



JCD

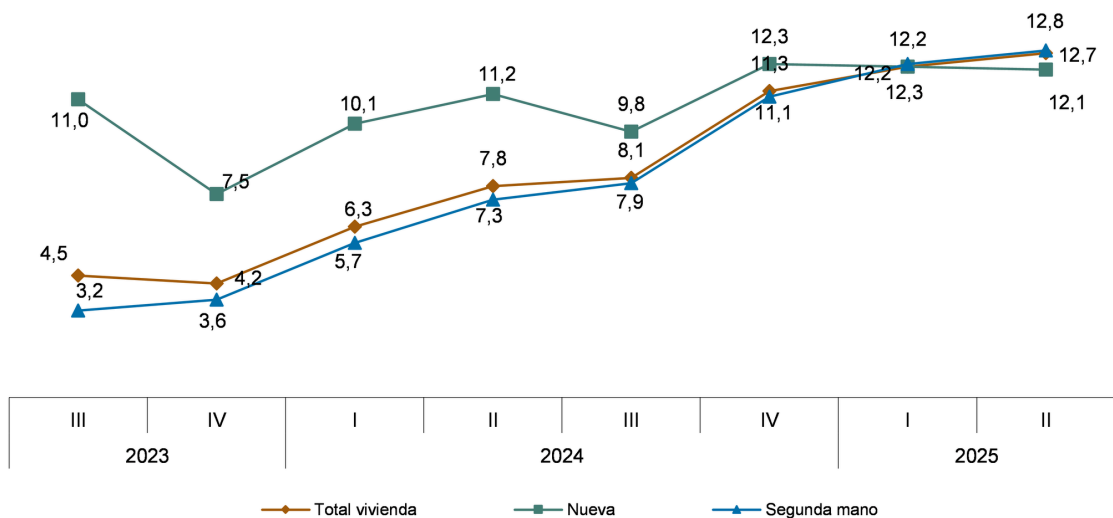
SEPTIEMBRE 2025

El empleo va bien, los salarios siguen mal

Los datos de afiliación a la Seguridad Social de agosto mantienen su dinamismo y, eliminado el efecto estacional, se crearon más de 30.000 empleos. Eso supone un crecimiento anualizado de unos 350.000 empleos, menor a los 450.000 de los últimos meses, pero aún así sigue siendo un crecimiento intenso.

Tanto la industria como servicios mantienen crecimientos del empleo próximos al 2% anual pero destaca la construcción, que crece próxima al 3,5% anual. **Se ha activado un ciclo de construcción de nuevas viviendas y esa es la principal causa.**

El promedio de los últimos años era de unas 90.000 viviendas iniciadas al año, en 2024 se iniciaron 112.000, un 15%, y seguramente en 2025 volverá a crecer. Aún así siguen muy por debajo de las que serían necesarias para cubrir las necesidades y frenar la dinámica de subidas de precios.



En el 2tr25 los precios de la vivienda crecieron a su tasa más elevada de los últimos 18 años, próximos al 13%. **La presión de demanda y de creación de hogares se ha moderado, pero la escasez de oferta y los errores de regulación del Gobierno desde 2018 han intensificado el problema.**

Todas las regulaciones aprobadas han sido intervencionistas y pretendían fijar los precios y frenar las subidas, pero su efecto ha sido el contrario (como ya advertí que pasaría en 2019 cuando aprobaron la primera ley de vivienda).

Los tipos del BCE son de nuevo muy bajos, inferiores a la inflación, e incentivan que el ahorro siga buscando más rentabilidad en el inmobiliario y eso presiona al alza sobre los precios.

No es esperable subidas de tipos, los datos de la economía de la Eurozona anticipan un deterioro aún mayor de la actividad en el segundo semestre, y a corto plazo la única solución sería un aumento significativo de la oferta de alquiler que modere los precios y sea una alternativa, especialmente para que los jóvenes prefieran la opción de alquilar y disminuya la presión de demanda de viviendas en propiedad.

El ciclo de construcción es muy lento, la burocracia es asfixiante en este sector y se tardará muchos años en construir el medio millón de viviendas necesarias, según el Banco de España.

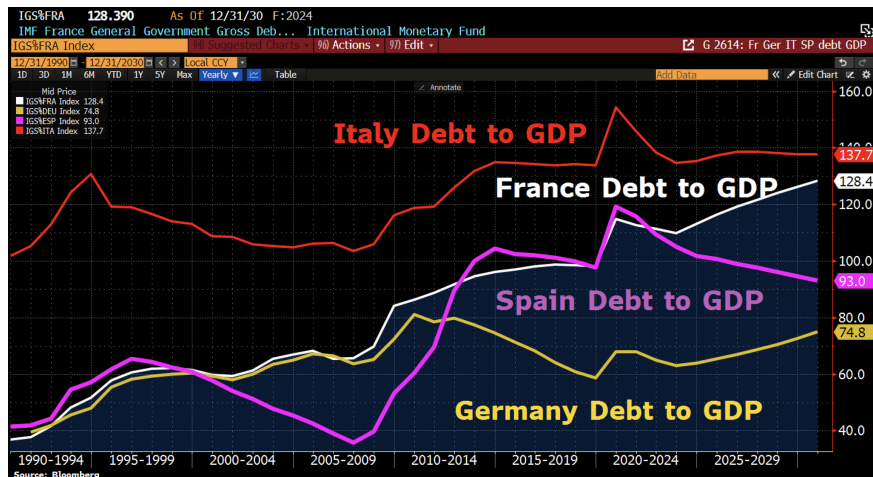
A diferencia de los datos de empleo que mantienen su dinamismo, los datos de la Agencia Tributaria con las declaraciones de IVA del 2tr25 **reflejaron un frenazo de la actividad económica.**

El consumo privado crece próximo al 2,5% anualizado aunque modera su crecimiento, pero la inversión y las exportaciones caen.

Las exportaciones de coches, la mayor partida junto a los alimentos, cayeron un 10% anual en el primer semestre, por la debilidad de la demanda europea y por la competencia china.

Los PMI, indicadores adelantados de producción industrial y PIB, anticipan mayor debilidad del crecimiento europeo en los próximos meses, especialmente en Alemania.

Ayer el peso de la industria en el PIB era mayor, especialmente del automóvil, y la crisis industrial tiene mayor impacto en el nivel de empleo y también en su tasa de crecimiento. Italia es el país más afectado por la competencia china al producir coches en el segmento de menos precio y con marcas propias vinculadas a Fiat. **La producción industrial de coches en España, Francia y Alemania es un 30% inferior a la de antes de la Pandemia, pero en Italia se ha desplomado un 50%.**



En el gráfico anterior se observa que **Italia tiene elevada deuda pública y no consigue reducirla desde 2010** y con bajo crecimiento potencial, la proyección es que no la reducirá hasta 2030 a pesar de que el BCE ha vuelto a bajar los tipos.

La crisis industrial bajará aún más el crecimiento potencial y si vuelve a subir su prima de riesgo, Italia volverá a tener una crisis de deuda como le sucedió en 2010.

Su presión fiscal es muy elevada y ahora tienen que aumentar su gasto militar y deberían aplicar recortes de gasto público en otras partidas.

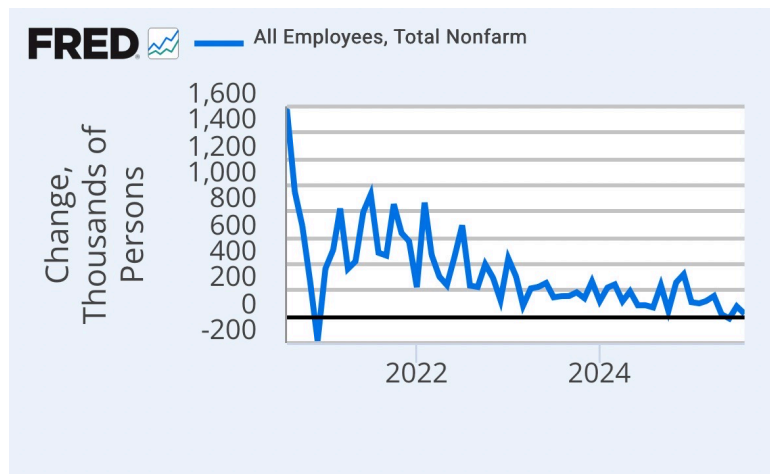
Alemania ha aprobado un ambicioso plan de inversión pública y gasto en defensa y, con bajo crecimiento potencial, su deuda pública crece en la proyección, pero sigue siendo muy inferior a la del resto de grandes países de la Eurozona. Aún así, esto relajará el cumplimiento de las reglas fiscales en Bruselas para todos los países.

España tiene un déficit estructural alto pero con mayor potencial de crecimiento -y bajos tipos de interés- la proyección de deuda pública cae 10 puntos de PIB hasta 2030.

Sigue siendo una deuda elevada y si aumenta la prima de riesgo, también volvería a crecer pero España cumple las dos reglas fiscales: déficit por debajo del 3% del PIB y reducción de deuda a medio plazo, por lo que no tendrá problemas con Bruselas en ese escenario.

El problema es Francia. Esta semana puede caer otro primer ministro si no consigue aprobar los presupuestos. Macron está en minoría en el Parlamento, su crecimiento potencial es bajo, quiere liderar la defensa europea y por eso necesita reducir gasto en otras partidas, principalmente en pensiones. Por eso nombró Bayrou primer ministro.

La prima de riesgo francesa a 10 años ha aumentado 20 pb en el último mes con Alemania y también con España. Sigue siendo baja y no preocupante pero es la principal vulnerabilidad de la economía gala y podría provocar contagio a otros países como España.



En EEUU la economía se resiente de la política de Trump y la subida de aranceles.

En el verano apenas se ha creado empleo y en agosto sólo 20.000 en un mes, lejos del medio millón mensual que se creaba antes de la crisis del gas en 2021 y de que la Fed subiera los tipos.

Powell en Jackson Hall ya anticipó bajas y el mercado descuento tipos próximos al 4%. Miran, el asesor de Trump que ha nominado para entrar en Fed, ha testificado en el Congreso y también anticipó tipos oficiales del 4%.

Esos tipos seguirían siendo ligeramente restrictivos y no serían un peligro para la inflación y para el dólar y eso ha relajado significativamente a los inversores, y de nuevo las bolsas suben a nuevos máximos y se ha reducido la volatilidad en los mercados de bonos y de divisas. No obstante, con Trump en la Casa Blanca todo puede cambiar en minutos.

Conclusión: el empleo en España mantiene su dinamismo aunque los datos de gasto de familias y empresas y exportación anticipan algo de desaceleración en los próximos meses.

La inestabilidad política sigue creciendo, el Gobierno tiene cada vez más complicado conseguir apoyos parlamentarios y se ve forzado a seguir la agenda

independentista con la condonación de la deuda y el cupo catalán, y va perdiendo apoyo en intención de voto fuera de Cataluña.

El PP también ha caído en intención de voto y Vox se beneficia de la crisis institucional y consigue cada vez más apoyo entre los jóvenes, cuya confianza en el sistema se debilita día a día.

Recuerda al 15M que Podemos supo canalizar para luego defraudar a esos votantes.

Veremos qué pasa con Vox.