

# Situación España

1T22

# Mensajes principales



## Crecimiento

El crecimiento global se moderará algo más de lo esperado en los próximos dos años, pero seguirá siendo relativamente robusto. Tras una caída del 3,2% en 2020, se estima que el PIB mundial creció alrededor del 6,0% en 2021 y que se expandirá el 4,4% en 2022 y el 3,8% en 2023.



## Inflación

La persistencia de la pandemia y de los problemas en las cadenas de suministro globales, además de frenar el crecimiento económico, mantendrán la inflación elevada, principalmente en el corto plazo y en Estados Unidos. Los riesgos son al alza, por lo que es fundamental evitar efectos de segunda ronda significativos.



## Retirada de los estímulos

Las mayores presiones inflacionistas obligarán a los bancos centrales a adelantar el proceso de retirada de los estímulos monetarios. La Fed subirá los tipos de manera más agresiva que lo anticipado y empezará a reducir su balance. El BCE será más paciente; asimismo, tras una reducción gradual de sus compras de activos financieros es probable que suba los tipos en el próximo año. Con respecto a la política fiscal, mantendrá su tono expansivo, pero los estímulos no serán tan notables como los adoptados en 2020-2021.



## Riesgos

Los riesgos son significativos y sesgan el crecimiento a la baja. Incluyen una inflación más persistente, turbulencias financieras causadas por una retirada más agresiva de los estímulos monetarios, nuevas variantes del coronavirus que eludan las vacunas actuales, una desaceleración más intensa de la economía China, así como tensiones sociales y geopolíticas.

## Mensajes principales. España



### PIB en 2021

Las expectativas de crecimiento del PIB para 2021 se mantienen prácticamente inalteradas (5,1%). Avance menor del previsto en el 3T21, que se compensa con mayor fortaleza de la esperada en el 4T21.



### Tendencias en la demanda

El consumo y la inversión en vivienda han mostrado un comportamiento más débil, compensado por el impulso de otras construcciones y de las exportaciones de bienes. La ralentización del gasto en bienes, la caída de la productividad en el sector de la vivienda o la demora en el impulso fiscal explican esta evolución.



### El crecimiento se mantendrá alrededor del 5%

En 2022 y 2023, se prevé que el crecimiento del PIB se sitúe en el 5,5% y el 4,9%, respectivamente. El control de la pandemia, la utilización del ahorro embalsado por las familias, el impulso en la ejecución de los fondos NGEU, las medidas del BCE y una elevada capacidad productiva sin utilizar compensarían los efectos de los cuellos de botella y del encarecimiento de la energía.



### Riesgos

El sesgo a corto plazo puede ser al alza si se confirma un menor impacto de la pandemia en la actividad. Empiezan a tomar importancia los riesgos asociados a una mayor inflación y a la respuesta de los bancos centrales. Es necesario acelerar la implementación de los fondos relacionados con el NGEU. A medio plazo, el sesgo dependerá de las reformas que se adopten en los próximos meses.

01

# Situación Global

## 1T22

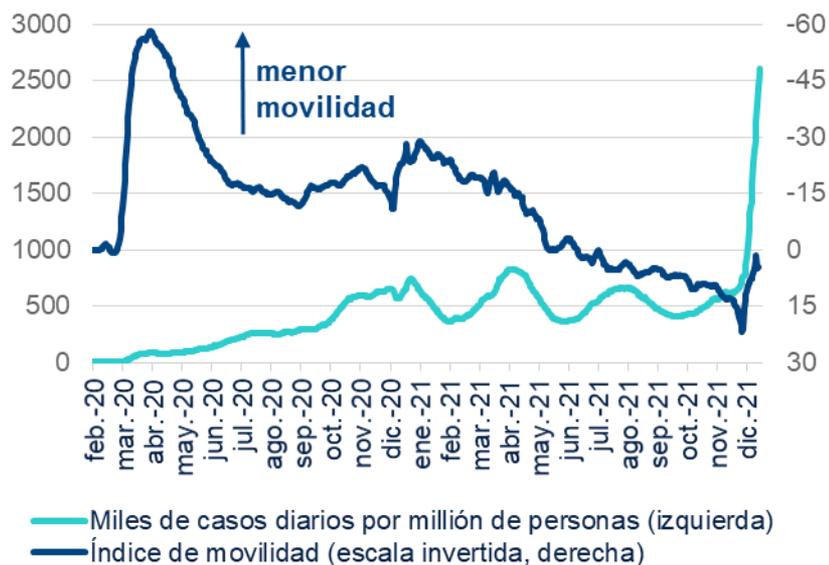
# La economía mundial, en fase de moderación del crecimiento con inflación elevada y retirada anticipada de los estímulos monetarios



# Las nuevas variantes del coronavirus han aumentado los contagios, pero con un efecto negativo limitado por la vacunación

## CASOS DE COVID-19 E ÍNDICE DE DE MOVILIDAD EN EL MUNDO\*

(MEDIA DE LOS ÚLTIMOS 7 DÍAS)



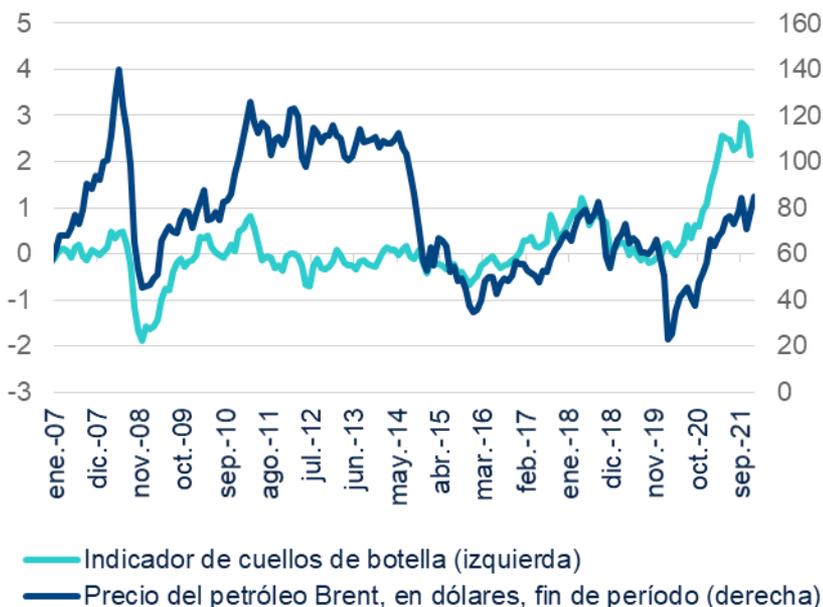
\* El índice de movilidad refleja cambios respecto al período de 3 de enero a 6 de febrero de 2020; a partir de cambios en la movilidad relacionada a comercio minorista y recreación.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de la John Hopkins University, Google y Our World in Data.

- Nuevas cepas, altamente contagiosas: mutaciones del coronavirus en contexto de vacunación incompleta.
- Fuerte aumento de las infecciones en Europa y más recientemente en EE. UU. y en Latam.
- Impacto limitado en movilidad, hospitalizaciones y mortalidad: inmunización generalizada en muchos países.
- Creciente oferta de vacunas y mejores tratamientos deberían permitir mayor control de la pandemia.
- Riesgo: nuevas variantes que evadan las vacunas.

## Los problemas en las cadenas de suministros se mantienen, pero podrían haber tocado techo

### INDICADOR DE CUELLOS DE BOTELLA (EE. UU.) Y PRECIO DEL PETRÓLEO BRENT

(INDICADOR: PROMEDIO 1998-2021=0; BRENT: EN DÓLARES)



- Los cuellos de botella en la producción reflejan el desequilibrio entre fortaleza relativa de la demanda y rigidez de la oferta (de bienes).
- Los problemas están en buena parte relacionados con la pandemia, lo que significa que con la ómicron podrían extenderse más.
- Las políticas de transición energética, el proteccionismo y los problemas geopolíticos añaden complejidad y presionan a los precios de la energía, que siguen altos pese la moderación del precio del gas.
- Señales de moderación reciente en los cuellos de botella, al menos en manufacturas.

# La inflación sigue alta, en parte por temas ligados a la pandemia (confinamiento, reaperturas, composición del consumo, gasto del ahorro acumulado...)

## EE. UU. : INFLACIÓN

(IPC; A/A %)



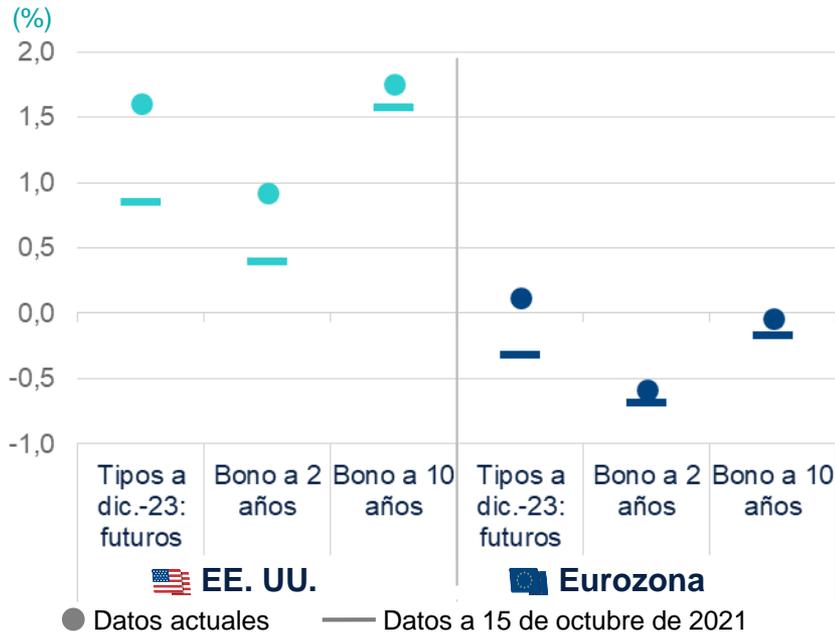
## EUROZONA: INFLACIÓN

(IPC; A/A %)



# La inflación ha obligado a la Fed a adelantar sus planes de retirada de los estímulos y ha provocado un moderado ajuste en los mercados financieros

## EXPECTATIVA DE MERCADO DE TIPOS DE POLÍTICA MONETARIA; RENTABILIDAD DE BONOS SOBERANOS\*



\*: Tipos de interés de política monetaria a Diciembre de 2023: expectativas de mercado implícitas en contratos futuros. Rentabilidad de bonos en la Eurozona: rentabilidad del bono alemán.

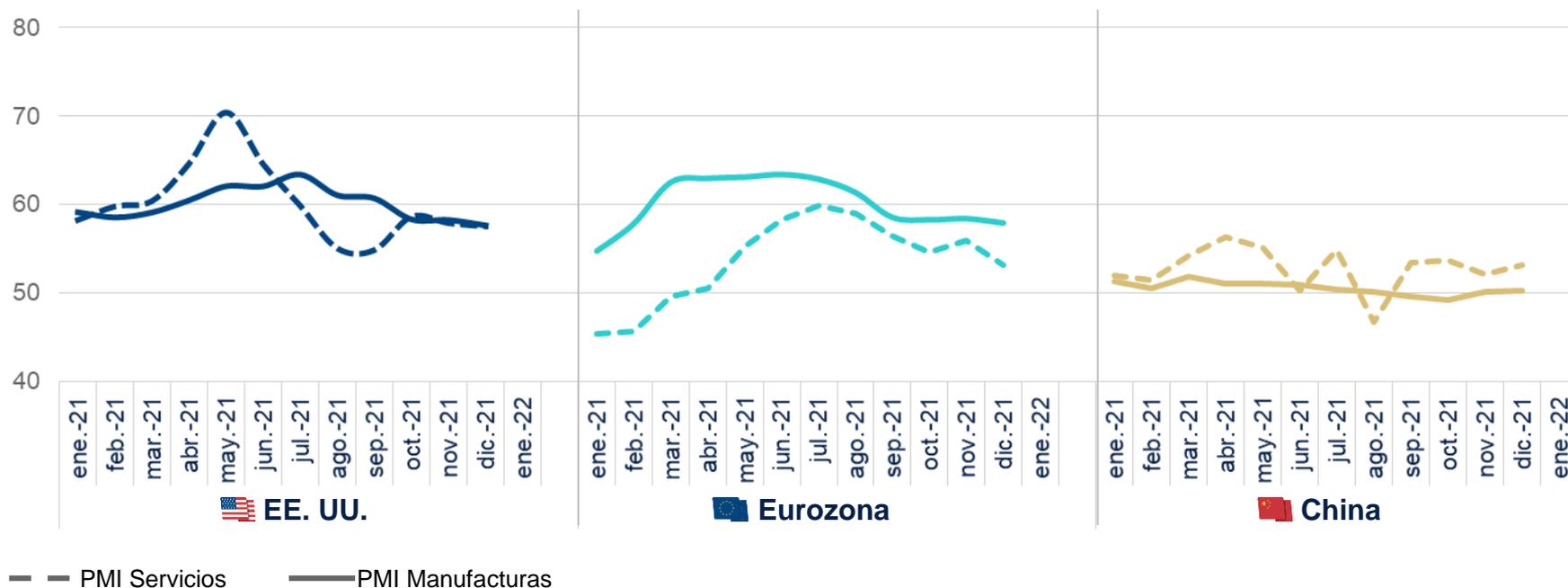
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

- La Fed ha iniciado un tapering más agresivo y apunta a que subirá los tipos antes y más rápido de lo esperado.
- En la zona euro las expectativas del mercado de subidas de tipos también se han adelantado, pero en menor medida.
- La rentabilidad del bono americano a 2 años ha aumentado significativamente, pero no tanto la del bono a 10 años; en Europa los tipos están todavía en niveles bajos.
- El giro de la Fed hacia una retirada más rápida de los estímulos ha provocado un repunte moderado de la volatilidad y del dólar.

# La actividad continúa expandiéndose en las principales geografías, pero se está desacelerando más de lo previsto

## INDICADORES PMI

(MÁS DE 50: EXPANSIÓN; MENOS DE 50: CONTRACCIÓN)



# El proceso de normalización económica continuará, aunque de manera gradual y con eventuales sobresaltos, en un entorno de crecientes riesgos a la baja

## ESCENARIO BASE

Nuevas olas de contagios, con efectos decrecientes en tensiones sanitarias y en la economía (vacunación y mejores tratamientos)

Pandemia



Se mantienen en la primera mitad de 2022 y luego se normalizan debido a la moderación de la demanda y la reacción de la oferta

Cuellos de botella



Alta -principalmente en el corto plazo y en EE. UU.- pero gradualmente decreciente y bajo control

Inflación



Retirada anticipada de los estímulos para controlar la inflación; limitada volatilidad financiera

Política económica



Moderación gradual del crecimiento, que se mantiene relativamente robusto

Entorno global



## RIESGOS EN VARIOS FRENTEROS

Nuevas cepas eluden vacunas y reducen significativamente la movilidad

Más significativos y persistentes por la pandemia, transición energética, proteccionismo, etc.

Efectos de segunda ronda relevantes con desanclaje de expectativas y presiones salariales

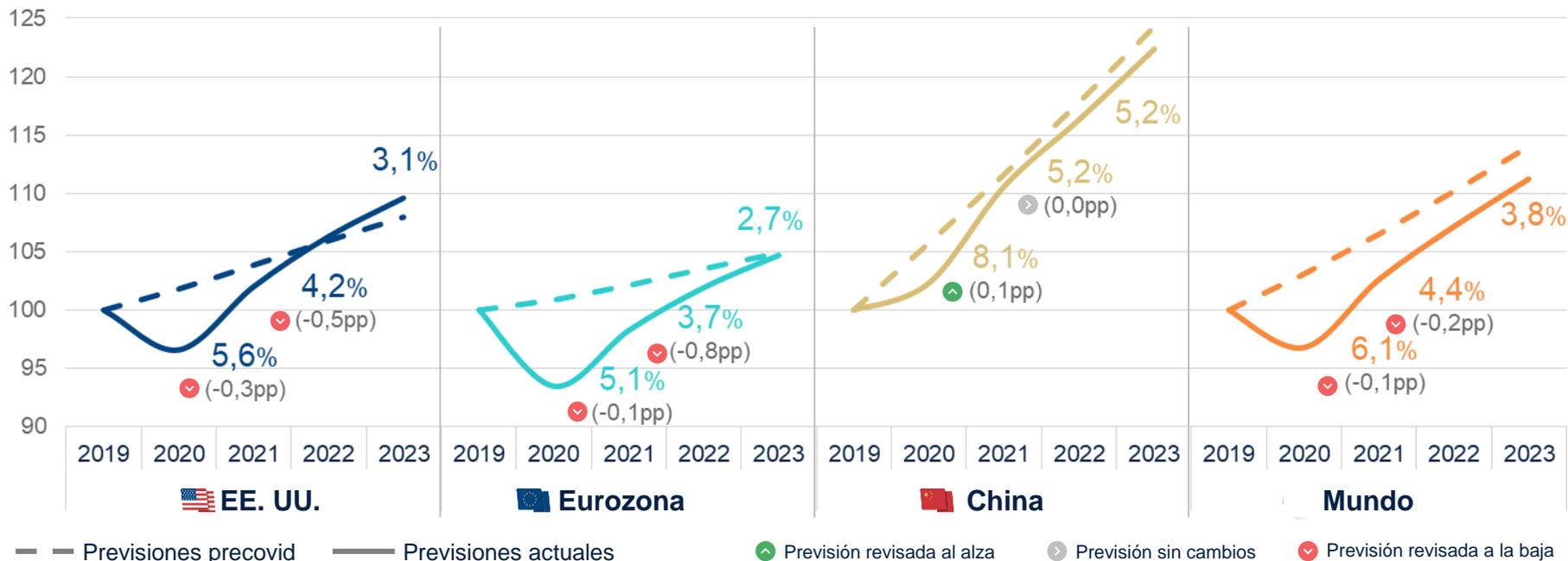
Retirada más agresiva genera turbulencias, en particular en mercados de la deuda y emergentes

En el límite, recesión; por todo lo anterior, e incluyendo moderación más marcada de China y tensiones sociales y geopolíticas en varios frentes

# El crecimiento global se estima que será relativamente robusto en los dos próximos años, a pesar de que será inferior a lo previsto anteriormente

## PIB REAL

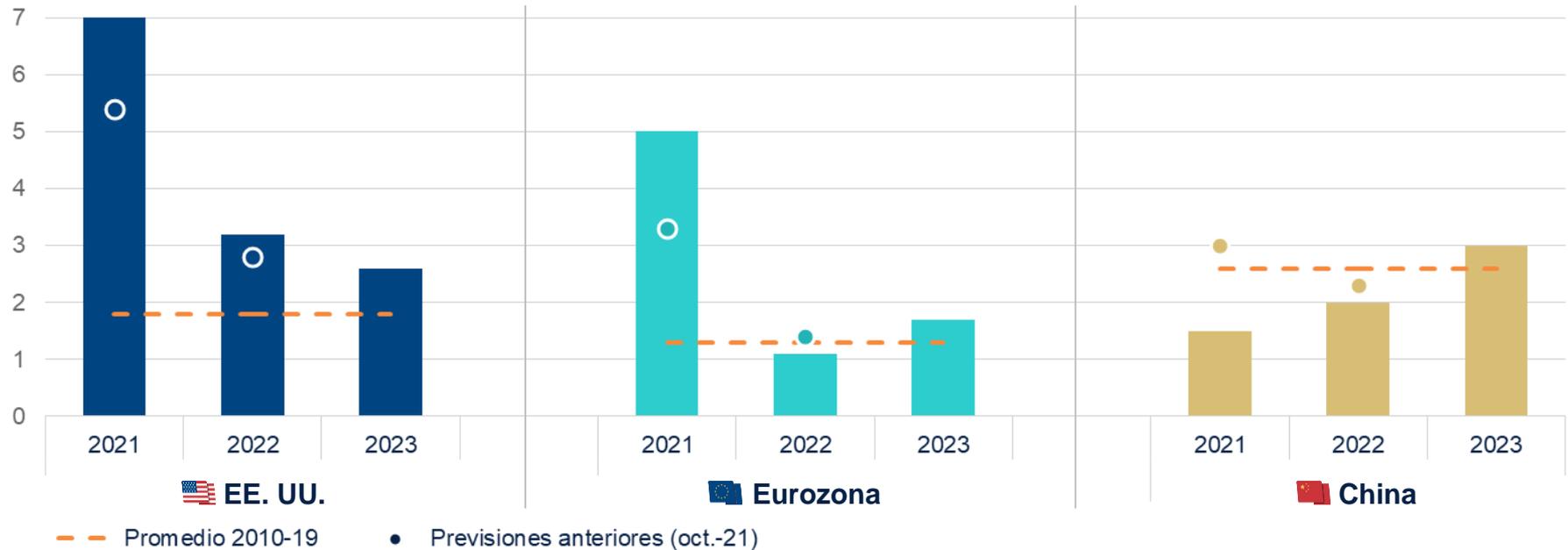
(LÍNEAS: NIVEL 2019=100; CIFRAS: CRECIMIENTO PREVISTO Y, ENTRE PARÉNTESIS, CAMBIO RESPECTO A PREVISIONES ANTERIORES)



# La inflación permanecerá elevada, principalmente en el corto plazo y en EE. UU.; los riesgos son al alza, es clave evitar efectos de segunda ronda significativos

## INFLACIÓN: IPC

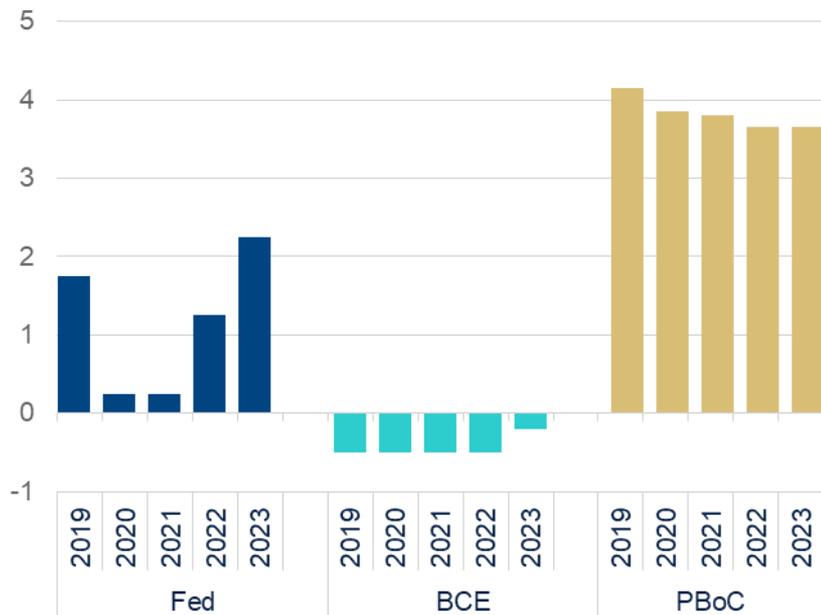
(A/A %, FIN DE PERÍODO)



# La Fed reaccionará a la inflación con un *tapering* rápido y subidas de tipos; el BCE será más paciente y el PBoC seguirá centrado en apoyar el crecimiento

## TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA\*

(%, FIN DE PERÍODO)



\*: En el caso del BCE, los tipos son los de la facilidad de depósitos. Previsiones para 2022 y 2023.  
Fuente: BBVA Research.

## EE. UU.

- La Fed está centrada en controlar la inflación.
- Se espera i) que el *tapering* acabe no más tarde que en Feb/22, ii) cuatro subidas de 25bp de los tipos en 2022 y cuatro en 2023, iii) reducción del balance a partir de este año.

## Europa

- Fin del PEPP en mar/22, y las compras de bonos vía APP se irán reduciendo hasta mediados de 2023.
- Los tipos se mantendrán inalterados hasta la segunda mitad de 2023; BCE exhibirá tono crecientemente *hawkish*.

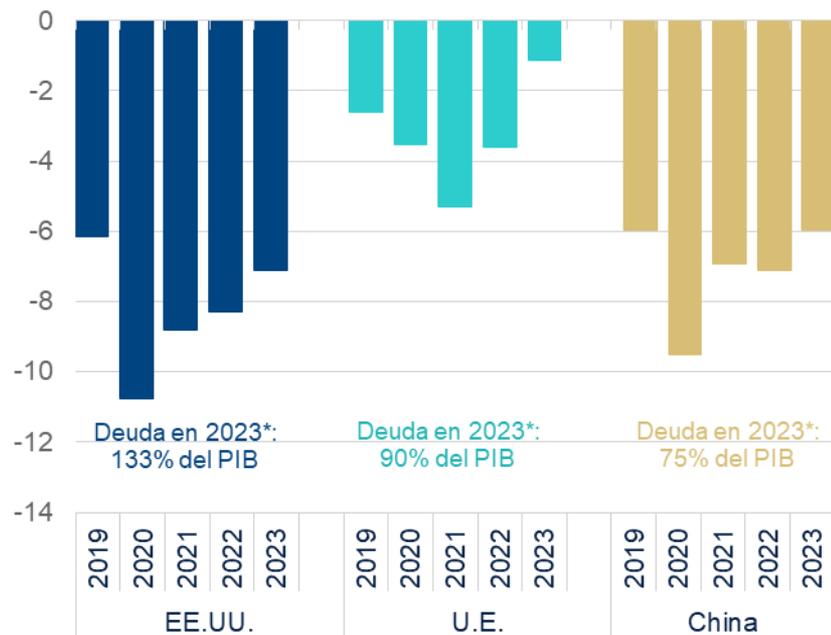
## China

- Se retoma el estímulo monetario: nuevos recortes de los tipos de interés y de los encajes bancarios, entre otras medidas, en 2022 para evitar un frenazo brusco de la economía.

# La política fiscal todavía será expansiva en los próximos años, pero los estímulos no serán tan notables como los adoptados en 2020-2021

## BALANCE FISCAL ESTRUCTURAL

(% DEL PIB POTENCIAL)



\*: Deuda pública bruta estimada por el FMI.

Fuente: BBVA Research a partir de datos del FMI y de la Comisión Europea.

## EE. UU.

- Nuevos estímulos, más enfocados en apoyar la oferta (con un menor impacto en inflación).
- Tras la aprobación del plan de infraestructura (menos significativo que lo esperado), se debate ahora el plan de inversiones sociales.

## Europa

- El uso creciente de recursos NGEU apoyará el crecimiento en 2022-23.
- Creciente debate sobre las reglas fiscales a partir de 2023.

## China

- Medidas de estímulo adicionales para contrarrestar impacto de activismo regulatorio, ajustes en mercado inmobiliario, “tolerancia cero” ante la Covid y políticas de transición energética.

02

# Situación España

## 1T22

## El crecimiento continuará elevado durante el bienio 2022-2023



# El escenario de crecimiento de 2021 se mantiene prácticamente sin cambios

## DESCOMPOSICIÓN DE LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE 2021 (PUNTOS PORCENTUALES)

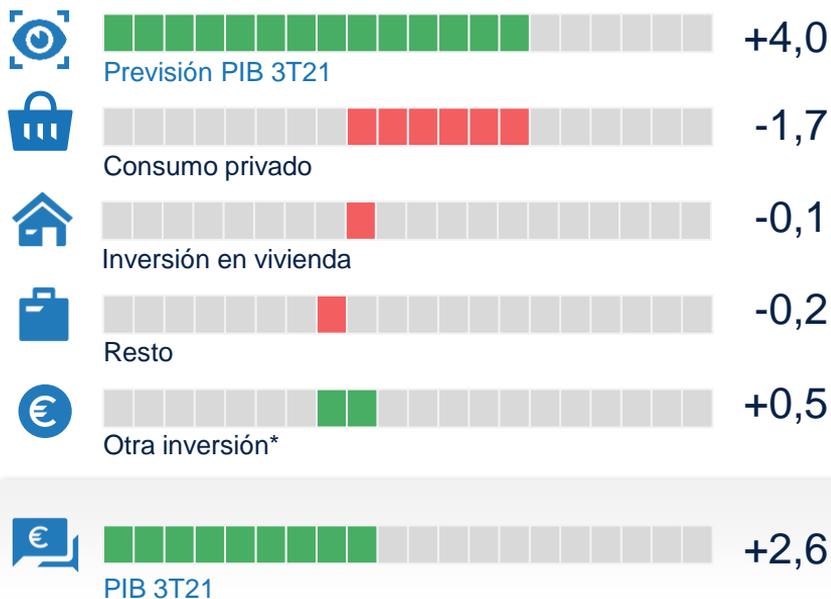


- En el tercer trimestre, el PIB, revisado al alza por el INE, avanzó un 2,6% trimestral (t/t), por debajo de lo que se estimaba hace tres meses (4,0%).
- Sin embargo, los datos disponibles anticipan que podría haberse compensado por un mayor crecimiento en el 4T21 del previsto hace tres meses (2,4% frente a 0,6%).
- Lo anterior implica que la estimación de crecimiento para 2021 apenas se revisa una décima a la baja hasta el 5,1%.

# El escenario de crecimiento de 2021 se mantiene prácticamente sin cambios

El consumo privado fue el responsable del menor avance del PIB en el 3T21

## CONTRIBUCIÓN AL ERROR DE PREVISIÓN DEL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB EN EL 3T21 (PUNTOS PORCENTUALES)



- El consumo privado siguió con su recuperación, pero a un ritmo inferior al que se esperaba.
- El otro componente de la demanda interna que **no cumplió con las expectativas** fue la **inversión en vivienda**.
- El resto de partidas del PIB habría mostrado una variación en línea con lo esperado, **destacando el crecimiento de la inversión no residencial y de las exportaciones**.

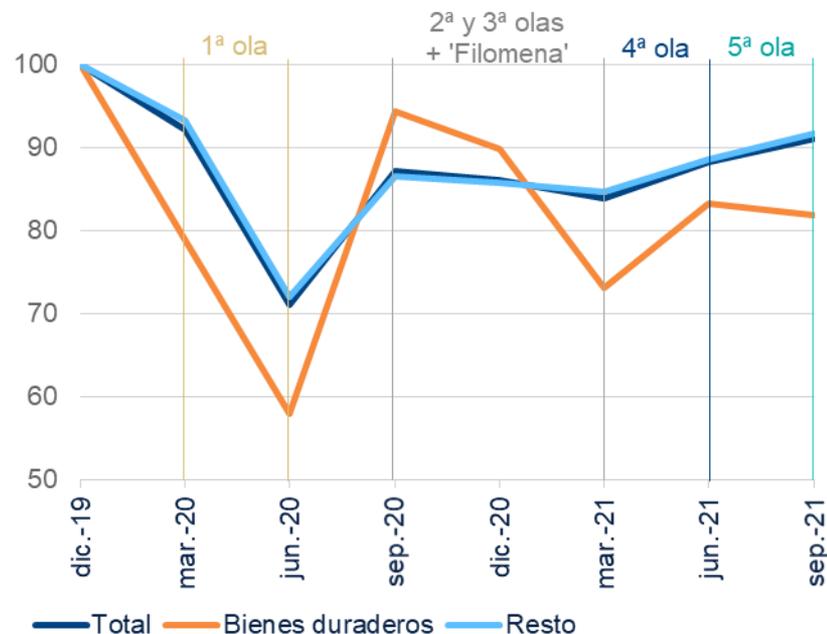
\*Otra inversión incluye toda la formación bruta de capital fijo que no es inversión en vivienda.

Fuente: BBVA Research a partir de INE.

# El escenario de crecimiento de 2021 se mantiene prácticamente sin cambios

## Recomposición del gasto desde bienes hacia servicios

### CONSUMO DE LOS HOGARES POR TIPO DE PRODUCTO (CUARTO TRIMESTRE DE 2019 = 100)



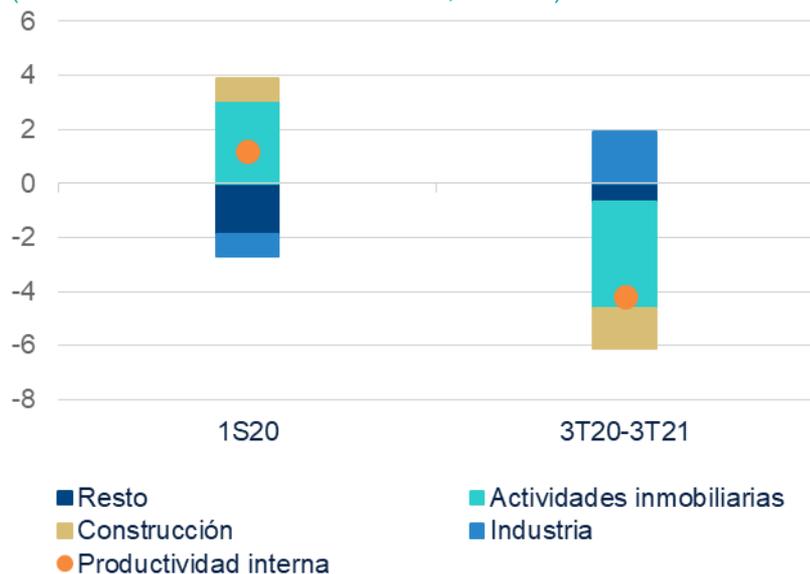
- En 2021, el crecimiento del gasto en servicios fue considerable, impulsado por la mayor movilidad, la mejora del empleo y la reducción de la tasa de ahorro.
- Sin embargo, la compra de bienes duraderos se habría ralentizado por el agotamiento del impulso que supuso para algunos de ellos el confinamiento, por la interrupción de las cadenas de suministro y la consecuente falta de disponibilidad de algunos bienes.

# El escenario de crecimiento de 2021 se mantiene prácticamente sin cambios

La productividad por hora trabajada descendió, sobre todo, en el sector inmobiliario

## CONTRIBUCIÓN DE CADA SECTOR AL CRECIMIENTO DEL COMPONENTE INTRASECTORIAL DE LA PRODUCTIVIDAD LABORAL\*

(ACUMULADO EN CADA PERIODO, PP Y %)



\*Valor añadido bruto por hora trabajada en euros constantes de 2015.

Véase BBVA Research (2020): (Im)productividad: ¿la enfermedad española?. Disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/espana-improductividad-la-enfermedad-espanola/>

Fuente: BBVA Research a partir de INE.

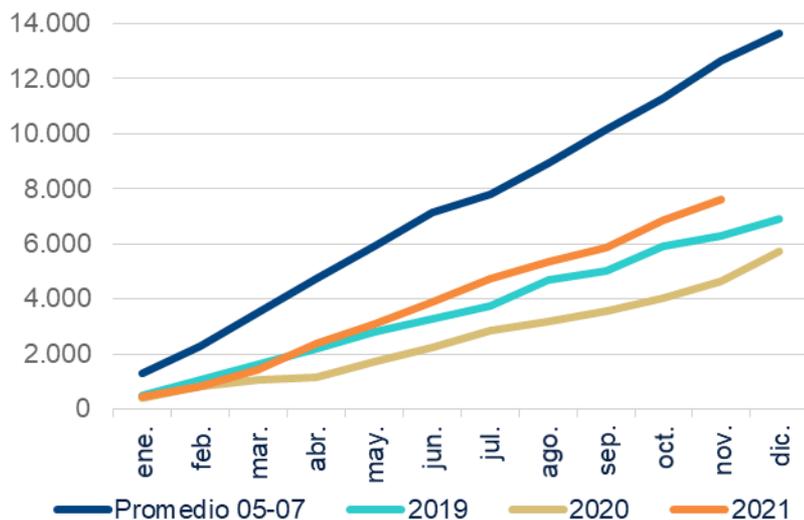
- La evolución del VAB en la construcción y de la inversión en vivienda es divergente de otros indicadores del sector, como el empleo, el consumo de cemento o las ventas de vivienda.
- El sector inmobiliario (construcción y actividades inmobiliarias) explica gran parte de la evolución negativa de la productividad laboral por hora trabajada desde mediados de 2020.
- Durante los próximos meses la recuperación del sector ganará tracción en la medida en que se vayan contabilizando los proyectos en marcha.

# El escenario de crecimiento de 2021 se mantiene prácticamente sin cambios

Primeras señales de un impulso fiscal incipiente, tal vez ligado al NGEU

## LICITACIÓN EDIFICACIÓN

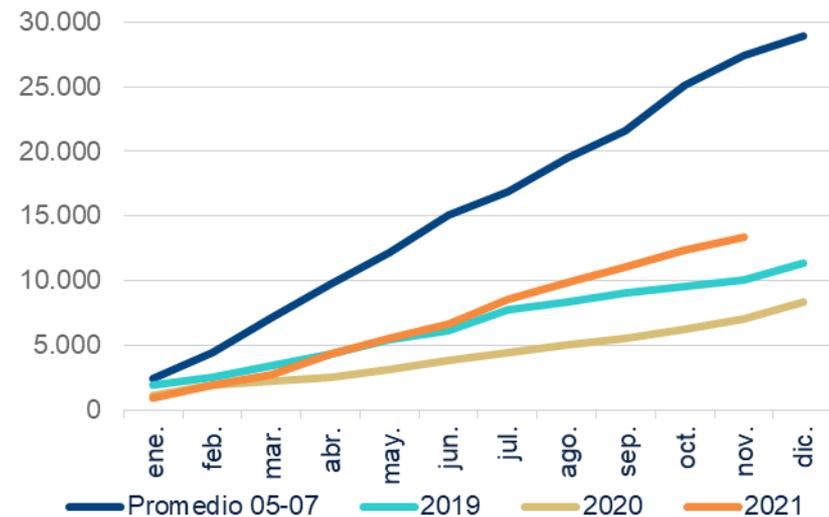
(MILLONES DE EUROS, ACUM. ANUAL)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN.

## LICITACIÓN OBRA CIVIL

(MILLONES DE EUROS, ACUM. ANUAL)



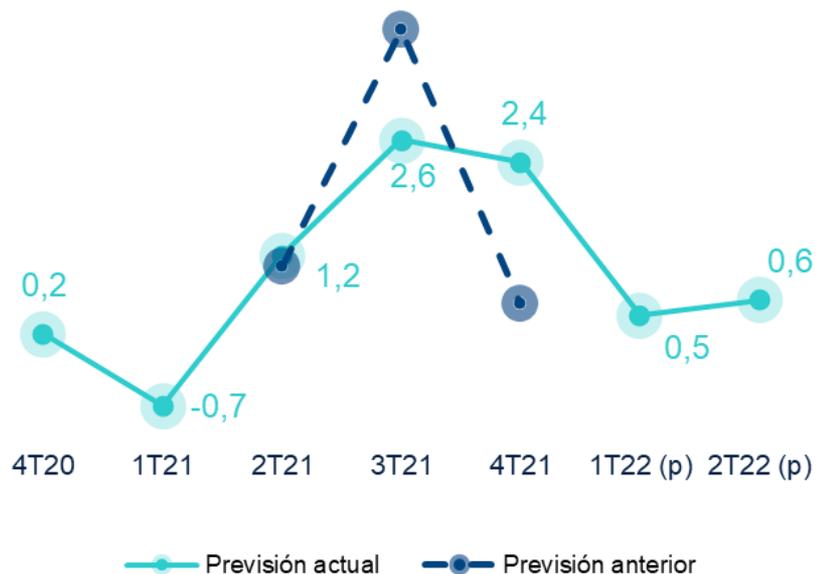
La inversión en otras construcciones e indicadores como las licitaciones de obra pública alcanzan el máximo anual desde 2008. En todo caso, la ejecución de los fondos NGEU se encuentra muy por debajo de lo esperado y la incertidumbre podría estar afectando a la adquisición de maquinaria y equipo.

## Se espera una desaceleración en los próximos meses de 2022

El crecimiento en 4T21 se mantuvo fuerte, pero se espera una desaceleración

### VARIACIÓN DEL PIB

(% A/A)

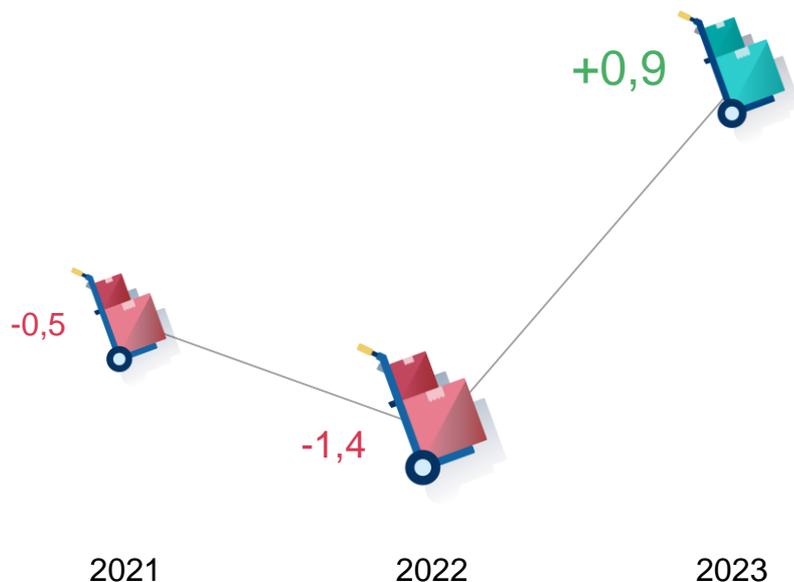


- El crecimiento en el 4T21 se habría mantenido alrededor del 2,5% t/t, por encima de lo previsto hace tres meses y compensando el menor avance (respecto a lo esperado) en 3T21.
- El consumo ha continuado aportando positivamente al crecimiento, principalmente en el sector servicios. Asimismo, las exportaciones habrían tenido un comportamiento particularmente bueno.
- Hacia delante, se prevé una desaceleración de la actividad económica.

## Se espera una desaceleración durante los próximos meses de 2022

La desaceleración de la actividad en la UEM reducirá el crecimiento de las exportaciones

### IMPACTO EN LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE LA REVISIÓN A LA BAJA EN LA ACTIVIDAD EN EUROPA (DESVIACIÓN RESPECTO AL ESCENARIO BASE EN PP)



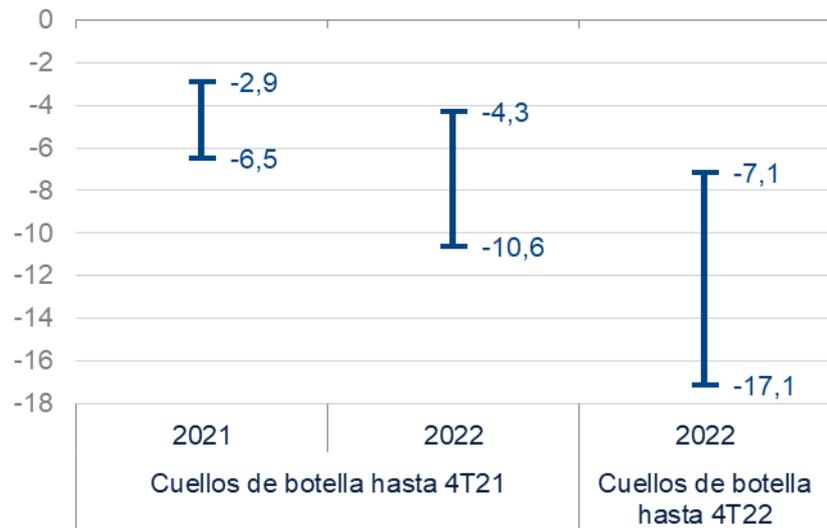
- No se puede descartar que la aceleración en el repunte de los contagios ponga en aprietos a la atención sanitaria y repercuta sobre la capacidad productiva de la economía.
- Esta posibilidad está llevando a restricciones por parte de algunos países europeos y en algunas comunidades autónomas españolas. Además, las personas podrían cambiar nuevamente sus hábitos de gasto y movilidad.
- A lo anterior, hay que añadir el impacto que está teniendo en el comercio el incremento en el precio de los combustibles, electricidad, materias primas, etc., y los cuellos de botella en la producción.

## Se espera una desaceleración durante los próximos meses de 2022

La interrupción en las cadenas de producción sigue siendo elevada

### IMPACTO EN LOS CUELLOS DE BOTELLA EN EL SECTOR DE AUTOMOCIÓN SOBRE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LAS MATRICULACIONES DE TURISMOS

(DIFERENCIA EN PUNTOS PORCENTUALES RESPECTO A UN ESCENARIO SIN CUELLOS DE BOTELLA)



\*Estimación de un modelo VAR estructural con restricciones de signo que incluye producción e importación del sector de automoción, precios de producción, limitaciones de capacidad del sector y precios y matriculaciones de automóviles.  
Fuente: BBVA Research a partir de ACEA, Comisión Europea, Eurostat e INE.

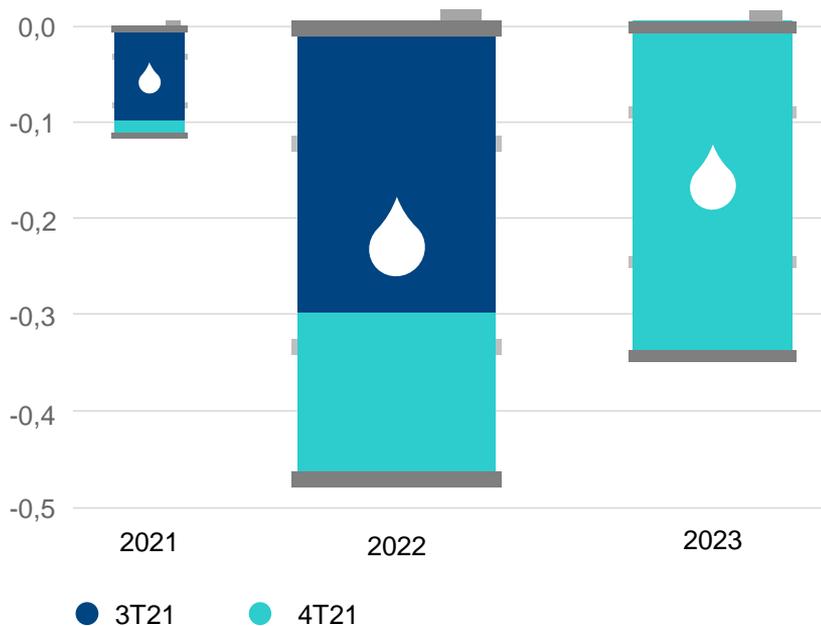
- Las estimaciones de BBVA Research indican que las matriculaciones de turismos habrían crecido entre 3 y 7 puntos más en 2021 en ausencia de los cuellos de botella (entre 25.000 y 60.000 unidades).
- La recuperación de las ventas en 2022 dependerá de la duración de las restricciones. El crecimiento esperado podría reducirse a la mitad si los cuellos de botella se prolongan todo el año.
- El impacto sobre los precios de los automóviles es positivo, pero reducido (en torno a dos décimas).

## Se espera una desaceleración durante los próximos meses de 2022

El encarecimiento del combustible afecta, sobre todo, a la competitividad de las exportaciones

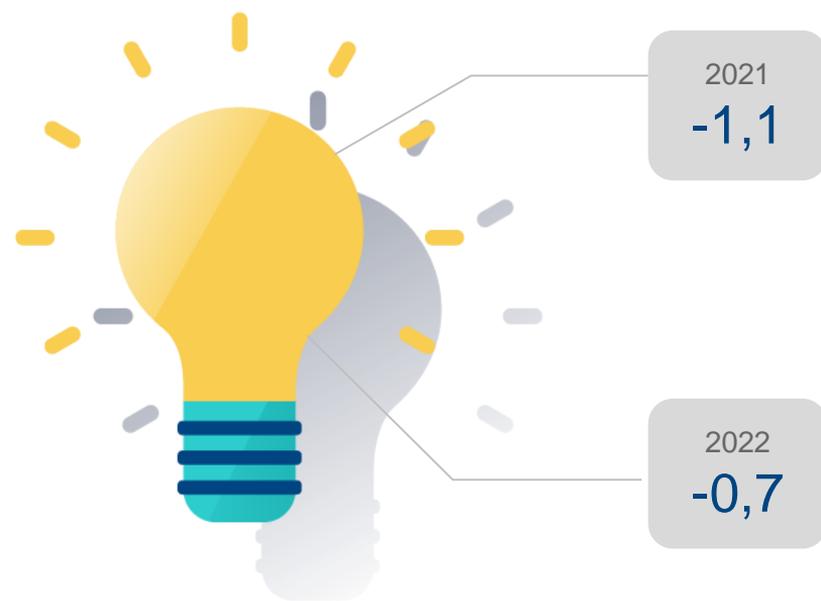
### IMPACTO DEL ENCARECIMIENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB

(DESVIACIÓN RESPECTO AL ESCENARIO BASE EN PP)



### IMPACTO DEL ENCARECIMIENTO DE LA ELECTRICIDAD EN EL CRECIMIENTO DEL PIB

(DESVIACIÓN RESPECTO AL ESCENARIO BASE EN PP)

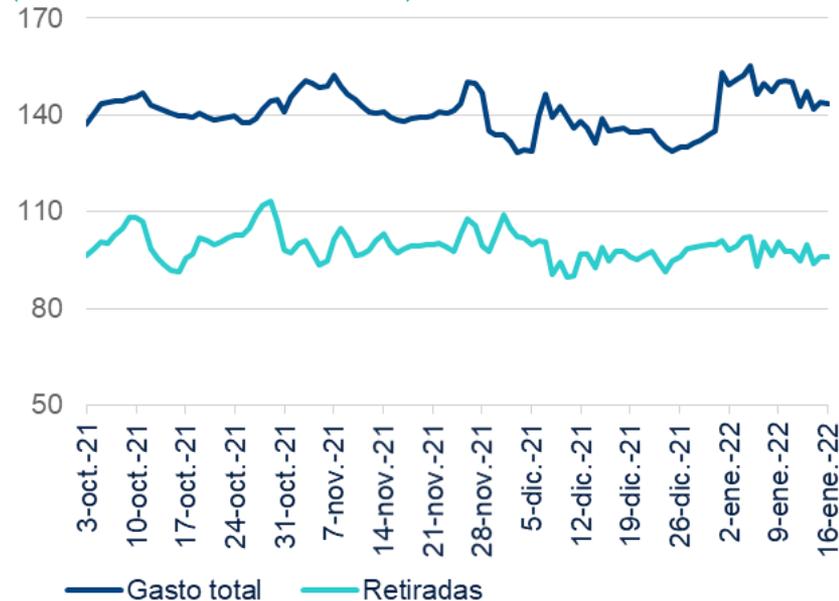


## El crecimiento se mantendrá alrededor del 5% en 2022 y 2023

Los indicadores disponibles muestran un impacto limitado del aumento de los contagios

### GASTO SEMANAL CON TARJETA Y RETIRADAS DE EFECTIVO

(MISMA SEMANA DE 2019= 100)



\*Gasto con tarjetas emitidas por BBVA más gasto de no clientes en TPV BBVA.  
Retiradas de efectivo con tarjeta por clientes de BBVA.  
Fuente: BBVA Research.

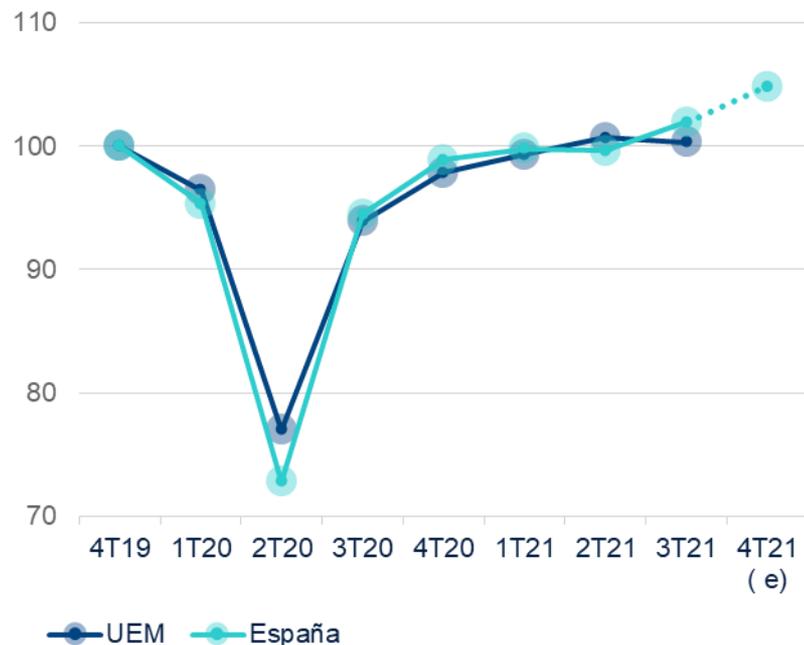
- Los indicadores en tiempo real muestran un **impacto económico limitado** de la sexta ola de contagios por COVID-19 durante la segunda quincena de diciembre y los primeros días de enero.
- Tanto la afiliación a la Seguridad Social como las compras con tarjeta apuntan a que **los cambios no están siendo significativos** respecto a las tendencias que se venían observando.
- Si el impacto sigue siendo tan limitado como marcan algunos indicadores, **el crecimiento del primer trimestre podría ser más elevado al estimado.**

## El crecimiento se mantendrá alrededor del 5% en 2022 y 2023

Las exportaciones de bienes están teniendo un comportamiento muy positivo

### EXPORTACIONES DE BIENES

(4T19=100, REALES, CVEC)



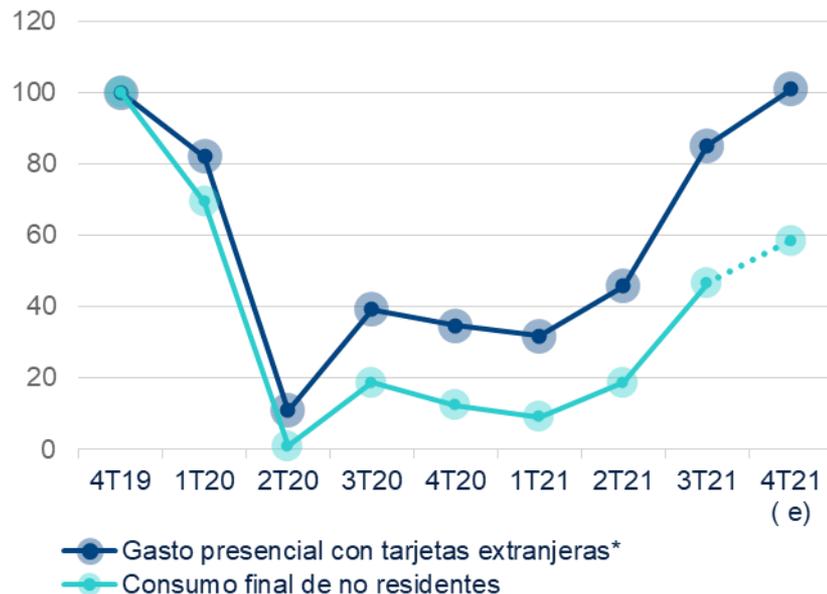
- El PIB de la UEM mostrará avances por encima de su tendencia, gracias al esfuerzo por acelerar el nivel de inmunización de la población y a los avances en el desarrollo de fármacos para el tratamiento de la enfermedad.
- La diferencia en el ciclo económico entre la UEM y EE. UU. hará que la debilidad que ha mostrado el euro frente al dólar se mantenga (1,14 \$/€ y 1,16 en 2022 y 2023, respectivamente).
- Los problemas de suministro en la industria y de escasez de contenedores se resolverán progresivamente.

## El crecimiento se mantendrá alrededor del 5% en 2022 y 2023

El control de la pandemia debería consolidar la recuperación del turismo

### CONSUMO DE NO RESIDENTES Y GASTO PRESENCIAL CON TARJETAS EXTRANJERAS

(4T19=100, CVEC)



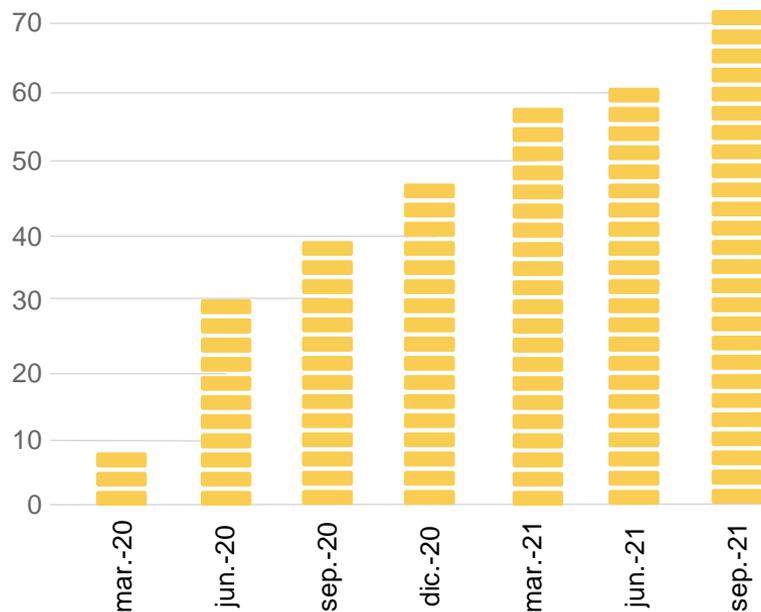
- El consumo de no residentes en territorio español habría ralentizado su avance en el 4T21 afectado por las restricciones debido al empeoramiento de la pandemia, en línea con lo que se observa en el gasto presencial realizado con tarjetas extranjeras.
- Si la incertidumbre sanitaria disminuye, se prevé que España recupere a finales de 2023 alrededor de un 90% del consumo de no residentes que se registraba antes del inicio de la pandemia.

## El crecimiento se mantendrá alrededor del 5% en 2022 y 2023

La bolsa de ahorro embalsado impulsará el gasto de los hogares

### EXCESO DE AHORRO DE LOS HOGARES

(MILES DE MILLONES DE EUROS ACUMULADOS DESDE 4T19)



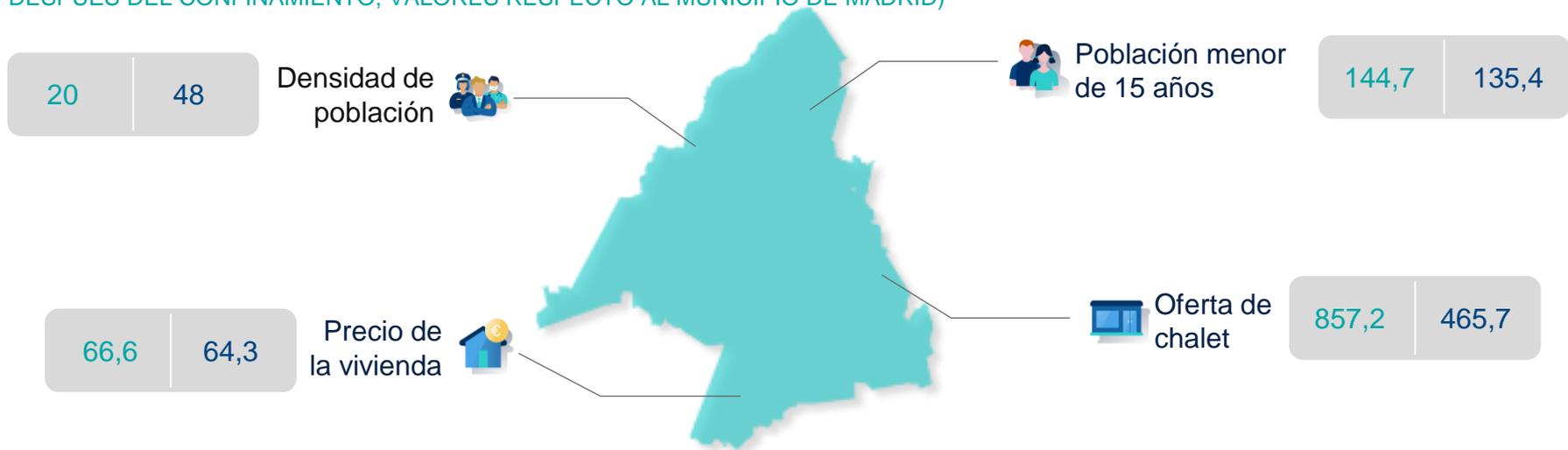
- El gasto de los hogares se apoyará por la **riqueza acumulada** durante la crisis por familias de renta media-alta.
- Se estima que el exceso de ahorro apenas ha sido destinado a consumo y **alcanza alrededor de unos 70.000 millones de euros**.
- La inflación no volverá a presentar niveles tan **elevados** como los observados durante la mayor parte de 2021 y **habrá una revalorización de rentas** que compense, en parte, la pérdida de poder adquisitivo del año anterior.

# El crecimiento se mantendrá alrededor del 5% en 2022 y 2023

La demanda por vivienda continúa fuerte, impulsada por los cambios en preferencias

## FACTORES DE DEMANDA DE VIVIENDA\*

(25 MUNICIPIOS QUE MÁS CONTRIBUYERON AL CRECIMIENTO DE LAS VENTAS EN LA COMUNIDAD DE MADRID ANTES Y DESPUÉS DEL CONFINAMIENTO; VALORES RESPECTO AL MUNICIPIO DE MADRID)



\* Densidad de población y población joven con datos de 2019; precio de la vivienda con datos del 3T20 para post COVID y promedio 2013-2019 para pre COVID, oferta chalet con datos del 26-nov-21.

Fuente: BBVA Research a partir de madrid.org, Idealista y MITMA.

MADRID = 100

Post COVID (3T18-1T19 VS 3T20-1T21)

Pre COVID (2013 vs 2019)

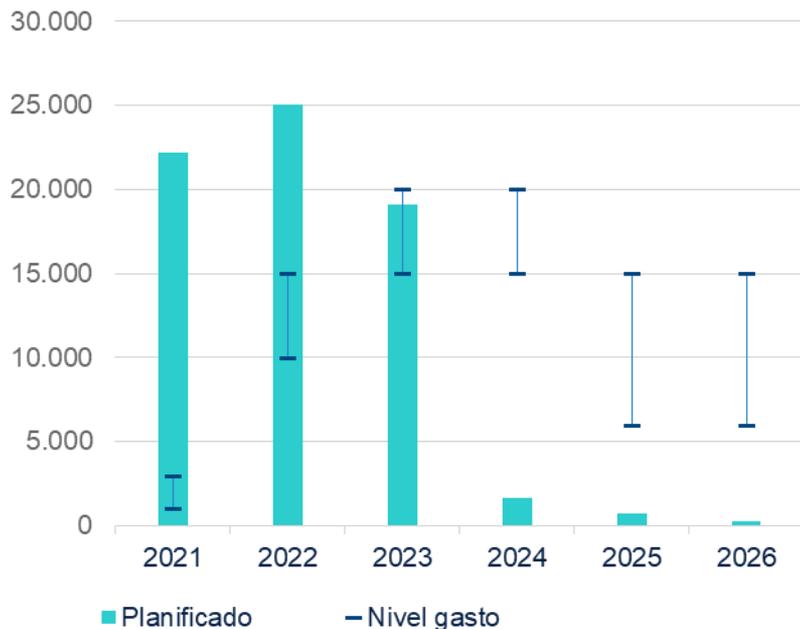
Los municipios que más contribuyeron al crecimiento de las ventas en la Comunidad de Madrid después del confinamiento se caracterizan por tener menor densidad de habitantes, población más joven, viviendas más baratas y mayor oferta de viviendas con espacios abiertos.

## El crecimiento se mantendrá alrededor del 5% en 2022 y 2023

La transferencia de fondos avanza y se espera que la ejecución se acelere en 2S22

### PLAN DE RECUPERACIÓN: PLANIFICADO Y GASTO REAL PREVISTO

(MILLONES DE EUROS)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda.

- Durante el último trimestre de 2021, el Gobierno aceleró la aprobación de los programas vinculados al Plan de recuperación, y ha autorizado ya más del 90% de lo programado.
- De acuerdo a la información conocida, hasta noviembre de 2021, la administración central realizó desembolsos por importe de 9.118 millones de euros (un 42% del total previsto para 2021).
- Pese a ello, las ayudas tardarán todavía en llegar a hogares y empresas, trasladando su impacto hacia los últimos años de vigencia del Plan.

# El crecimiento se mantendrá alrededor del 5% en 2022 y 2023

Aunque podría haber sido más ambiciosa, la reforma laboral da certidumbre

## REFORMA DEL MERCADO DE TRABAJO



### CONTRATACIÓN

El efecto sobre la **temporalidad** podría ser notable si una parte de la contratación temporal se canaliza hacia el contrato **fijo-discontinuo**. El mayor coste de extinción podría condicionar la creación de empleo.

El **efecto disuasorio** de la nueva penalización a contratos temporales de corta duración es **dudoso**.

La apuesta por la **reforma** de los contratos formativos es **bienvenida**.



### NEGOCIACIÓN COLECTIVA

Aunque su **cobertura es reducida**, la limitación de la prioridad aplicativa del convenio de empresa podría dificultar los ajustes ante perturbaciones negativas.

A pesar de que las condiciones para la inaplicación del convenio no cambian, la ultraactividad indefinida supone un **riesgo** en futuras crisis económicas si la negociación colectiva **prioriza las condiciones salariales al nivel de empleo**.



### FLEXIBILIDAD INTERNA

La **simplificación** de procedimientos y plazos de los **ERTE** contribuirá a impulsar la **flexibilidad interna**.

La creación del **Mecanismo RED** es un paso en la dirección correcta para **mitigar la destrucción de empleo**.

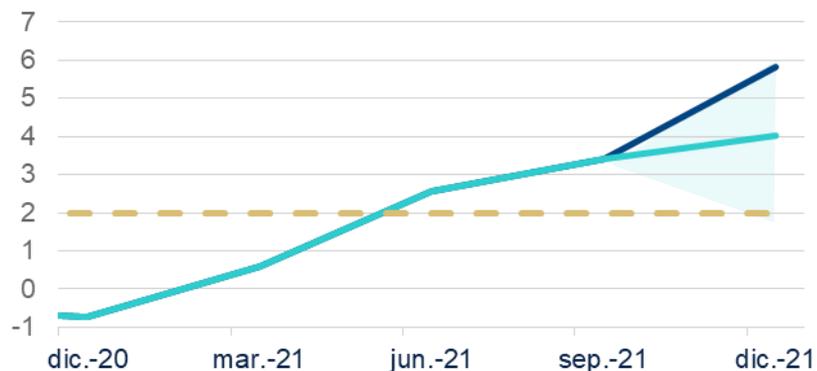
A la espera de su implementación, el procedimiento parece complejo y el **riesgo de arbitrariedad** en su uso no es descartable.

# Riesgos

La inflación continúa sorprendiendo al alza, también en la subyacente

## INFLACIÓN TOTAL

(VARIACIÓN % A/A)



— Datos observados y nueva previsión

— Previsión central anterior

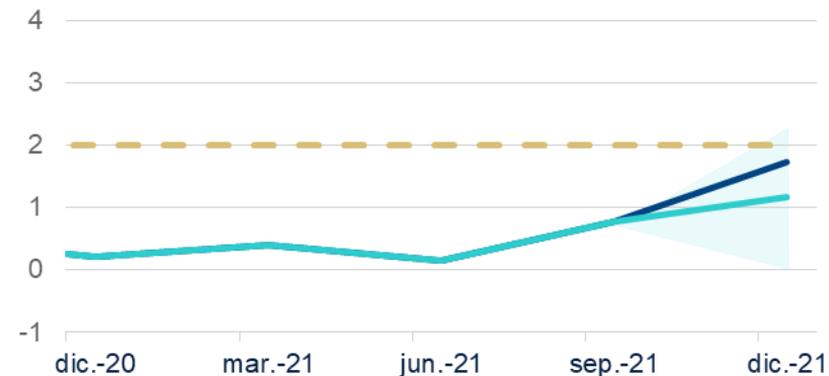
Intervalo de confianza al 95%

Nota: compras con tarjetas emitidas por entidades extranjeras en TPV de BBVA.

Fuente: BBVA Research a partir de BBVA e INE.

## INFLACIÓN SUBYACENTE

(VARIACIÓN % A/A)



— Datos observados y nueva previsión

— Previsión central anterior

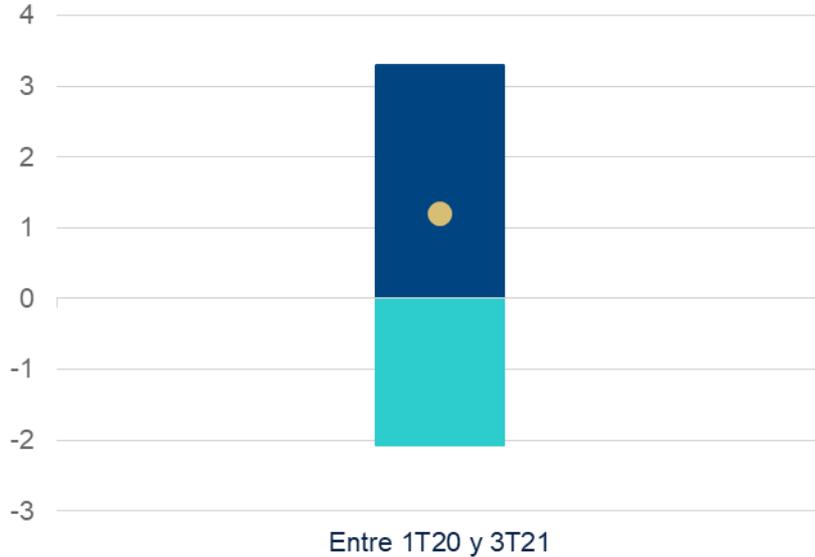
Intervalo de confianza al 95%

La estabilidad en niveles altos de los precios del combustible y otros componentes de la energía hacen cada vez más probable que la inflación caiga, aunque se mantendría por encima del 2%.

## Riesgos

Los salarios deben subir tomando en cuenta la caída en los márgenes y la productividad

### CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN ACUMULADA DE LA TASA DE PARO DESDE EL INICIO DE LA CRISIS SANITARIA (PP)



■ Resto ■ Margen de beneficios ● Variación de la tasa de paro

- La pérdida de poder adquisitivo por la alta inflación llevará a los trabajadores a demandar **alzas salariales**, justo cuando la desigual recuperación del empleo y el producto apuntan a una caída de la productividad laboral desde el inicio de la crisis.
- La mayor parte de las empresas han podido seguir contratando sin trasladarlo a sus **precios**, apoyándose en una mezcla de ayudas públicas, financiación y reducción de márgenes.
- La negociación colectiva tiene que tomar en cuenta todo lo anterior a la hora de ajustar los incrementos en los salarios.

Véase Doménech, R., García, J. R. y Ulloa, C. (2018): "The effects of wage flexibility on activity and employment in Spain", Journal of Policy Modeling Vol. 40 (6), 1200-1220.

<https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2018.08.002>

Fuente: BBVA Research a partir de INE.

## Riesgos

La reforma de las pensiones aumenta el déficit y reduce la equidad intergeneracional



A la revalorización tomando como referencia la inflación, se añade la sustitución del Factor de Sostenibilidad (FS) por el Mecanismo de Equidad Intergeneracional (MEI).



Si bien el Gobierno ha anunciado un aumento de las cotizaciones sociales de 0,6 puntos durante la próxima década (equivalentes a 0,2 puntos del PIB), esto no parece suficiente para compensar el incremento del gasto que se avecina, por la eliminación del Factor de Sostenibilidad (1pp en 2050). Sobre todo, tomando en cuenta que el MEI demora a 2033 la introducción de ajustes adicionales, dejando de lado el impacto que pueda tener el incremento en la esperanza de vida.



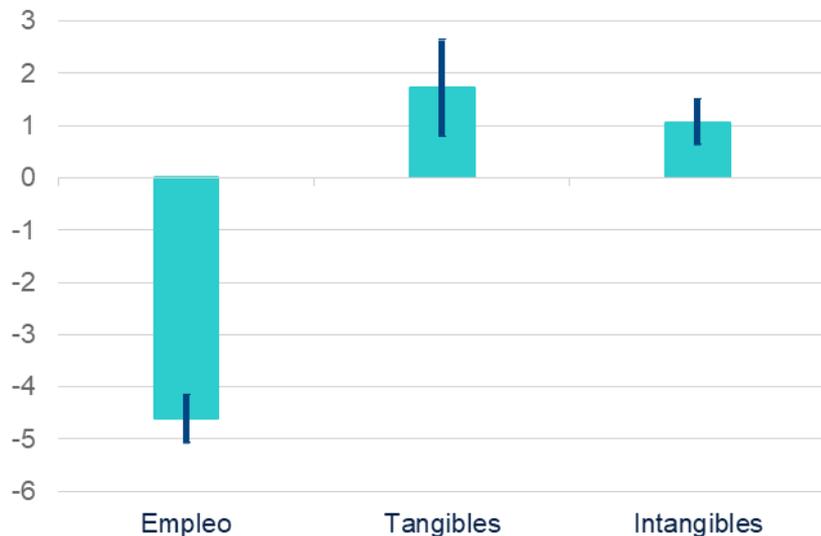
Los cambios incrementan el riesgo de un aumento en la brecha entre generaciones. Primero, porque la utilización de impuestos sobre el empleo para financiar pensiones actuales reducirá la cantidad de trabajo demandada. Y segundo, porque hace más probable que en el futuro tengan que tomarse decisiones abruptas, cuyo peso muy probablemente recaiga en las generaciones más jóvenes, con menos peso político.

# Riesgos

## La inversión en intangibles, clave para obtener ganancias de productividad

### IMPACTO SOBRE LA PRODUCTIVIDAD POR HORA DE UN INCREMENTO EN EL EMPLEO, EL CAPITAL TANGIBLE O EL INTANGIBLE

(INCREMENTO DEL 10%; INTERVALO DE CONFIANZA 95%)



- La relación entre activos intangibles y productividad es menos intensa en España que en los principales países de nuestro entorno. Se estima que la productividad aumenta alrededor del 1% (4,5% en la UEM) ante un incremento de intangibles del 10%.
- España es uno de los países de la eurozona con **menor peso de intangibles sobre la inversión total y sobre PIB** (16% y 3,2%, respectivamente, frente al 24% y 5,3% de la zona euro).
- La **heterogeneidad por regiones** es elevada. **Madrid** es la que más invierte en intangibles, seguida de Cataluña, destacando ambas en productividad.
- La reciente aceleración del impulso tecnológico y el elevado volumen de fondos NGEU deberían servir como palancas para **incrementar la inversión en intangibles y obtener ganancias de productividad**.

Nota: Resultados de la regresión del logaritmo de la productividad por hora sobre el logaritmo del empleo, el capital tangible e intangible y efectos fijos por CCAA.

Fuente: BBVA Research a partir de datos INE y Fundación COTEC-IVIE.

# Riesgos

## La importancia del NGEU para digitalizar a la sociedad española

En el marco del NGEU, el Plan Nacional de Competencias Digitales destinará 3.600 millones de euros para impulsar la formación e inclusión digital de la población española. Para asignar de forma óptima los recursos del NGEU en esta materia es clave:



### CARACTERÍSTICAS PERSONALES

Un mayor hincapié en colectivos con menores competencias digitales, como:



Personas con menor nivel de educación



Personas mayores



Extranjeros



Mujeres



### TENENCIA DE DISPOSITIVOS DIGITALES

La tenencia de dispositivos digitales en el hogar, como ordenadores o tablets, mejora las competencias digitales.

Facilitar el acceso al uso de los mismos en los centros de capacitación digital sería beneficioso.



### ENTORNO

Acceso a la banda ancha y a redes y servicios de comunicación de alta calidad a precios competitivos, especialmente en las zonas rurales.

Existe margen de mejora en aquellas zonas blancas y grises NGA.

# Previsiones

# Previsiones

% a/a	2020	2021 (e)	2022 (p)	2023 (p)
<b>Gasto en consumo final nacional</b>	-8,2	5,0	5,1	3,5
Consumo privado	-12,0	5,7	6,2	4,1
Consumo público	3,3	3,2	2,1	1,7
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	-9,5	3,0	11,6	19,5
Equipo y maquinaria	-12,9	13,1	6,5	20,6
Construcción	-9,6	-3,1	15,5	18,0
Vivienda	-11,2	-5,0	13,8	13,3
<b>Demanda interna*</b>	<b>-8,6</b>	<b>4,8</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>
<b>Exportaciones</b>	-20,1	12,7	15,1	7,8
Exportaciones de bienes	-9,2	12,4	10,0	7,0
Exportaciones de servicios	-43,2	13,8	32,1	9,8
Consumo final de no residentes en el territorio económico	-76,0	30,0	126,3	19,6
<b>Importaciones</b>	-15,2	12,5	18,3	13,5
<b>Demanda externa*</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,9</b>
<b>PIB real pm</b>	<b>-10,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>

\* Contribución al crecimiento del PIB.

(e): Estimación, (p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

# Previsiones

% a/a	2020	2021 (e)	2022 (p)	2023 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-7,6	6,7	4,7	3,6
Empleo, EPA	-2,9	3,0	4,0	3,9
Tasa de paro (% población activa)	15,5	15,0	13,6	11,4
IPC (media anual)	-0,3	3,1	3,2	2,0
Deflactor del PIB	1,0	1,7	2,5	2,0
Déficit Público (% PIB)	-10,1	-6,8	-4,8	-3,0

(e): Estimación; (p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

# 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.

# Situación España

1T22

# Perspectivas 2022-2023: crecimiento alrededor del 5%

## DESCOMPOSICIÓN DE LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE 2022

(ESCENARIO CENTRAL PUNTOS PORCENTUALES)

