

Divina coincidencia

Miguel Cardoso

Diario Expansión (España)

Hace unos años, los economistas Jordi Galí y Olivier Blanchard mostraron que, bajo ciertas condiciones, los bancos centrales pueden estabilizar simultáneamente inflación y actividad, sin conflicto entre estos dos objetivos. La existencia de una comida gratis (¡la política monetaria puede controlar los precios sin generar desequilibrios entre oferta y demanda!), junto con la baja probabilidad de que se cumplieran los supuestos necesarios para acceder a ella, les llevó a titular su hallazgo como una “divina coincidencia”. La economía española presenta actualmente un proceso en el que coinciden virtuosamente: crecimiento, bajas tasas de inflación y desapalancamiento respecto al resto del mundo. La aparición de esta “santísima trinidad” (para seguir con el símil religioso) habría sido considerada hasta hace poco altamente improbable. Parte de este nuevo escenario se debe a factores estructurales, pero cabe recordar que otra no lo es, y que hay que prepararse para cuando los vientos cambien de dirección.

Para entender la poca probabilidad que se le podría asignar a este entorno en el pasado, basta observar el comportamiento típico del ahorro y de la inversión en España durante períodos de recuperación. Mientras el primero ha sido sorprendentemente estable (en porcentaje del PIB), la segunda tiende a aumentar con la mejora del ciclo, llevando a un incremento de las necesidades de financiación con el resto del mundo. La incapacidad de la economía española para crecer, sin generar desequilibrios con el exterior, está bien documentada y ha llevado a la prevalencia de ciclos de expansión y fuertes ajustes.

Sin embargo, desde hace un año la recuperación de la formación bruta de capital fijo en España ha coincidido con un aumento mayor del ahorro. De hecho, cuando se observa en qué países europeos se ha incrementado en mayor medida la inversión en maquinaria y equipo desde 2013, lo que se ve es que en economías como la irlandesa o la española, donde el ahorro empresarial es actualmente muy superior a su nivel histórico, es donde más ha aumentado el gasto en capital productivo. Este esfuerzo que han hecho las empresas españolas se ha producido a través del fuerte ajuste registrado en el empleo, los salarios y los consumos intermedios, pero también al cambio en la política de reparto de beneficios entre los accionistas: con la crisis, las empresas optaron por reducir, e incluso interrumpir, el reparto de dividendos. Todo lo anterior ha llevado a mejorar la posición financiera de las empresas, lo que les ha permitido volver a crear puestos de trabajo y aumentar su capacidad, una vez absorbidos los desequilibrios acumulados antes de la crisis.

A su vez, y aunque un poco más lento de lo que sería deseable, el proceso de reducción del déficit público continúa, lo que también amortigua las necesidades de financiación. Finalmente, también las reformas que se han implementado durante los últimos años contribuyen a explicar por qué, en economías como la española, la inversión ha vuelto a crecer, a diferencia de lo que se observa en otros países que no han avanzado en la mejora del funcionamiento de sus mercados de bienes y servicios.

Habiendo dicho todo lo anterior, detrás de la “divina coincidencia” también hay un componente de suerte. En particular, la renta de los agentes españoles se está viendo apoyada por el descenso de los precios de los bienes importados, particularmente del petróleo. Asimismo, para una economía tan endeudada con el exterior, el descenso que se ha observado en los costes de financiación supone una reducción importante en las transferencias que se realizan al resto del mundo. Finalmente, la disminución del déficit público durante los últimos dos años se debe completamente a la recuperación de la economía. De hecho, se estima que de no haberse implementado medidas discrecionales, el desequilibrio en las cuentas públicas podría cerrar 2015 alrededor del 4% del PIB. Por lo tanto, algunos de los factores detrás del positivo entorno que vive la economía española pueden revertir en los próximos años.

Todos los agentes, incluido el próximo gobierno, deben tener claro que sin mayor ahorro será difícil mantener la recuperación de la inversión y del empleo, dada la dependencia de la economía española de la

financiación externa, y que el período de excesiva liquidez y bajo coste de financiación no va a durar siempre.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones 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.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

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.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, 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 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.