

Análisis Macroeconómico. Geoestrategia

Crecimiento pese a los lastres, ¿hasta cuándo?



Miguel Cardoso
Expansión (España)

Las revisiones al alza en las previsiones de crecimiento para la economía española se han multiplicado recientemente. La temida desaceleración que se esperaba no se ha producido. Ni el aumento de los aranceles o la apreciación del euro frente al dólar, ni la falta de inversión en sectores clave (como vivienda y energía) o el incremento de la incertidumbre doméstica han sido suficientes para detener la inercia que lleva la creación de puestos de trabajo. Y, sin embargo, no habría que dudar del efecto negativo de todos estos factores, sino preguntarse qué tanto mejor podría ser la recuperación en ausencia de ellos o cuándo comenzarán a tener un mayor impacto en la actividad.

En los últimos meses, el relativo pesimismo sobre la evolución futura de la economía ha dado paso a un entorno donde el crecimiento del empleo se mantiene robusto. [En BBVA Research](#) estimamos que, dado el comportamiento de la afiliación a la Seguridad Social y del resto de indicadores que se conocen, el avance del PIB en el tercer trimestre de 2025 se situará alrededor del 0,7 %, apenas por debajo del observado en el segundo. En parte, como resultado de no observar un debilitamiento mayor, mejoramos la previsión de crecimiento para este año y 2026 en 0,5 y 0,6 puntos porcentuales, hasta el 3,0 % y el 2,3 % respectivamente.

No obstante, no porque no sea aparente el impacto negativo de los factores arriba mencionados, no se está produciendo. El aumento en el coste de exportar hacia los EE. UU., la apreciación del euro frente al dólar y la incertidumbre sobre la política comercial han traído una caída significativa en las ventas de bienes a los EE. UU. y a países latinoamericanos. A pesar de las revisiones que ha hecho el INE a la serie de inversión, mejorando la adquisición de activos intangibles y la construcción no residencial, la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo terminará 2025 alrededor de un 5 % por debajo de su nivel de 2019. Más aún, el diagnóstico de que los fondos ligados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) han tenido un rendimiento bajo se mantiene, dado, por ejemplo, el práctico estancamiento que se observa en la productividad por trabajador. Quizás lo más importante para el bienestar a corto plazo de los hogares sea la falta de consenso que amenaza con intensificar ciertas tendencias que se vienen observando. De esta manera, se dilatan las soluciones que deberían estarse aprobando para atajar cuellos de botella graves como el encarecimiento de la vivienda, el incremento en el precio de la electricidad observado desde abril, o resolver la incertidumbre que

se vive sobre la evolución futura de los costes laborales y el necesario proceso de consolidación fiscal (pensiones incluidas).

Si se suman los efectos negativos que históricamente han tenido los incrementos en los aranceles, la apreciación del euro frente al dólar, el impacto de la relativamente débil recuperación de la inversión, o la mayor incertidumbre de política económica, el lastre sobre el PIB actual podría estar entre 1 y 2 puntos porcentuales.

La falta de un deterioro perceptible de la actividad puede encontrar explicación en el soporte que ha traído la caída en los tipos de interés. Además, la economía se beneficia de eventos exógenos como la reducción en el precio del petróleo, el cambio de preferencias en el gasto de los hogares europeos que favorece al sector turístico y el aumento de la fuerza de trabajo (inmigración) que mantiene los costes laborales bajo control. En la medida en que estos factores se mantengan, el crecimiento el siguiente año continuará siendo sólido. En cualquier caso, otra manera de interpretar los datos es que, en ausencia de estos lastres, el crecimiento podría ser mayor y/o de mejor calidad.

Hacia delante, este equilibrio entre pesos y contrapesos no está garantizado. Los efectos de algunos de los soportes pueden ir menguando, mientras que ciertos desequilibrios podrían potenciarse. Esto último puede aumentar la necesidad de tener un consenso alrededor de políticas adecuadas que incentiven la inversión en general (y particularmente en vivienda), mejoren la productividad y los salarios, a la vez que aseguren que el proceso de consolidación fiscal no se vuelve una carga imposible de levantar.

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.