

TÍTULO**CRECIMIENTO FUERTE SOBRE BASES ESTRECHAS****RESUMEN**

El tercer trimestre confirmó que la economía atraviesa una **fase de rápido crecimiento**, claramente mayor al que se esperaba a comienzos del año. No obstante, el mayor impulso de la demanda viene solo de dos componentes: el **consumo público** y las **exportaciones de servicios**. **Ambos elementos previsiblemente se irán debilitando**. El consumo público, por los compromisos asumidos por el gobierno frente a Bruselas para ir corrigiendo el desequilibrio de las cuentas públicas. En el turismo hay restricciones de oferta que impedirían continuar con una expansión tan veloz. **Esto no significa que haya que esperar una ralentización súbita y profunda de la actividad**. En lo inmediato, la reducción de los **tipos de interés** y el creciente poder de compra de los **salarios**, por caso, empujarán la demanda. Un poco más allá, el aumento de los visados para construir **nuevas viviendas** y el **exceso de ahorro** acumulado por las familias, contribuirían a sostener el crecimiento de la actividad y el empleo.

CONTENIDO

Los datos de avance del PIB del tercer trimestre confirman que la economía española atraviesa una fase de crecimiento relativamente elevado. La variación interanual del PIB se aceleró hasta 3,5%, la más alta de los últimos seis trimestres.

Todos los componentes de la demanda (consumo, inversión y exportaciones) se expanden. El **consumo de los hogares** se incrementó 2,9% con relación a un año antes, variación que es la de mayor magnitud de los últimos dos años. Las **exportaciones** totales crecen 5,6%, aunque son las de servicios las que impulsan este agregado: en tanto que las ventas al exterior de servicios aumentaron 10,4%, las de mercancías lo hicieron 2,5%.

La atonía de la inversión es un factor de preocupación. Mientras que tanto el consumo como las exportaciones se aceleraron, la inversión se debilitó: el incremento interanual de 0,8% de la inversión bruta fija es el más pequeño en siete trimestres. Esa debilidad se explica tanto por la inversión en construcción, como en bienes de equipo. En el primer caso, el incremento de 1% con relación al tercer trimestre de 2023 es también el aumento más flojo de los últimos siete trimestres. Más frágil aún resultó la inversión en bienes de equipo, con una expansión interanual de apenas 0,3%, que incluye una caída de 4,8% en equipo de transporte (su peor resultado en dos años y medio).

CONTENIDO

También genera una cierta inquietud que, tras las exportaciones, sea **el consumo público el segundo componente de la demanda que más crece** (+5,3% interanual). Ya van seis trimestres seguidos en que el consumo público (que no es todo el gasto público, sino el coste de los servicios que presta, lo que básicamente equivale a los salarios de los empleados públicos y los consumos intermedios) crece más deprisa que el PIB.

El análisis de las variaciones acumuladas desde el tercer trimestre de 2019 (es decir, antes de la emergencia sanitaria) es útil para ver cómo ha cambiado la composición de la demanda y saber qué es lo que viene impulsando el crecimiento del PIB.

A lo largo de los últimos cinco años, **el PIB creció un 7,4%**. Sin embargo, el **consumo privado** lo hizo 3,7% (la mitad que el PIB), las **exportaciones de mercancías** aumentaron 3,3% (apenas 0,6% anual, en promedio) y la **inversión total** es ahora igual que en aquel entonces. Estos tres componentes de la demanda, que dan cuenta de algo más del 75% de la misma, solo crecieron 2,6% a lo largo del último lustro (lo que equivale a un crecimiento promedio anual de 0,5%).

¿Cómo es posible que el PIB pudiera crecer 7,4% si componentes que explican tres cuartas partes de la demanda se expandieron 2,6%? Porque hubo otras partes de la demanda que lo hicieron fuertemente: las **exportaciones de servicios** (turismo) y el **consumo público**. En el primer caso, el incremento acumulado desde el tercer trimestre de 2019 asciende a 23,6% (4,3% anual, de media), al tiempo que el consumo público avanzó 21,3% (3,9% anual en promedio).

El crecimiento del PIB, entonces, tiene una base estrecha, lo que de por sí es una debilidad. El problema añadido es que hay razones para pensar que la actual dinámica de crecimiento no podrá sostenerse de forma indefinida. En el caso del turismo del exterior, hay incipientes síntomas de congestión, que a su vez derivan en presiones para que las políticas públicas limiten la expansión del sector. Además, por las propias características sectoriales y las regulaciones que lo afectan, la capacidad de la oferta para adaptarse a una mayor demanda es limitada. De ahí que lo más razonable sea proyectar una progresiva moderación en las exportaciones turísticas.

Al mismo tiempo, el gobierno acaba de enviar a Bruselas el primer **“Plan Fiscal y Estructural de medio plazo, 2025-2028”**. Este documento, que reemplaza los anteriores Programa de Estabilidad y Programa Nacional de Reformas, surge tras la definición de las nuevas reglas fiscales europeas, que pasan a centrarse en la evolución del “gasto computable”, en lugar de hacerlo en el resultado estructural. El caso es que **el gobierno se ha comprometido a limitar el crecimiento del gasto computable** (definición que, principalmente, excluye el pago de intereses, gastos financiados con fondos de la UE, el componente cíclico de la prestación por desempleo y gastos por “única vez”), ya desde 2025, a alrededor del 1% anual en términos reales. Eso significaría una marcada desaceleración en el consumo público que, como se indicó más arriba, ha venido creciendo a un ritmo medio de 3,9% anual desde 2019.

CONTENIDO

¿Esto significa que hay que esperar una brusca ralentización del crecimiento del PIB? No necesariamente. Por un lado, el **Banco Central Europeo ha reducido su tipo de referencia** y la expectativa es que continúe haciéndolo. Es por eso que el Euribor a 12 meses se ha desplomado más de un punto porcentual en apenas seis meses, hasta 2,69% en octubre. Es su nivel más bajo en dos años. Esto alienta la demanda a través de diversos canales: fomenta la demanda de crédito, reduce la carga de intereses y estimula el desahorro al caer la rentabilidad libre de riesgo que puede obtenerse.

Además, aunque ya se está desacelerando, **la llegada de turistas aún crece a un ritmo sólido**. Si en el primer trimestre, el arribo de turistas creció un 18% interanual, en septiembre lo hizo un 9,1%. Tampoco puede olvidarse que el tercer trimestre fue el **séptimo consecutivo con una mejoría del poder adquisitivo del salario medio**. El mismo es ahora el más alto desde septiembre de 2021 y se prevé que continúe aumentando gradualmente en 2025.

Por otra parte, la desgracia humana y material provocada por la **DANA**, principalmente en la Comunidad Valenciana, supondrá un impacto al nivel de actividad de difícil cuantificación.

Dos elementos podrían contribuir a sostener el nivel de actividad económica más allá del corto plazo. Uno es la **construcción de viviendas**. La superficie de visados para nuevas viviendas otorgados en los primeros ocho meses del año es un 12,1% mayor que en el mismo período de 2023. De hecho, la superficie de los visados otorgados en los últimos doce meses a agosto (casi 1,8 millones de metros²), son **el dato más alto desde 2009 y equivale al inicio de más de 200.000 viviendas**.

El segundo elemento, aunque de un carácter más potencial que efectivo, es el **exceso de ahorro que acumulan las familias** con relación a los promedios históricos. Si, en los últimos quince años (excluyendo el atípico bienio 2020-2021), los hogares ahorraron una media cercana al 8% de su renta bruta disponible, en los últimos doce meses a junio ahorraron 12,8%. Lógicamente, al ahorrar más, se consume menos. El exceso de ahorro acumulado en los últimos tres años, por encima de los promedios históricos, **puede estimarse en algo menos de € 100.000 millones**. Es decir, se trata de una bolsa de consumo potencial muy significativa. Sin embargo, si la mayor proporción de ahorro obedeciera principalmente al progresivo envejecimiento de la población, pocos cambios cabría esperar en este terreno.

En suma, la economía atraviesa una etapa de crecimiento fuerte y claramente mayor al esperado. Para que pueda sostenerse un buen ritmo de expansión de la actividad, otros “motores” deberán reemplazar el impulso que vienen ejerciendo sobre la demanda el gasto público y el turismo del exterior.

Madrid, a 19 de noviembre de 2024