

Análisis Macroeconómico. Finanzas Públicas

De fiesta como en 1999

Miguel Cardoso
Expansión (España)



En 1999, mientras Prince nos invitaba a celebrar como si no hubiera un mañana, la economía española entraba en una de las fases de expansión más intensas de su historia reciente. El impulso fiscal por los fondos europeos, la prima de riesgo en mínimos históricos, una política monetaria expansiva y los flujos migratorios configuraron un ciclo de crecimiento del PIB y del empleo que se prolongaría hasta 2008. ¿Les suena familiar?

La economía española está volviendo a mostrar un patrón de crecimiento similar al de los años anteriores a la crisis financiera global gracias a la misma combinación de factores. El riesgo, como entonces, y sin que tenga que darse el mismo resultado, es que este modelo puede generar desequilibrios si no va acompañado de mejoras estructurales.

En particular, habría que destacar varias similitudes. Por un lado, se observará una creciente dependencia de la demanda interna y una cada vez más negativa contribución de la externa. Si entre 2002 y 2006 la contribución de la primera al crecimiento alcanzó alrededor de 4 puntos porcentuales (pp), en 2025 y 2026 se espera que ronde los 3,5 pp. Respecto a la segunda, ambos períodos mostrarían aportaciones negativas de alrededor de 1 pp y 0,8 pp respectivamente. Esto último supone una reversión en cuanto a lo visto en el período posterior a 2020.

En parte, dicha tendencia refleja una necesaria recuperación de las rentas salariales y del consumo. Sin embargo, también puede ser consecuencia del práctico estancamiento de la productividad por asalariado que se viene observando (0,1 % en promedio, en 2026 y 2027, incluso por debajo del 0,4 % entre 2002 y 2006), lo que aumenta el riesgo de un deterioro de la competitividad de las empresas exportadoras.

Puede ser especialmente preocupante si la inflación se mantiene persistentemente por encima de la de la eurozona, como ocurrió a inicios de siglo ($\approx +1,0$ pp de media anual) y en la segunda mitad de 2025. A ello podría contribuir que, nuevamente, las políticas públicas no estén bien calibradas al ciclo español. En los 2000, Alemania atravesaba una transición estructural ligada a la reunificación, lo que condicionó la orientación de la política monetaria: como entonces, el BCE tenderá a fijar tipos más acordes con el centro que con la periferia. En España, los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia y la inversión en defensa seguirán sosteniendo la demanda, sumándose las dudas sobre el cumplimiento fiscal en un contexto de incertidumbre política. Con bajo paro y cuellos de botella (vivienda, electricidad), las divergencias de precios podrían ampliarse.

Otra de las coincidencias vendrá de la mano del aumento de la inversión, especialmente la residencial y del deterioro de la cuenta corriente. La combinación de demanda embalsada, gasto público, crecimiento demográfico, restricciones de oferta y expectativas de bajadas de tipos podría traducirse en que la inversión en construcción explique un 20 % del avance de la demanda en 2026 y 2027, similar a lo observado entre 2002 y 2007 (25 %). Asimismo, la recuperación del consumo y de la formación bruta de capital puede suponer un punto de inflexión en el proceso de desapalancamiento con el resto del mundo. En BBVA Research prevemos un deterioro del saldo de la cuenta corriente de 2 pp del PIB entre 2025 y 2027. A corto plazo, ambas tendencias deberían de ser bienvenidas, dado el coste social de no actuar inmediatamente sobre el desequilibrio en el mercado de la vivienda y de la necesidad de trasladar la mejora económica en avances tangibles sobre el gasto y bienestar de las familias. Además, España parte de una posición más sólida, habiendo reducido a la mitad el endeudamiento neto con el resto del mundo.

Sin embargo, los paralelismos emergentes invitan a la cautela. La experiencia pasada ofrece una lección clara: crecer mucho no es sinónimo de crecer bien. El ciclo de principios de siglo dejó avances indiscutibles en renta y empleo, pero también como hoy, la mejora en términos per cápita es más limitada, la productividad no aumenta y se generaron vulnerabilidades que amplificaron el impacto de la crisis posterior. Celebrar el crecimiento es legítimo y afortunadamente la situación de partida es mejor, pero hacerlo “como en 1999” debería servir más como advertencia que como consigna.

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.