

# Situación España

2T22



# Situación y perspectivas de la economía española 2T22

Abril 2022

**Se revisa a la baja la previsión de crecimiento del PIB en España hasta el 4,1% y el 3,3% en 2022 y 2023 respectivamente, desde el 5,5% y el 4,9% adelantado hace tres meses.** La principal razón es el impacto que ya están empezando a tener distintos factores que no entraban dentro del escenario en enero pasado. Entre estos se encuentran la invasión a Ucrania, las sanciones impuestas a la economía rusa y el incremento en los precios, sobre todo de los combustibles y de la electricidad. La ralentización de la actividad que se espera afectaría más a los sectores intensivos en el uso de energía eléctrica. Por su parte, el consumo privado podría mitigar la desaceleración gracias a la flexibilización de las restricciones asociadas con la pandemia y a la utilización del ahorro acumulado desde 2020. Asimismo, unas políticas de demanda expansivas apoyarán el crecimiento del gasto, pero también continuarán presionando los precios al alza. Los riesgos sanitarios asociados a la COVID-19 descienden. Sin embargo, los relacionados con el entorno geopolítico, los cuellos de botella en las cadenas de suministro y la inflación doméstica van en aumento.

**La transmisión de los efectos de la invasión de Ucrania se realizará por diferentes canales, si bien el impacto a través de la relación directa con ambos países será limitado.** La guerra tendrá un impacto devastador sobre las economías rusa y ucraniana, lo que llevará a una reducción de su demanda de bienes y servicios españoles. Adicionalmente, las sanciones impuestas por la Unión Europea reducirán casi por completo las relaciones comerciales y financieras con Rusia. Sin embargo, la reducida importancia de ambos países para la economía española sugiere que la demanda procedente de estas economías puede ser sustituible a corto plazo. Durante el período 2014-2021, las exportaciones españolas de bienes a estos destinos tan solo representaron el 1% del total, mientras que las importaciones ascendieron al 1,7%. La inversión extranjera directa en España de rusos y ucranianos representó apenas un 0,1% del total en 2019. La compra de viviendas supuso el 4,5% de las realizadas por el conjunto de los extranjeros en los siete últimos años. Entre 2016 y 2019, los visitantes rusos supusieron el 1,4% del total de turistas extranjeros en España y su gasto, el 2,1%. Igualmente, la exposición del sistema financiero a las economías de ambos países es muy limitada. Aunque estos datos ponen en perspectiva el posible impacto de la caída de la demanda procedente de Rusia y Ucrania, esto no deja de lado que vaya a haber algunas regiones, empresas o sectores que puedan verse particularmente afectadas.

**El incremento en los precios de algunas materias primas donde Rusia y Ucrania tienen una cuota de mercado importante será el factor que más impacto tendrá sobre la economía española.** Entre 2014 y 2021, la quinta parte del carbón que importó España provino de Rusia, así como el 8% del petróleo y derivados. Del total de cereales comprados al exterior durante el mismo periodo, el 20% llegó desde Ucrania, además del 10% de las grasas y aceites. Estos bienes son fungibles y es de esperar que haya una sustitución, buscando proveedores diferentes o reemplazando el consumo de estos productos por alternativas similares. Sin embargo, el peso de Rusia en la provisión mundial de combustibles y las sanciones impuestas han hecho que las expectativas sobre una escasez relativa se reflejen en precios elevados de la gasolina y del gas. Respecto a este último bien, España está mejor posicionada que muchos países de Europa para enfrentar las consecuencias de su escasez. La posibilidad de importar gas natural licuado, al tener una capacidad sin utilizar para regasificarlo, además de contar con alternativas provenientes del norte de África, permitirá que no se produzcan cortes en su suministro, a diferencia de lo que puede pasar en otros países de la UE. Eso sí, se espera que el precio sea históricamente elevado y que afecte al gasto en electricidad, incluso si la Comisión Europea aprueba la propuesta de los

Gobiernos español y portugués de limitarlo. **Las estimaciones de BBVA Research apuntan a que el impacto del mayor precio del gas restará 0,5 pp al PIB de 2022 y 0,2 pp al de 2023.**

**El precio del barril de petróleo podría mantenerse en niveles elevados, alrededor de los 105 dólares por barril en promedio en 2022 y en 87 en 2023. Esto podría sustraer cerca de 1,5 pp al crecimiento tanto en 2022 como en 2023.** Lo anterior asume que alrededor de un 75% del incremento en el coste del combustible que se ha producido desde el tercer trimestre del año pasado se debe a restricciones de oferta. Los efectos de este tipo de aumentos en el precio del petróleo tienen un impacto diferente que los provocados por la demanda. En particular, históricamente vienen acompañados de una contracción de la actividad. El impacto por sector será desigual. El aumento en el coste de transporte será especialmente negativo para los sectores abiertos a la economía mundial, principalmente la industria y el turismo.

**La incertidumbre sobre la disponibilidad de los bienes intermedios y su precio podría intensificar las interrupciones en las cadenas de producción.** Se asume que los cuellos de botella en la industria se mantendrán hasta el primer trimestre del siguiente año como consecuencia de diversos factores. Esto se justifica por diversos factores. En China, la política de “tolerancia cero” con la COVID-19 continúa llevando a confinamientos y cierres de fábricas, lo que mantendrá los retrasos en la llegada de insumos imprescindibles para la elaboración de ciertas manufacturas. Asimismo, la volatilidad que se observa en el mercado de materias primas está haciendo que muchos proveedores sean incapaces de garantizar los precios con cierto período de antelación o sean reacios a firmar contratos de larga duración. Por otra parte, el incremento en el coste de la energía ha hecho que algunas empresas hayan decidido reducir la producción en lugar de hacerlo con pérdidas. Finalmente, es posible que llegado el próximo invierno, los gobiernos de distintos países europeos se vean en la necesidad de restringir la disponibilidad de gas para la producción, con tal de garantizar el abastecimiento a los hogares. Todo lo anterior retrasaría la recuperación de la industria. **Al respecto, BBVA Research estima que tanto los cuellos de botella observados hasta la fecha como su prolongación en 2022 restarán entre 1,2pp y 1,4pp al crecimiento medio anual de este año, lo que representa 0,2 pp más de lo estimado hace tres meses.**

**La inflación está reduciendo el poder de compra de las familias, lo que tendrá efectos negativos sobre el consumo.** El avance de los precios ya no se circunscribe solamente a la energía y a ciertos alimentos, sino que incluye también a la mayoría de bienes y servicios. Así lo pone de manifiesto la evolución de la inflación subyacente, que habría alcanzado niveles cercanos al 3,5% en el mes de marzo. Se prevé que la renta disponible de los hogares caiga en términos reales un 1,2% en 2022, frente a un crecimiento del 1,9% pronosticado hace tres meses. Esto sería principalmente como consecuencia del incremento esperado en el IPC, que pasa del 3,5% al 7% en promedio durante el presente año. Esta previsión no incluye el efecto que pueda tener la limitación al precio de la electricidad que finalmente se apruebe en las próximas semanas. Las consecuencias sobre el gasto privado de este aumento en la inflación pueden ser notables: **según las estimaciones de BBVA Research, a corto plazo, un descenso del 10% de la renta disponible real de las familias reduce su consumo un 2% (4% a largo plazo).**

**Por último, la caída de la confianza puede tener implicaciones negativas sobre la inversión y el consumo.** La volatilidad en los mercados financieros es reflejo de la incertidumbre reinante. Después de una disminución importante al inicio del conflicto, la renta variable se ha recuperado. Sin embargo, el Eurostoxx 50 terminó el mes de marzo un 9% por debajo de su nivel de inicio de año en un entorno de elevada incertidumbre. Esto, probablemente habría reducido la riqueza financiera de las familias españolas y, por lo tanto, sus expectativas de consumo. En particular, **BBVA Research estima que las consecuencias de una caída de la riqueza financiera neta real del 10% pueden llevar, en el corto plazo, a una reducción del consumo de los hogares del 0,3% y del 1% a largo plazo. Asimismo, el aumento de la volatilidad financiera, cuantificada por los índices VIX, restará cerca de 0,6 pp al crecimiento de este año y 0,2 pp el siguiente.**

**Ante esta tesitura, es de esperar una ralentización de la actividad durante los próximos meses, en línea con el impacto negativo que tendrá en el conjunto de la UE la invasión de Ucrania.** Se revisa a la baja el crecimiento del PIB europeo en 2022, desde el 3,7% al 2,0%, y en 2023, desde el 2,7% al 1,8%. El impacto será asimétrico dentro del continente. Cuanto menor es la distancia de un país con Ucrania y Rusia, las relaciones comerciales, financieras y de flujos de personas son mayores. Más aún, economías tan importantes como Alemania o Italia han apostado por el gas ruso como fuente de energía, difícil de sustituir a corto plazo. Todo esto da como resultado una revisión significativa, que podría situar al PIB europeo a finales del siguiente año entre 2,5 y 3 puntos porcentuales por debajo de lo inicialmente previsto, lo que reducirá la demanda de bienes y servicios procedentes de España y repercutirá negativamente sobre la industria y el turismo extranjero. Además, la elevada incertidumbre puede afectar a la inversión, particularmente sensible a puntos de inflexión en la actividad. **De acuerdo a las estimaciones de BBVA Research, las caídas del PIB en el conjunto de la unión monetaria se trasladan uno a uno al PIB de España.**

**La suma de todos estos factores da como resultado una revisión a la baja de las previsiones del PIB para España, que podría crecer un 4,1% en 2022 y un 3,3% en 2023.** El cambio es significativo, sobre todo si se toma en cuenta que en la segunda mitad del año pasado, cuando todavía no se esperaba el repunte en el precio de las materias primas, o la invasión de Ucrania, el crecimiento previsto para ambos años se estimaba entre el 6 y el 7%. En todo caso, el *shock* afecta a una economía española que continúa experimentando un crecimiento sólido y donde, por el momento, hay pocos indicios del impacto de la crisis. Además, tras dos años, parece que el riesgo sanitario relacionado con la COVID-19 descende, y esta vez la reducción podría ser permanente. Asimismo, el Gobierno está tomando medidas para limitar el impacto del incremento en el precio de los combustibles y de la electricidad. A esto hay que agregar que el tono de las políticas de demanda continúa siendo expansivo.

**El crecimiento del PIB fue notable durante los tres últimos meses de 2021 y se habría situado en torno al 1,4% t/t en el primer trimestre de 2022.** Esto implica una desaceleración menos intensa que la prevista en el [Situación España de enero de este año](#). A finales de 2021 y a comienzos de 2022 se vivió un incremento significativo de contagios de COVID-19. Lo anterior, junto con el aumento en los costes de producción y el mantenimiento de los cuellos de botella en la cadena de producción industrial, hacían prever un debilitamiento de la economía. En línea con este argumento, las exportaciones de bienes habrían acumulado, hasta marzo, dos trimestres consecutivos de caídas, mientras que el gasto de turistas extranjeros se habría desacelerado considerablemente. Por su parte, el consumo de los hogares habría continuado avanzando a ritmos menores a los registrados por el PIB, lo que mantiene la tasa de ahorro de las familias en niveles superiores a su promedio histórico. Por lo tanto, el motor del crecimiento durante el período más reciente ha sido el gasto en inversión, sobre todo, en maquinaria y equipo y en otras construcciones. Aquí, la aceleración en la ejecución de los fondos Next Generation EU (NGEU) estaría comenzando a notarse. Esto, a pesar del lastre que supone la compra de vehículos de transporte, afectada por la falta de insumos que limitan su producción, y por la formación bruta de capital fijo en vivienda, que no termina de despegar a pesar del buen comportamiento de la demanda y de los precios. En todo caso, hay que apuntar que la estimación de crecimiento para el primer trimestre se hace en un contexto de elevada incertidumbre dada la volatilidad que se ha observado en los últimos años en la evolución de las horas trabajadas y de la productividad.

**Los indicadores disponibles hasta el momento para la economía española desde la invasión de Ucrania y el anuncio de las sanciones apuntan a un impacto negativo, pero todavía bastante limitado, en la actividad.** El gasto con tarjeta de clientes de BBVA y en Terminales de Puntos de Venta de BBVA muestra cierta ralentización durante la segunda quincena de marzo, que sería mayor en términos reales, tomando en cuenta la aceleración que se viene produciendo en la inflación. Los sectores que más acusan esta moderación están afectados por la mayor incertidumbre y el coste del combustible. En particular, se nota un menor dinamismo en el

gasto presencial, en el transporte o en la alimentación. En estos dos últimos sectores, la ralentización vino precedida por un repunte, por lo que no se descarta que los hogares y los autónomos hayan decidido adelantar gastos ante la huelga que se produjo en el sector del transporte de mercancías o que hayan tratado de anticiparse a la probable escasez de algunos productos ante el conflicto armado. Por su parte, se constató un práctico estancamiento del paro registrado a finales del mes. Sin embargo, la afiliación a la Seguridad Social se mantuvo al alza, los ERTE continuaron menguando y la tasa de temporalidad volvió a reducirse.

**El gasto privado continuará aumentando, apoyado por la reducción en la severidad de la COVID-19 y el ahorro acumulado desde 2020.** Aunque la sexta ola ha llevado a niveles de contagios muy elevados, tanto la tasa de hospitalización como la de mortalidad han disminuido considerablemente. Esto ha permitido que las familias hayan cambiado poco sus patrones de gasto y que las restricciones hayan sido menores que en otros brotes. Hacia delante, esta mayor seguridad, la progresiva eliminación de restricciones, el buen tono del mercado laboral y el ahorro acumulado por los hogares deberían hacer que el consumo privado siga aumentando. Eso sí, su crecimiento continuará siendo moderado, dado el incremento en la inflación y en la incertidumbre. BBVA Research estima que a finales de 2021, el aumento en la riqueza como consecuencia del confinamiento y los cambios en los hábitos de consumo habría alcanzado los 80 mil millones de euros con respecto al cuarto trimestre de 2019. Aunque su distribución es desigual y no todo este dinero se convertirá en gasto, se espera que una parte se utilice para disfrutar servicios que han sufrido particularmente las restricciones (alojamiento, ocio, restauración, etc.). Esto llevará a un incremento del consumo del 3,4% en 2022 y del 2,7% en 2023.

**La compra de vivienda continuará apoyada por los cambios en las preferencias de los hogares, el ahorro embalsado y la inflación.** Existe evidencia de que tras el confinamiento, muchas familias han decidido buscar una vivienda fuera de los centros urbanos<sup>1</sup>. La necesidad de tener más espacio, junto con el avance del teletrabajo, han permitido esta emigración. Adicionalmente, una parte del gasto que no se pudo hacer en viajes se ha destinado a la adquisición de inmuebles. Finalmente, el incremento de la inflación y su impacto sobre el precio de los alquileres ha hecho de la vivienda un activo atractivo para la inversión, en un entorno de bajos tipos de interés. Desafortunadamente, esta buena evolución no se está trasladando hacia mayor iniciación de viviendas. Si bien una parte de esta decepcionante situación se puede deber al incremento reciente en los costes de construcción, este comportamiento diferencial de la oferta parece venir de antes. Por lo tanto, es más probable que el problema esté en la poca disponibilidad de suelo para iniciar nuevos proyectos con relativa rapidez, en la complejidad y tardanza de los procedimientos administrativos para la autorización de puesta en marcha de nuevos desarrollos y, sobre todo, en la elevada incertidumbre regulatoria que vive el sector. Aun así, se espera que la inversión en vivienda se incremente un 4,1% en 2022, para acelerarse en 2023 hasta un 17,1%, apoyada por el programa NGEU.

**El repunte del gasto asociado al NGEU reforzará la transición hacia un crecimiento basado en la inversión.** Entre diciembre de 2020 y diciembre de 2021, la formación bruta de capital fijo en otras construcciones avanzó un 10%, un incremento comparable al de otros dos años de fuerte expansión en este componente (1998 y 2000). Se prevé que al cierre de 2023, esta parte de la demanda haya registrado el mayor avance en la historia de España que se haya visto durante un trienio (60%). Esto, como consecuencia de los anuncios realizados por el Gobierno respecto al monto de las licitaciones previstas durante los próximos meses y a los avances realizados en el desarrollo de los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y la Transformación Económica (PERTE). Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo también se verá beneficiada por el gasto público. Sin embargo, a corto plazo, podría verse negativamente afectada por el fuerte crecimiento observado en el segundo semestre del año

---

<sup>1</sup> Para más información véase [Análisis de la demanda de vivienda tras la irrupción de la COVID-19](#)

anterior, el aumento de la incertidumbre, los problemas en las cadenas de suministro y el incremento en los costes de producción. Así, se espera que avance un 3,6% en 2022 y un 15,5% en 2023.

**Las exportaciones de servicios continuarán apoyando el crecimiento, mientras que las de bienes podrían sufrir más por el encarecimiento de los costes de producción y de transporte.** España es, en estos momentos, uno de los pocos países turísticos, entre alternativas geográficas cercanas, que puede garantizar un entorno de seguridad sobre la situación sanitaria, en donde descende la probabilidad de que se tengan que imponer restricciones (como un confinamiento) y que se encuentra lejos de los países en conflicto. Dependiendo de cómo evolucionen los costes de desplazamiento, el país podría recibir una cantidad importante de turistas extranjeros este año. El gasto presencial con tarjetas extranjeras en TPV de BBVA se mantiene elevado. Sin embargo, lo más positivo es la evolución del gasto no presencial, asociado con las reservas, que se viene acelerando en el último mes. Lo anterior, junto con la excelente evolución de los servicios no turísticos, permite estimar que ya en el primer trimestre del año las exportaciones de servicios habrían alcanzado su nivel máximo prepandemia. Una historia diferente es la de la industria, sobre todo de aquella que es intensiva en el uso de electricidad y que depende del transporte terrestre que usa combustibles fósiles para entregar su producto. A esto hay que añadir la permanencia de los cuellos de botella que pueden intensificarse con paros relacionados con el incremento del precio de los insumos. Por lo tanto, es posible que el sector industrial sea el más afectado y se vean contracciones de la actividad durante los próximos meses.

**Las políticas públicas seguirán siendo expansivas, aunque en el caso de la monetaria, se espera el inicio de un proceso de normalización en los tipos de interés.** El Banco Central Europeo (BCE) ha finalizado la expansión de su Programa de Compras de Emergencia durante la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y hará lo mismo con el Programa de Compra de Activos (APP, por sus siglas en inglés) durante los próximos meses. El repunte de la inflación y la percepción de que el impacto de la crisis en la economía europea será limitado, han llevado al mercado a descontar que el próximo mes de septiembre el BCE podría iniciar el incremento en los tipos de interés. El escenario que aquí se presenta asume que el primer aumento en el tipo de interés de la facilidad de depósito se dará a finales de año, una vez que se reduzca la incertidumbre sobre la evolución del PIB y sobre la disponibilidad de gas. A finales de 2023, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación alcanzaría apenas los 50 puntos básicos. De manera crucial, se espera que las medidas anunciadas por los gobiernos europeos serán exitosas en limitar el incremento en el precio de la electricidad o en reducir su impacto sobre hogares y empresas. Además, se asume que el precio de los combustibles y el gas caerá durante los próximos meses, lo que reducirá las expectativas de inflación. Esto permitiría una normalización gradual de los tipos de interés. Respecto a la política fiscal, lo conocido durante los últimos tres meses apunta a un mayor estímulo. Alemania ha anunciado su intención de incrementar el gasto militar, y serán necesarios mayores recursos para poder recibir y ayudar a los inmigrantes provenientes de Ucrania. Por último, se acelerará buena parte de los proyectos encaminados a reducir la dependencia energética de Rusia. En suma, la política monetaria continuará siendo expansiva, incluso aunque puedan requerirse subidas de tipos superiores a las que hoy se contemplan en el escenario central, al tiempo que se espera que la fiscal continúe apoyando a la demanda durante los próximos meses.

**El actual contexto sigue presentando una elevada incertidumbre, en la medida en que están interaccionando varios riesgos con consecuencias difíciles de prever.** La inseguridad respecto a la salud que ha traído la COVID-19 va en descenso gracias al impacto que ha tenido una vacunación rápida y masiva en España. En todo caso, no es descartable todavía la aparición de una nueva cepa, más contagiosa y mortal que las anteriores. Esto provocaría la vuelta de las restricciones, que afectarían particularmente al sector servicios, e incrementaría la probabilidad de recesión.

**La inflación se ha convertido en la principal amenaza para consolidar la recuperación de la economía española.** Las previsiones apuntan a que, en promedio, podría terminar en un 7% en 2022 y en un 2,5% en 2023. Aunque la mayor parte del incremento en el coste de la cesta de consumo de los hogares continúa explicado por el componente energético, comienza a producirse una generalización de la inflación hacia otros bienes y servicios. En la medida en que esto también se está produciendo en la UEM, el BCE podría decidir acelerar el proceso de normalización de los tipos de interés. Aunque los deudores españoles han incrementado recientemente el peso de las operaciones a tipo fijo, la mayor parte de los créditos al sector privado se han otorgado a tipo variable. Un aumento rápido y significativo de la carga financiera podría afectar las expectativas de gasto de los hogares.

**El Gobierno ha aprobado un plan de choque para tratar de revertir parte del incremento en el coste de la energía y limitar su impacto sobre los hogares y empresas.** Dentro de las medidas anunciadas por el Gobierno, la más importante para controlar la inflación es la propuesta de fijación de un precio de referencia del gas que se utiliza para la producción de electricidad. A falta de saber los detalles, el resultado final deberá garantizar una transición corta hacia una reforma de largo plazo, que aumente las interconexiones y la competencia en Europa, con menores barreras de entrada al mercado, manteniendo la seguridad jurídica y con un coste reducido para las finanzas públicas. Además, se ha avanzado en el llamado “pacto de rentas”, incluyendo a los arrendatarios. El límite a la revalorización de los alquileres puede permanecer un largo período de tiempo si la inflación se mantiene por encima del 2% y, por lo tanto, tener efectos perniciosos sobre la oferta de vivienda. Adicionalmente, las petroleras contribuirán con una rebaja de 5 céntimos de euro en el precio del combustible, a la que el Gobierno sumará otros 15 céntimos de euro. La medida va en dirección contraria a la de promover una fiscalidad progresiva, reducir el consumo de combustibles fósiles, mejorar su uso eficiente y promover la transición hacia las fuentes de energía renovables. Por otro lado, y en línea con las medidas laborales aprobadas hace dos años, el Gobierno ha condicionado las ayudas a las empresas durante la presente crisis a que no se destruya empleo. Esto puede ser positivo si las dificultades son temporales, pero resta flexibilidad si la subida de precios energéticos se vuelve estructural. Asimismo, se echan en falta medidas que protejan a los trabajadores por cuenta propia en esta situación. La creación de una nueva línea de avales ICO de liquidez por 10.000 millones de euros es una medida positiva, aunque se produce en un entorno donde todavía están disponibles fondos de la última línea ICO aprobada durante la pandemia. La extensión de plazos de carencia a empresas que ya habían solicitado créditos con aval público atenuará los efectos de la situación actual, pero puede mantener empresas inviables en algunos casos y podría implicar la constitución de provisiones para estos préstamos (que no amortizan capital desde hace más de dos años).

**La desigualdad en el reparto de costes provenientes de la inflación puede generar descontento social.** Las familias de rentas bajas gastan relativamente más en electricidad y menos en carburante. Los jóvenes, que gastan más en transporte, viven de alquiler y les afecta más la indexación de los contratos de arrendamiento al IPC, no tienen garantizado el poder adquisitivo de su renta, a diferencia de los pensionistas. Aunque buena parte del incremento en el coste energético supone una transferencia hacia países productores de combustibles, hay empresas domésticas que están teniendo ganancias anormalmente elevadas. Algunas de las medidas tomadas por el Gobierno buscan, precisamente, redistribuir entre los individuos nacionales estos costes. Así, son bienvenidos el incremento temporal de un 15% en el Ingreso Mínimo Vital o el aumento del número de familias que podrían recibir el bono social de electricidad. En todo caso, otras, como el abaratamiento del combustible, pueden ser regresivas, poco transparentes o tener efectos no deseados (como el control de precios en el alquiler). Si algunos colectivos se ven particularmente perjudicados, la conflictividad social podría repuntar. Por eso es importante que el llamado “pacto de rentas” provenga de un consenso social, que involucre a sindicatos y empresas, a consumidores y productores, pensionistas y contribuyentes a la Seguridad Social, etc. En ausencia de ello y de la percepción de que todos deben asumir una parte del coste, la economía puede perder competitividad y mostrar una recuperación menos intensa y desigual.

**La incertidumbre sobre el momento en el que se acelerará la ejecución de los fondos NGEU y sobre su impacto es todavía elevada.** Aunque efectivamente hay señales de que los cuellos de botella administrativos se están resolviendo, dos años más tarde, la llegada del dinero a empresas y hogares continúa decepcionando. Más aún, el problema ahora es que se corre el riesgo de que el gasto se acelere exactamente al mismo tiempo que se produzca un aumento en el consumo (derivado de la reducción de restricciones) y cuando los precios de los insumos son elevados. Así, es posible que la efectividad del impulso fiscal sea menor si una parte importante de los recursos se destina a comprar bienes importados más caros.

**Ahora más que nunca pueden ser importantes las políticas de oferta, que faciliten su respuesta ante el incremento esperado de la demanda.** Es necesario apoyar el crecimiento de las empresas en España. Asimismo, es vital avanzar en dotar de mayor competencia a algunos sectores que elevan el coste de producir en el país. Las políticas públicas deben promover la disponibilidad de capital humano con la formación adecuada que necesitan las empresas. Esto requiere de un incremento en los recursos destinados a la formación de parados, pero también de una mejora en su eficiencia. Asimismo, es necesaria una política migratoria adaptada a la nueva realidad y consistente con el modelo de digitalización y sostenibilidad que se quiere promover en el país. Para impulsar esto, será necesario también desarrollar mercados de financiación adecuados para incrementar la escala de las empresas y la promoción de proyectos basados en activos intangibles. Todo esto, en un entorno de elevada incertidumbre, donde no sólo pesarán factores como la pandemia o la invasión de Ucrania, sino que cada vez se notará más el impacto que pueda tener el ciclo electoral doméstico durante el próximo año y medio.

## Tablas

**Cuadro 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2019	2020	2021	2022	2023
EE. UU.	2,3	3,7	5,7	3,1	2,4
Eurozona	1,6	-6,5	5,3	2,0	1,8
China	6,0	2,3	8,1	5,2	5,2
Mundo	2,9	-3,0	6,1	4,0	3,6

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Fecha de cierre de previsiones: 1 abril 2022.

Fuente: BBVA Research y FMI.

**Cuadro 1.2. INFLACIÓN (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2019	2020	2021	2022	2023
EE. UU.	1,8	1,2	4,7	5,7	3,0
Eurozona	1,2	0,3	2,6	5,9	1,9
China	2,9	2,5	0,9	2,5	2,5
Mundo	3,6	3,1	3,8	4,8	3,6

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Fecha de cierre de previsiones: 1 abril 2022.

Fuente: BBVA Research y FMI.

**Cuadro 1.3. TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2019	2020	2021	2022	2023
EE. UU.	2,14	0,90	1,44	2,36	2,94
Alemania	-0,21	-0,48	-0,31	0,38	0,89

Fecha de cierre de previsiones: 1 abril 2022.

Fuente: BBVA Research y FMI.

**Cuadro 1.4. TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO ANUAL)**

	2019	2020	2021	2022	2023
EUR-USD	0,89	0,88	0,84	0,91	0,89
USD-EUR	1,12	1,14	1,18	1,10	1,13
CNY-USD	6,91	6,91	6,45	6,46	6,60

Fecha de cierre de previsiones: 1 abril 2022.

Fuente: BBVA Research y FMI.

**Cuadro 1.5. TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (FIN DE PERIODO, %)**

	2019	2020	2021	2022	2023
EE. UU.	1,75	0,25	0,25	2,00	3,00
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
China	4,35	4,35	4,35	3,60	3,60

Fecha de cierre de previsiones: 1 abril 2022.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Cuadro 1.6. RESUMEN DE PREVISIONES EUROZONA (a/a)

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>1,6</b>	<b>-6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
Consumo privado	1,4	-8,0	3,5	3,2	1,8
Consumo público	1,8	1,1	3,8	1,9	1,1
Formación bruta de capital fijo	6,8	-7,3	4,3	0,0	1,1
Inventarios (*)	-0,1	-0,5	0,4	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>2,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	2,7	-9,4	10,9	3,3	1,7
Importaciones (bienes y servicios)	4,8	-9,2	8,6	3,8	1,2
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>
<b>Precios</b>					
IPC	1,2	0,3	2,6	5,9	1,9
IPC subyacente	1,2	0,9	1,5	3,1	2,0
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	1,3	-1,5	1,1	0,9	0,5
Tasa desempleo (% población activa)	7,6	8,0	7,7	7,6	7,7
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-0,6	-7,2	-5,6	-5,8	-3,2
Deuda (% PIB)	83,6	97,3	95,7	96,7	96,3
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,4	1,9	2,5	1,4	1,9

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 1 abril 2022.

(\*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research.

**Cuadro 1.7. ESPAÑA: PREVISIONES MACROECONÓMICAS**  
 (TASAS DE VARIACIÓN ANUAL EN %, SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)

(Promedio anual, %)	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Actividad</b>					
<b>PIB real</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>
Consumo privado	0,9	-12,2	4,7	3,5	2,7
Consumo público	2,0	3,3	3,1	1,1	1,7
Formación Bruta de Capital Fijo	4,5	-9,5	4,3	7,0	18,1
Equipo y Maquinaria	3,2	-12,9	16,0	3,7	15,5
Construcción	7,1	-9,6	-2,8	8,6	20,2
Vivienda	6,6	-11,2	-5,3	4,1	17,0
<b>Demanda Interna (contribución al crecimiento)</b>	<b>1,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>
Exportaciones	2,5	-20,1	14,7	9,3	7,8
Importaciones	1,2	-15,2	13,9	9,0	14,8
<b>Demanda Externa (contribución al crecimiento)</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,3</b>
PIB nominal	3,4	-9,8	7,4	10,2	5,9
(Miles de millones de euros)	1244,4	1121,9	1205,1	1328,1	1406,6
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	2,3	-2,9	3,0	2,1	1,7
Tasa de paro (% población activa)	14,1	15,5	14,8	14,2	13,8
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	2,6	-7,6	6,6	2,6	1,5
Productividad aparente del factor trabajo	-0,5	-3,3	-1,5	1,5	1,8
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	0,7	-0,3	3,1	7,0	2,5
IPC (fin de periodo)	0,8	-0,5	5,8	5,2	2,6
Deflactor del PIB	1,3	1,0	2,3	6,1	2,6
Remuneración por asalariado	2,6	1,3	-0,7	3,9	3,6
Coste laboral unitario	3,1	4,6	0,8	2,4	1,8
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,0	0,6	0,7	-0,4	-2,2
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	95,5	120,0	118,4	113,4	111,7
Saldo AA.PP. (% PIB)*	-2,9	-10,1	-6,4	-6,0	-4,6
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	0,5	0,6	-5,2	-0,4	0,0
Tasa de ahorro (% renta nominal)	9,7	10,4	6,8	8,3	6,6

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 1 abril 2022.

(\*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research.

## 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  
[bbvarresearch@bbva.com](mailto:bbvarresearch@bbva.com) [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)