

Análisis Regional España

¿El ajuste que viene?

Invertia, El Español (España)

Miguel Cardoso

El déficit público parece no ser consistente con la posición cíclica de la economía española. Está contribuyendo a que la inflación se mantenga elevada, en un entorno en el que la tasa de paro está en mínimos de los últimos 15 años. El impulso fiscal está concentrado en el gasto que, según la intención de la Comisión Europea, debe crecer en línea con el PIB a medio plazo. Aunque en los últimos años se han anunciado cambios que aseguran mejoras actuales o futuras en los ingresos de las Administraciones públicas, parece que estos no serán suficientes. En 2024 habrá que presentar un plan de ajuste que comprometa reformas estructurales ambiciosas para minimizar el impacto negativo sobre la economía.

La última vez que la tasa de paro se encontraba en niveles similares a los actuales (12,9%, en promedio, en 2022) y la economía no estaba en recesión (como en 2008) fue a inicios de siglo. Entonces, las cuentas públicas mostraban un superávit primario (excluyendo el pago por intereses) del 2% del PIB y la deuda de las Administraciones se situaba en el 57% del PIB. Hoy se registra un déficit primario del 2% del PIB y la deuda pública está en el 113% del PIB. Por lo tanto, es difícil justificar el desequilibrio en las cuentas públicas por motivos cíclicos: pasada la emergencia por la pandemia y la incertidumbre derivada del encarecimiento de la energía, la economía no necesita el soporte del impulso fiscal. Esto es incluso sin tomar en cuenta la aceleración en el gasto que se espera como consecuencia de la implementación de los fondos Next Generation EU. Más aún, los compromisos que se han adquirido en pensiones y sanidad, junto con el elevado nivel de endeudamiento, aconsejarían aprovechar la fuerte recuperación para crear espacio para las políticas públicas en el futuro.

Otra referencia a considerar es 2019, cuando el déficit fue del 2,9% del PIB y la tasa de paro del 14%. Todo el deterioro en las cuentas públicas desde entonces se debe al incremento en el gasto, que aumentó en 5,5 pp del PIB. Que se haya observado, en 2022, un déficit más cercano al 5% que al 8,5% del PIB se debe al buen comportamiento de los ingresos, que han aumentado 3 pp del PIB desde entonces. Si se piensa que la situación de 2019 era de "equilibrio", sobrarían algo más de 2 pp de gasto o faltarían 2 pp de ingresos.

La evolución de la inflación sería muy diferente sin estos 2 pp del PIB como impulso fiscal apoyando a la demanda interna. Entre los componentes del gasto que más crecen se encuentran las prestaciones sociales, que han pasado del 15,8% del PIB al 17,2% sólo en tres años. La remuneración de los asalariados ha aumentado casi un punto porcentual del PIB desde 2019. A su vez, la suma de la inversión pública y de los consumos intermedios sería 1,5% del PIB mayor. El aumento de las pensiones con la inflación habría permitido a los jubilados mantener su consumo, incluso en un entorno de aumento en precios. El incremento que se ha observado en el número de los empleados públicos, junto con el ahorro que habrían podido acumular durante la pandemia estaría apoyando su gasto. Finalmente, los proveedores de insumos para las Administraciones y los beneficiarios del aumento en la formación de capital fijo público también se estarían beneficiando. Así, la recuperación de los márgenes por parte de las empresas se ha dado, en parte, gracias a que los agentes económicos están dispuestos a pagar los sobrecostes que se encuentran en los mercados, y parte de esto se debe a un impulso fiscal excesivo.

El aumento de la deuda durante el confinamiento fue necesario y, junto con la utilización de los ERTE y los avales a las líneas de crédito del Instituto de Crédito Oficial, muestran el aprendizaje que ha dejado la crisis financiera global de 2008 en términos de política económica. Sin embargo, la permanencia en el tiempo de este impulso fiscal y su impacto en la inflación, pueden estar haciendo que su bienvenida se haya agotado.

Una razón para mantener el nivel de déficit sería argumentar que la actual tasa de paro es excesivamente elevada. Y así es cuando se compara con el nivel que se observa en el resto de la eurozona (6,7% en 2022). Sin embargo, no lo es cuando se mira hacia atrás: el promedio de los últimos 30 años se sitúa alrededor del 15%. Por su parte, el número de vacantes sin cubrir como porcentaje de la fuerza laboral está alcanzando máximos sólo comparables con los observados en 2007. Las prestaciones por desempleo representan, tan sólo, el 1,6% del PIB, un nivel similar al que se observaba, nuevamente, a inicios de siglo. Por su parte, la afiliación a la Seguridad Social ya sobrepasa en un 5,4% el nivel anterior a la pandemia y alcanza niveles históricamente elevados, después de registrar un crecimiento anualizado del 3,7% durante el primer trimestre de 2023. Todo lo anterior apunta a que la economía necesita poco soporte. Si se tiene un paro estructural tan elevado, las soluciones están más en la formación y en el mejor diseño de las políticas pasivas de empleo que en el endeudamiento público.

Con el anuncio de las nuevas reglas fiscales por parte de la Comisión Europea (CE), se tendrá que pensar en cómo realizar el ajuste durante los próximos años. La CE exigirá, como mínimo, medidas equivalentes a un esfuerzo de 0,5% del PIB por año. Esto parece insuficiente para España por ser inconsistente con los desequilibrios que se presentan. Es muy probable que los números arriba mostrados, junto con los pasivos contingentes que existen en la Seguridad Social y en la sanidad, lleven a las autoridades europeas a demandar medidas por importes superiores a dicho mínimo. Como los programas tendrán que adelantar buena parte del ajuste al inicio de su puesta en marcha (tanto por lo que exigen las nuevas reglas por aprobar como por la credibilidad que puedan generar), es muy posible que el Gobierno tenga que presentar un plan con una política fiscal restrictiva en 2024. Con independencia de lo que exija o no la Comisión, sería lo prudente en cualquier caso.

Para minimizar el impacto sobre la economía, en un entorno en el que los tipos de interés probablemente seguirán elevados, sería recomendable ir adelantando parte del ajuste, eliminando sobre todo medidas generales, no focalizadas en colectivos vulnerables. Esto ayudaría a evitar una mayor aceleración de la inflación y una posible pérdida de competitividad de las empresas. Mirando hacia el siguiente año, se tendrá que hacer uso de la posibilidad de combinar la consolidación con reformas que eleven el crecimiento económico, que prioricen la inversión pública en sectores clave, o que trasladen de manera creíble parte del coste a futuro. Esto requerirá un amplio consenso social, ya que el reparto de la factura fiscal entre colectivos generará malestar, mientras que reformar implica enfrentarse a grupos de interés que no renunciarán con facilidad a sus privilegios. Las políticas sólo tendrán éxito si la distribución de los costes se percibe como justa y se tiene la convicción de que los cambios son necesarios y de que la situación mejorará con las decisiones que se tomen.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarresearch.com.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25
bbvarresearch@bbva.com www.bbvarresearch.com