

**Consumo**

# Al crecimiento lo frena el consumo

Expansión (España)

**Miguel Cardoso**

En la última semana, diversas instituciones han revisado al alza sus expectativas de crecimiento del PIB en España. BBVA Research prevé un avance del 2,5% en 2024 y que el ritmo se mantenga por encima del 2% en 2025. Esto llevaría al PIB a situarse un 7,2% por encima de los niveles prepandemia y a la renta bruta disponible en términos reales a ser un 9% superior. Sin embargo, las previsiones sobre el consumo privado son más moderadas, situándolo en 2025 sólo un 4,3% por encima de lo observado hace cinco años. En nuestros modelos, los economistas utilizamos el consumo (no el producto) para aproximar las mejoras del bienestar de los hogares, por lo que su lenta recuperación puede impactar los beneficios que las familias perciben del período de expansión actual.

¿Por qué no se está viendo un aumento proporcional del gasto en consumo de las familias al avance de la renta? Tradicionalmente, niveles de ahorro superiores al promedio histórico indican períodos de incertidumbre económica, como ocurrió tras la crisis de 2008 y en 2020. No obstante, la tasa de paro está en mínimos de quince años y la creación de empleo sugiere que podría bajar al 10,9% en 2025, lo que indica que el miedo a la pérdida del puesto de trabajo no está siendo un factor decisivo en el aumento del ahorro.

Un segundo factor es el incremento en la rentabilidad del ahorro. En los últimos dos años, los tipos de interés en los depósitos a plazo han aumentado en alrededor de 300 puntos básicos, desincentivando el consumo presente para permitir un mayor consumo futuro. Aunque el cambio en la política monetaria puede explicar parte de lo sucedido, este fenómeno también se observa en la eurozona sin que ahí se vea un incremento significativo en el ahorro de los hogares.

Una tercera explicación posible es que la mayor acumulación de activos responda a necesidades de inversión. El problema aquí es que la recuperación se está caracterizando por una falta de sensibilidad de la acumulación de capital fijo al aumento en la actividad. Por ejemplo, la iniciación de vivienda nueva y la adquisición de maquinaria de transporte están un 10% y un 20% por debajo de los niveles de finales de 2019.

El incremento en la inmigración podría sugerir otra alternativa. En 2023, un 71% del nuevo empleo correspondió a personas nacidas en el extranjero, quienes podrían tener restringida su capacidad de gasto por la necesidad de enviar remesas o por la falta de redes familiares que les puedan apoyar en situaciones críticas. No obstante, las remesas representan un porcentaje menor del PIB y su aumento fue limitado en 2023.

Finalmente, hay tres factores cuya probabilidad para explicar el aumento del ahorro es mayor. Primero, la riqueza neta de los hogares en términos reales se mantiene constante desde 2020, cuando venía aumentando. Las familias pueden percibir que necesitan un mayor ahorro para regresar a esa tendencia, más cuando la relación rentabilidad-riesgo de los activos inmobiliarios se ha deteriorado con los cambios regulatorios en el alquiler. Segundo, el aumento de la renta ha sido desigual, favoreciendo a hogares que reciben transferencias del Gobierno y a aquellos que se han beneficiado del incremento de tipos de interés. Estos hogares son de mayor edad, con más renta, y con una propensión marginal a consumir menor. Tercero, los hogares podrían estar anticipando la reducción de la deuda y déficit público que comenzará en 2025, lo que implicará recortes en servicios públicos, en transferencias o aumentos impositivos, posiblemente en las rentas del capital.

En resumen, aunque el PIB y la renta bruta disponible están en recuperación, diversos factores están limitando el crecimiento del consumo privado. No parece que ni la incertidumbre económica ni el aumento en la rentabilidad del

ahorro puedan explicar la evolución diferencial del ahorro en España. Tampoco las necesidades de inversión o la inmigración. Sí que parecen tener más importancia, mecanismos como la desigualdad en el avance de la renta, la caída de la riqueza neta de los hogares en términos reales o la anticipación de políticas fiscales más estrictas. La expectativa de que estos factores se mantengan sugiere que el consumo privado continuará restringido como motor del crecimiento.

## 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](http://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](http://www.bbvarresearch.com)