

España

Mea culpa

Invertia

Miguel Cardoso

Con la Navidad y el inicio del nuevo año siempre es bueno mirar hacia atrás y hacer examen de lo que se ha hecho en los últimos 12 meses. Dentro del trabajo que realizamos en un servicio de estudios económicos, quizá el que más visibilidad tiene es el de ofrecer previsiones sobre las principales variables financieras y de evolución de la actividad. Si el baremo para juzgarnos es el de acertar al decimal, no podríamos ganar. El mundo es imprevisible. Lo que conviene hacer al evaluar un escenario económico es valorar tanto los supuestos utilizados como la calidad del análisis. De esta manera, el usuario puede introducir sus propios sesgos y encontrar utilidad a las previsiones. Con este contexto en mente, mi objetivo aquí es hacer un mea culpa de qué fallamos cuando hicimos el escenario económico hace un año.

El “error” más evidente ha sido que el PIB de España ha crecido en 2024 mucho más de lo que percibíamos iba a ser posible hace doce meses (3,1% frente a 1,5%). Esto, a pesar de que dos de los supuestos clave sobre el escenario internacional que utilizamos hace un año para justificar el menor crecimiento sí que se han cumplido. Por un lado, el PIB de la eurozona estaría mostrando un débil avance, exactamente en línea con lo previsto (0,7%). Por otro lado, la política monetaria ha tenido un tono restrictivo durante gran parte del año. Ambos factores iban a limitar el avance de la demanda, tanto externa como interna. ¿Por qué entonces la economía española ha podido navegar mejor de lo que esperábamos este entorno? En primer lugar, por la naturaleza de la recuperación en Europa, con un mercado laboral tenso, donde apenas se notan movimientos en la tasa de paro, y los salarios aumentan. Buena parte de la debilidad en el crecimiento se concentra en el pobre desempeño de la industria, particularmente en Alemania. Los hogares europeos están priorizando el gasto en servicios, lo que beneficia a España por la importancia del turismo y la creciente participación del resto de exportaciones. En segundo lugar, el aumento de la carga financiera parece no estar teniendo el impacto negativo que se observó en anteriores ciclos, posiblemente gracias al menor endeudamiento del sector privado y a que hay un acuerdo europeo para hacer una consolidación fiscal moderada (aunque prolongada en el tiempo).

Además del diferente impacto que ha tenido el escenario internacional de lo que se preveía, la fortaleza en el crecimiento podría deberse a vientos de cola exclusivos de nuestro país. Aquí hay que destacar, primero, la disponibilidad de electricidad, a precios más reducidos que en muchos países europeos, en parte gracias a las medidas aprobadas, pero también al fuerte incremento en la oferta de energía renovable (tanto por la inversión como por las favorables condiciones en la península ibérica). En segundo lugar, y quizás más importante, se ha producido un aumento de la inmigración, que ha permitido expandir la oferta de una manera que no se ha visto en otros países ante el fuerte aumento de la demanda, y que ha podido contener el crecimiento de los costes laborales. En tercer lugar, está una evolución de la productividad por hora algo mejor de lo que se observa en el resto de la eurozona. Finalmente, el consumo público ha contribuido al avance de la demanda interna, impulsado por el gasto en remuneraciones por parte de los gobiernos regionales.

La pregunta, por tanto, es si estos factores continuarán dándonos sorpresas positivas en 2025 o si otros, más negativos, les sustituirán. El escenario hacia delante apunta a un crecimiento del PIB en la eurozona similar al de este año (+1,0% en 2025). Los tipos de interés han comenzado a bajar, lo que junto con la caída de la inflación y el avance de los salarios, debería asegurar que la recuperación del PIB en España se mantenga (+2,3%) y que el diferencial positivo perdure.

Sin embargo, uno de los factores que más preocupa hacia delante y que puede limitar el avance, tiene que ver con una de las tendencias que acertamos sobre el escenario de este año: el virtual estancamiento de la inversión privada.

Aquí, el diagnóstico de que la política monetaria iba a restringir el avance parece haber sido acertado. En todo caso, dada la sorpresa positiva en el crecimiento, la inversión debería de haber aumentado más: en BBVA Research estimamos que la compra de maquinaria y equipo se sitúa alrededor de un 6% por debajo de lo que nos dicen los fundamentales que tradicionalmente explican su comportamiento. La evidencia aquí parece apuntar a un papel creciente de factores difíciles de medir, como la incertidumbre sobre la política económica.

Por ejemplo, la producción de energía se mueve en un entorno de inseguridad. Los criterios para introducir nuevos impuestos, tanto a nivel nacional como regional, se alejan de motivos consistentes con la eficiencia en la recaudación, la incentivación de la actividad, la unidad de mercado, o, incluso en algunos casos, de la progresividad. Sectores clave, como el turístico, sufren una regulación que puede impedir en el futuro la pronta reacción de la oferta ante el aumento de la demanda, por no hablar de la oposición social (que empieza a suponer una restricción a su expansión). En ambos casos, la contribución al crecimiento puede verse limitada por una mayor inversión.

La incertidumbre de política económica y la falta de inversión pueden estar adelantando también una desaceleración de la inmigración. Aquí, hay que recordar que hasta un 90% del avance del empleo se puede explicar por la contratación de personas nacidas fuera de España. Los elevados precios para acceder a la vivienda no solamente suponen una amenaza a la calidad de vida de los residentes en el país, sino que también representan un desincentivo para aquellas personas que consideren a España como destino para vivir y trabajar. Nuevamente, los cambios en la regulación del alquiler observados durante los últimos años, junto con la burocracia que ralentiza innecesariamente los procesos para desarrollar suelo, conllevan un obstáculo para la construcción e incremento de la vivienda a precio asequible.

La falta de inversión también avanza que algunos sectores continuarán siendo poco competitivos. El ejemplo más extremo es el del automóvil. Las compras de vehículos han caído en toda la eurozona, en un contexto en que la oferta china gana cada vez más cuota de mercado. Sin un proceso de reconversión, que mejore las posibilidades de las empresas o acelere la transición hacia la producción de coches eléctricos, el sector continuará restando a las exportaciones y al empleo.

Los costes laborales no salariales persisten con su aumento. Hacia el siguiente año se discuten cambios que pueden afectar al número de horas trabajadas y al salario mínimo interprofesional. Asimismo, las cotizaciones a la Seguridad Social pueden tener que seguir creciendo, en línea con los lineamientos acordados en la última reforma del sistema de pensiones.

Por último, se han anunciado incrementos impositivos y objetivos de crecimiento del gasto para cumplir con las reglas fiscales. Esto, junto con la percepción de que el impacto de los fondos NGEU ha llegado a un máximo en 2024, harán que la contribución de la política fiscal al crecimiento se modere considerablemente el siguiente año.

En resumen, la expansión continuará en 2025, pero la probabilidad de continuar viendo tasas de crecimiento tan elevadas como en 2024 va en descenso. A esto contribuirá un escenario todavía favorable, con una política monetaria menos contractiva. Sin embargo, la falta de inversión podría reducir el diferencial positivo que ha mostrado el crecimiento del PIB en España. Es imprescindible hacer también aquí una evaluación de lo que ha ido mal y tratar de generar un entorno más propicio para el avance de la inversión.

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
www.bbvarresearch.com