

**Análisis Macroeconómico**

# ¿Qué puede salir mal?

Expansión (España)

**Miguel Cardoso**

En la tradición que ha consolidado a la economía como la ciencia “lúgubre”, me gustaría repasar algunos de los escenarios de riesgo que enfrenta la actividad en España, ahora que en BBVA Research hemos revisado al alza las previsiones de crecimiento del PIB para 2024 y 2025 hasta el 2,9% y el 2,4%, respectivamente.

Lo más probable hacia delante es que continúe tanto el crecimiento del empleo como la recuperación de los salarios reales y de los beneficios de las empresas. Las exportaciones de servicios (los turísticos y el resto) seguirán registrando niveles de actividad históricamente elevados. Esto, gracias a las mejoras en la competitividad que se han logrado y a la recuperación que se espera en la eurozona. A esto, se añade la habilidad de continuar incrementando la capacidad de crecimiento a través de una mayor inmigración. Los tipos de interés caen y aumentarán los recursos disponibles para realizar gastos de consumo e inversión, a la vez que incentivarán la toma de crédito. Esto, junto con la caída de los precios de los combustibles y alimentos, puede hacer que la consolidación fiscal del 2025 pueda tener un menor efecto contractivo.

El primer escenario de riesgo, tanto por probabilidad de ocurrencia como por posible impacto, es el que se daría si se acelera el incremento en el coste de acceder a la vivienda, en un entorno en que sigan sin resolverse los problemas de oferta y continúe aumentando el número de hogares. A medio plazo, esto puede desincentivar la llegada de inmigrantes y reducir la capacidad de gasto de los hogares, además de generar tensión y malestar social. Problemas como la falta de mano de obra, o el relativamente débil avance del consumo, pueden potenciarse.

El segundo escenario de riesgo vendría con una política monetaria que se volverá menos restrictiva, impulsando la demanda, lo que llevaría a más inflación y a pérdidas de competitividad. Las empresas en el sector servicios tratarán de continuar recuperando los márgenes perdidos por el aumento de los insumos, lo que sería más fácil en un contexto de crecimiento del gasto. Lo mismo sucedería con la traslación a precios del aumento en el coste laboral que vendría con los incrementos que se prevén en las cotizaciones a la Seguridad Social o la reducción en la jornada laboral. Finalmente, en un entorno de relativamente bajo desempleo, los trabajadores también querrán recuperar el poder adquisitivo de sus salarios. Si todo esto se da, sin mejoras en la productividad, la expansión del sector exterior se vería en peligro.

Relacionado a esto último, el tercer escenario de riesgo tiene que ver con las consecuencias del bajo crecimiento de la inversión durante los últimos años y la posibilidad de que esto lleve a un entorno de menor actividad a futuro. El alojamiento, uno de los principales motores de la recuperación, es un sector donde el aumento de capacidad es difícil. Los fondos relacionados con el Plan de Recuperación Transformación y Resiliencia no parecen estar teniendo el impacto que se esperaba sobre la acumulación de capital. De hecho, en su última revisión, el INE ha reducido su estimación sobre la inversión en Maquinaria y Equipo y en Construcciones No Residenciales, los dos componentes que más se deberían haber beneficiado. Aunque parte de este mal comportamiento se explica por el aumento de los tipos de interés, la evolución reciente de este componente ha sido particularmente negativa en el caso español, lo que apunta a la incertidumbre de política económica, potenciada por los cambios regulatorios y la falta de consenso interno, como el factor que podría prolongar esta debilidad.

Por último, también hay cosas que pueden ir a mejor. El ahorro de los hogares se ha mantenido sensiblemente por encima de lo observado antes de la pandemia. Si esto obedece a factores cíclicos, es posible que un segmento de los hogares comience a percibir como excesiva la acumulación de estos recursos, lo que podría llevar a un mayor consumo e inversión.

En resumen, se prevé la continuación de la recuperación, aunque con riesgos que, idealmente, deberían ser anticipados por las políticas públicas para evitar que lleven a escenarios de menor 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)