



En el gráfico anterior se observa como la prima de riesgo de la deuda pública francesa con Alemania casi se ha doblado tras las elecciones europeas, el bono francés ya paga un interés superior al bono portugués y similar al español. Francia tiene un nivel de ingresos públicos del 52% del PIB, similar al de antes de la pandemia, un gasto de 57%, dos puntos más que en 2019, un déficit público del 5% del PIB y todo estructural. La deuda pública era del 97% del PIB en 2019, cerró 2023 con 110% y en 2029 el FMI estima que será del 115%.

Francia sí tiene un problema de elevado gasto público, pero ni Le Pen ni Melenchon piensan lo mismo y sus programas buscan aumentar el gasto. **El riesgo extremo de un Gobierno del Frente Nacional no sucederá tras las elecciones legislativas pero el Congreso queda más fragmentado que nunca y Francia tendrá más complicada la gobernabilidad.**

Los inversores que compran la deuda pública francesa consideran que *no con su dinero* y pueden provocar una crisis financiera similar a la que se produjo en Reino Unido en 2019 cuando May aprobó un presupuesto que aumenta 5 puntos de PIB el déficit público. Probablemente, tras el resultado de las elecciones el temor de los inversores se irá relajando pero **Francia es ahora más vulnerable al contagio de la inestabilidad financiera global.**

La situación fiscal de Reino Unido también es muy preocupante.

Los ingresos públicos estarán próximos al 40% del PIB este año según el FMI, casi 4 puntos más que en 2019. La derecha británica ha subido los impuestos pero el gasto ha subido más, 5 puntos de PIB, y van a cerrar este año con un déficit próximo al 5% del PIB, el doble que antes de la pandemia, aunque el déficit estructural está próximo al 3%. La deuda pública en 2019 era de 85% del PIB, en 2023 próxima a 105% y en 2029, según el fondo será del 110%.

Los laboristas cambiaron a Jeremy Corbin, que generaba mucho temor a los inversores por sus propuestas que aumentaban significativamente el déficit y la deuda, por Keir Starmer más moderado y próximo a la Tercera Vía de Toni Blair. **La ministra de economía del nuevo Gobierno es Rachel Reeves que estudió economía en la *London School*, trabajó en el Banco de Inglaterra y en el sector privado y es una firme defensora de la estabilidad presupuestaria, como defienden los postulados clásicos de la socialdemocracia.** Por lo tanto, el riesgo político es muy inferior al de EEUU y Francia pero la situación fiscal es similar y son una economía muy vulnerable al contagio si hay inestabilidad financiera global.

En España las elecciones europeas han reforzado a los dos grandes partidos y el voto en la extrema derecha y la extrema izquierda se ha dividido y debilitado, lo cual es una buena noticia en términos de estabilidad económica para los inversores internacionales.

No obstante, **el Gobierno sale más debilitado tras el fracaso de Yolanda Díaz y su proyecto *Sumar*.** La vicepresidenta está muy débil y trasvasando votos al Psoe cada día y al Gobierno le cuesta mucho conseguir mayorías parlamentarias para aprobar sus leyes.

Tras fracasar en los presupuestos de 2024, el Gobierno modificó de manera extraña la potestad del Senado para aprobar la senda de déficit de los presupuestos de 2025 pero ya estamos en julio y deberían estar aprobando el techo de gasto y esa senda.

Figura 3. Composición de las necesidades brutas de financiación, 2023 (% PIB)

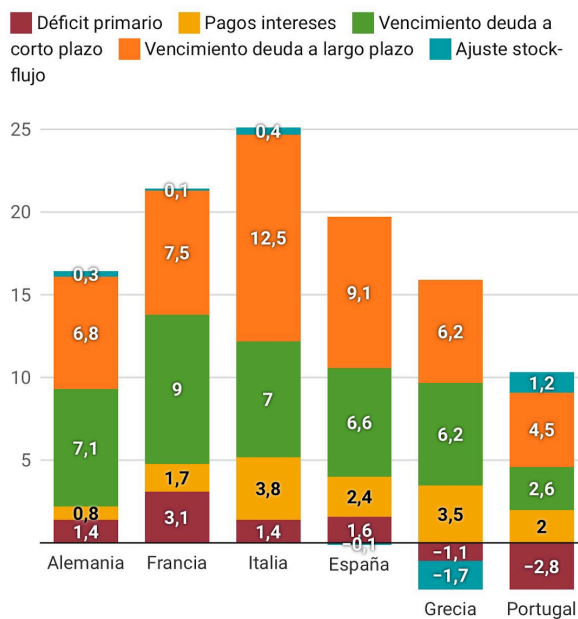


Gráfico: Judith Arnal, Real Instituto Elcano • Fuente: Comisión Europea y elaboración propia • [Descargar los datos](#)

En el gráfico anterior se puede comprobar la extrema vulnerabilidad financiera de la economía española, sólo superada por Italia y similar a la de Francia. Los países no quiebran, tienen problemas de liquidez y se ven obligados a refinanciar su deuda y eso provoca graves crisis financieras y económicas.

En el 377 antes de Cristo se creó en Grecia la Liga de Delos donde 150 ciudades-estado emitieron deuda pública solidaria, muchas no pudieron hacer frente a sus obligaciones, tuvieron que reestructurar la deuda y los inversores perdieron el 80% de sus ahorros. En 1525 ya existía un mercado secundario de deuda pública donde los inversores intercambiaban sus títulos para protegerse de los incumplimientos de los reyes españoles. Llegaba mucho oro y plata de América pero se gastaban mucho más en guerras y otros gastos.

Este tipo de crisis siguen una dinámica caótica, similar a la de los huracanes. Todo está en relativa calma, aunque la deuda y, sobre todo, las necesidades de financiación son muy elevadas. Un día los inversores se asustan y empiezan a dudar sobre la capacidad del país de repagar sus deudas. Empiezan a reducir su exposición y parte de los vencimientos no les renuevan y un día dejan de ir a las subastas del Tesoro y el país no tiene capacidad para pagar el sueldo de sus funcionarios, las pensiones y se ve obligado a pedir un rescate internacional y a reestructurar sus deudas.

El bono español a 10 años se emite a tipos próximos al 3% y con 80 puntos básicos con el bono alemán. **De momento la tensión que estamos viendo en el bono francés por la posibilidad de un Gobierno populista de Le Pen apenas se está contagiando al bono español, lo cual es una excelente noticia.** No obstante, para prevenir dinámicas caóticas y posibles problemas para refinanciar la deuda sería necesario que España inicie una senda de reducción de déficit y deudas públicas.

El ejemplo a seguir es Portugal. Tras su rescate en 2011 el Gobierno conservador se vió forzado a hacer una dura política de austeridad, excesiva como ha reconocido la propia Comisión Europea después. Pero Portugal después con un gobierno de izquierdas liderado por Antonio Costa, actual presidente del Consejo Europeo, mantuvo la contención del gasto, tiene un superávit primario antes del pago de intereses de la deuda próximo al 3% del PIB y casi la mitad de necesidades de financiación que España y Francia, lo cual les hace mucho menos vulnerables.

Los inversores saben que un Gobierno débil tiene menos capacidad de seguir políticas fiscales prudentes ya que necesita aceptar las exigencias de sus socios de legislatura que siempre aumentan el déficit y **por eso España es un país muy vulnerable al contagio en episodios de inestabilidad financiera global.**