

Situación España

3T22

Mensajes principales



Presiones inflacionistas

La inflación se mantiene en niveles inusualmente altos. Las presiones se han visto reforzadas recientemente por el impacto de la guerra de Ucrania sobre el precio de las materias primas y el mantenimiento de los cuellos de botella, en un entorno de relativa resiliencia de la demanda (pese a la desaceleración). El riesgo de efectos significativos de segunda ronda y desanclaje de expectativas es moderado, dada la actuación de los bancos centrales, pero creciente.



Reacción de los bancos centrales

Los bancos centrales aceleran el proceso de aumento de los tipos de interés. Su tono reciente sugiere que no dudarán en hacer lo necesario para controlar la inflación a medio y largo plazo. La Fed pronto aumentará los tipos hasta niveles restrictivos, mientras que en la Eurozona, en un entorno de demanda menos robusta y riesgo de fragmentación, los tipos convergerán a tipos neutrales.



Perspectivas económicas

La economía mundial se desacelerará significativamente, con crecimientos negativos en más de un trimestre en EE. UU. y Eurozona, lo que contribuirá a la caída de la inflación que, aún así, permanecerá muy por encima de los objetivos en el corto plazo. En la Eurozona se esperan caídas del PIB durante los próximos trimestres fundamentalmente por las disrupciones creadas por la guerra, incluyendo la escasez energética. El fuerte endurecimiento monetario hace probable una recesión (suave) en EE. UU. El entorno es muy incierto por la coincidencia de múltiples shocks.



Riesgos

Una mayor persistencia de la inflación podría desencadenar subidas, aún más severas, de los tipos de interés y, por lo tanto, una recesión más profunda y generalizada. Factores de riesgo adicionales son una fragmentación financiera en la Eurozona, crisis en los mercados de la deuda y emergentes, la persistencia de la pandemia (principalmente en China), estanflación y protestas sociales, entre otros.

Mensajes principales. España



PIB

Se mantiene la previsión para 2022 (4,1%), pero se revisa a la baja el crecimiento para 2023, desde el 3,3% al 1,8%. El consumo de los hogares se ha visto negativamente afectado por el incremento en precios y algunos factores de oferta.



Se prevé un deterioro hacia delante

Entre los factores que explicarán el menor crecimiento se encuentran la cada vez más probable escasez de algunas materias primas, el incremento en su precio y la traslación que se ha observado de este aumento en el coste de producción hacia la inflación. Además, se espera que la carga financiera de empresas y familias repunte conforme el BCE retire los estímulos monetarios.



Signos de resiliencia

El crecimiento continuaría siendo positivo y, hacia delante, existen razones para justificar la continuación de la recuperación. La riqueza acumulada por las familias no ha sido utilizada todavía. Las exportaciones continúan aumentando y el fuerte crecimiento de la inversión en equipo podría sostenerlas. La inversión en construcción se acelerará durante los próximos meses gracias a los fondos NGEU.



Riesgos

El sesgo a corto plazo es a la baja. Es posible un escenario de restricción de gas en Europa. Además, la tendencia de la inflación es elevada, a pesar de las medidas tomadas, y podría enquistarse haciendo difícil su rápida reducción. Es necesario acelerar la implementación de los fondos relacionados con el NGEU. A medio plazo, el sesgo dependerá de las reformas que se implementen durante los próximos meses.

01

Situación Global

3T22

En un entorno complejo e incierto, los bancos centrales se ven obligados a acelerar las subidas de tipos para atajar la inflación

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

MATERIAS PRIMAS

Precios de la energía y alimentos muy presionados por la guerra en Ucrania



RESTRICCIONES DE OFERTA

Persistentes cuellos de botella debido a la guerra y restricciones de movilidad por covid en China



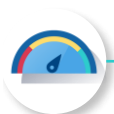
RESILIENCIA DE LA DEMANDA

Fortaleza del empleo y ahorro acumulado; debilidad por covid en China



INFLACIÓN ALTA, PERSISTENTE Y GENERALIZADA

Precios presionados también por incipientes efectos de segunda ronda y factores estructurales (como la desglobalización), con riesgo de desanclaje de las expectativas



BANCOS CENTRALES MÁS AGRESIVOS Y VOLATILIDAD FINANCIERA

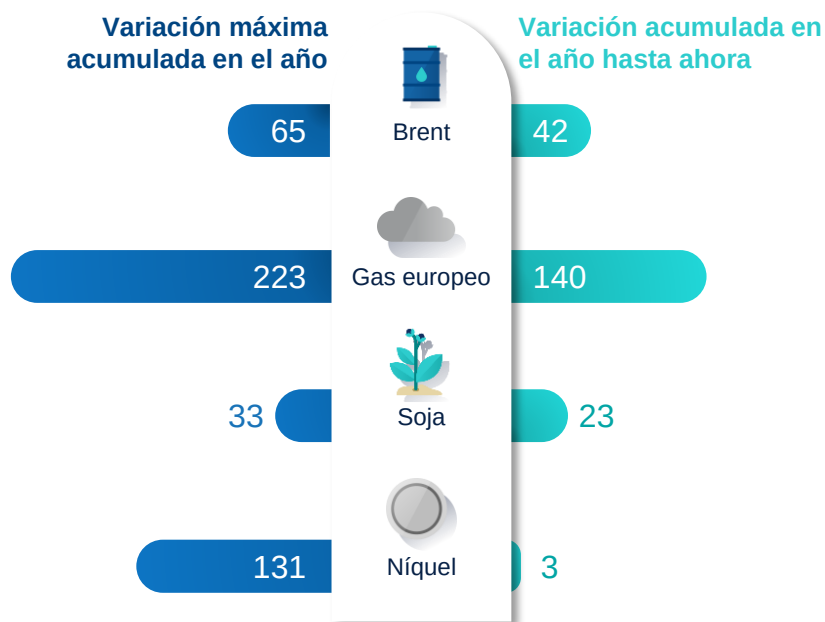
Un endurecimiento monetario más severo y adelantado, particularmente en los EE. UU., para reducir la demanda, que ha mantenido la volatilidad financiera elevada



Los precios de las materias primas han subido más de lo esperado tras la guerra, pese las recientes preocupaciones de desaceleración global

PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

(VARIACIÓN PORCENTUAL ACUMULADA EN EL AÑO HASTA EL DÍA 11 DE JULIO DE 2022)



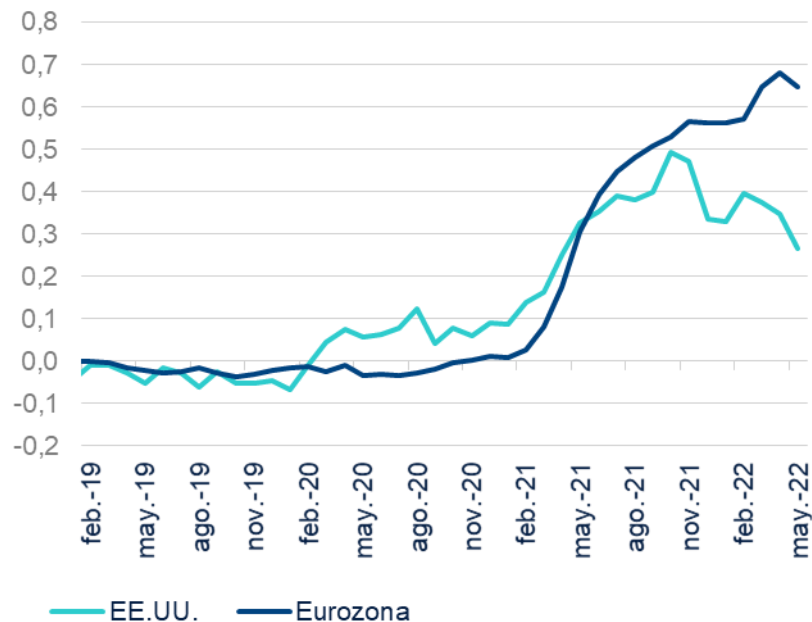
La guerra y las sanciones han presionado los precios de las materias primas:

- petróleo: afectado por sanciones contra Rusia
- gas: presionado por el miedo a que Rusia aumente las restricciones de oferta
- alimentos: impactados por precio de los fertilizantes y disrupciones en Ucrania
- metales: menor exposición directa a la guerra, pero presionados por la transición energética

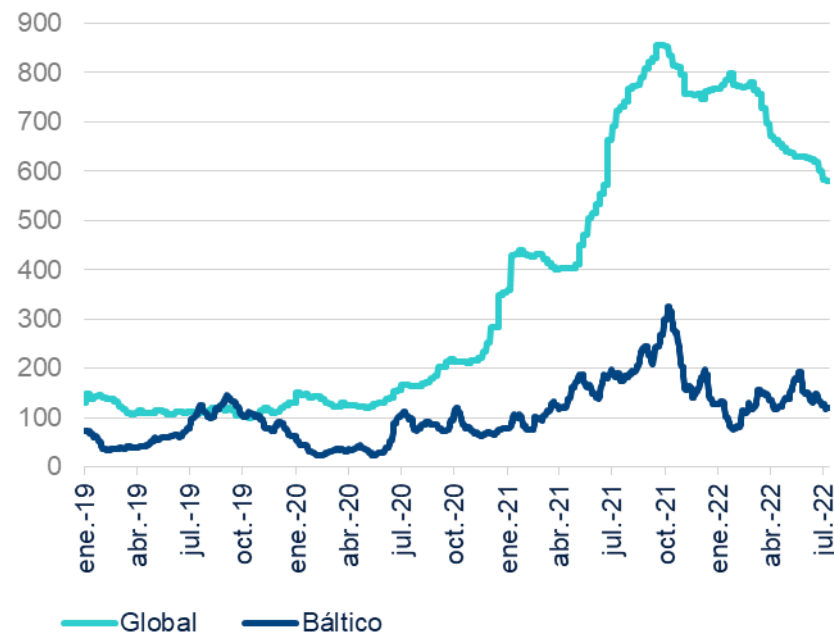
El riesgo de una fuerte ralentización global ha causado caídas recientes en los precios de las materias primas (pero no del gas en Europa).

Los cuellos de botella se mantienen en niveles muy elevados, pero hay señales de mejoras, principalmente en EE. UU.

INDICADOR BBVA RESEARCH DE CUELLOS DE BOTELLA (ÍNDICE: PROMEDIO DESDE 2003 = 0)



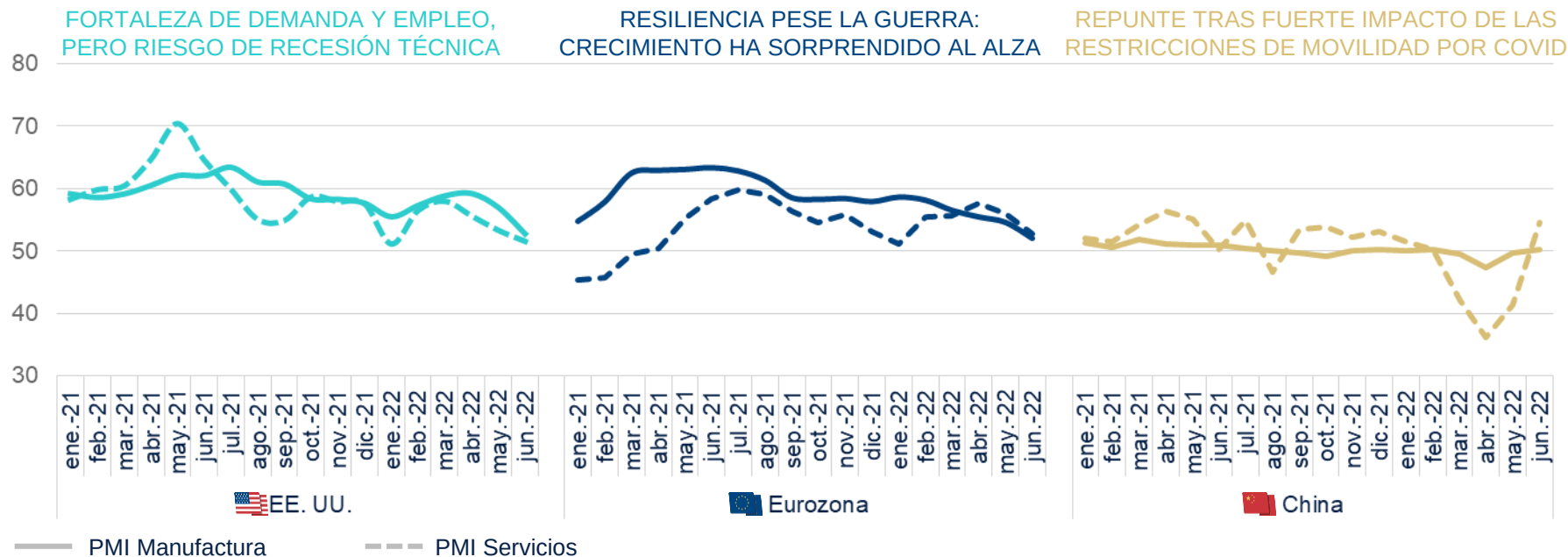
PRECIO DEL TRANSPORTE DE CONTENEDORES: GLOBAL Y BÁLTICO (INDEX: 2012 = 100)



El crecimiento se modera, pero la demanda sigue resiliente dado el elevado nivel de ahorro acumulado y el dinamismo del consumo y de los servicios

INDICADORES PMI

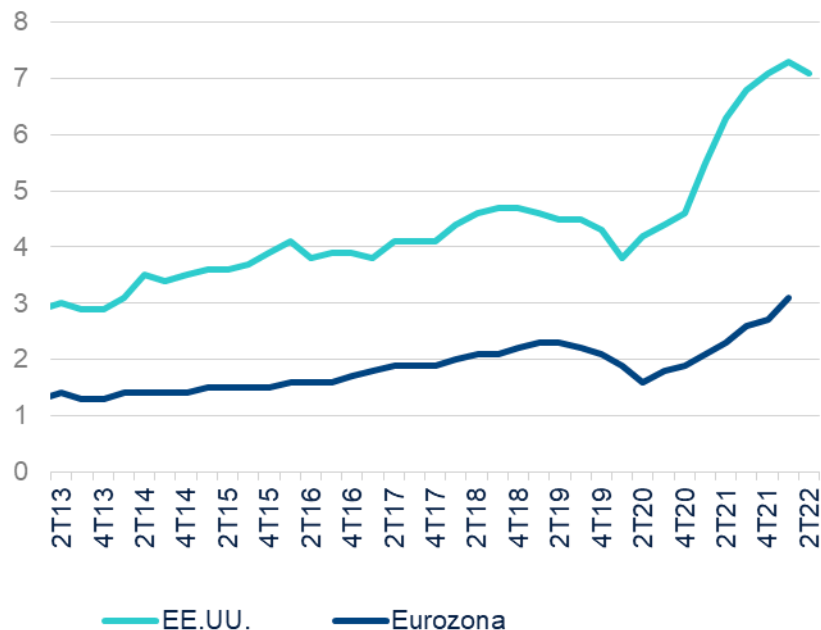
(MÁS DE 50: EXPANSIÓN; MENOS DE 50: CONTRACCIÓN)



El dinamismo de los mercados laborales apoya al consumo privado, pero refuerza las preocupaciones sobre la dinámica inflacionista

MERCADO LABORAL: TASA DE VACANTES *

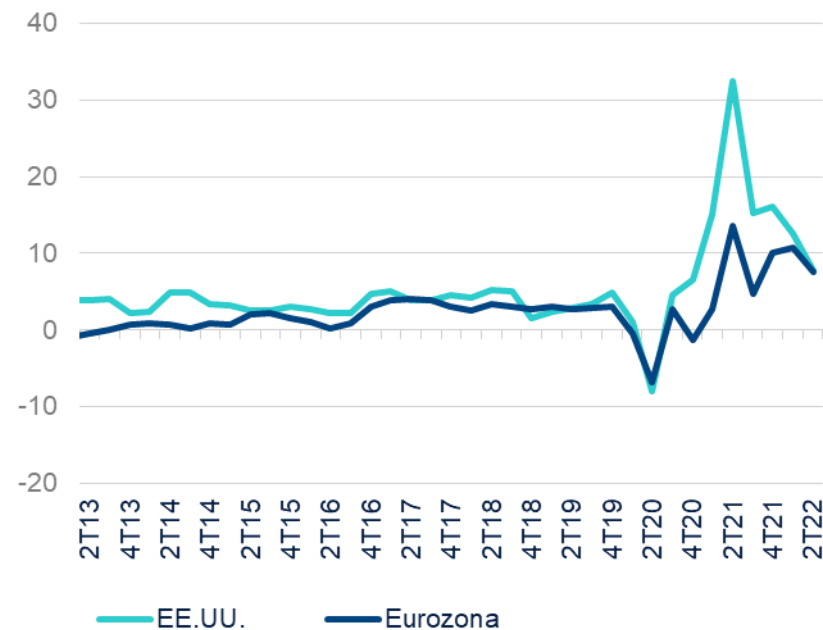
(%, PROMEDIOS TRIMESTRALES)



* Vacantes en proporción de la suma del empleo total y el número de vacantes
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

CONSUMO PRIVADO: VENTAS AL POR MENOR

(% A/A, PROMEDIOS TRIMESTRALES)

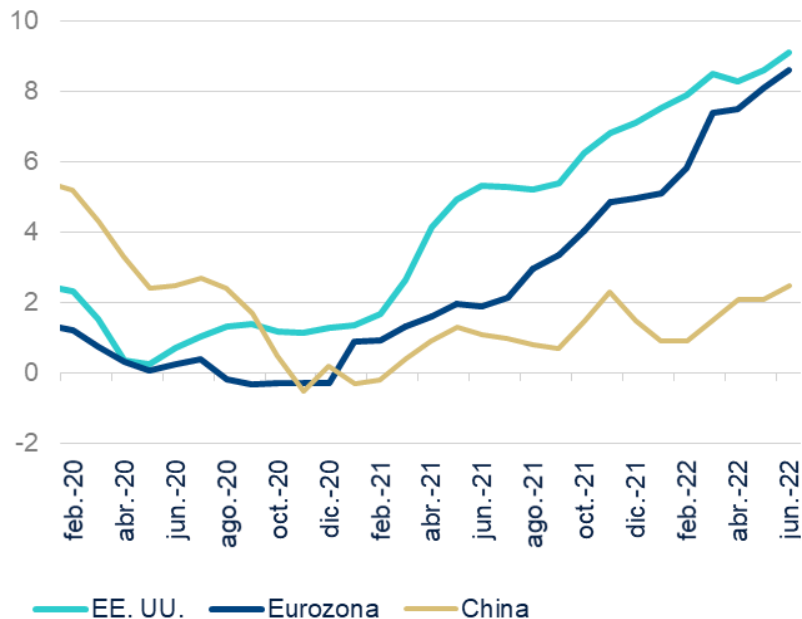


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

Elevadas, persistentes y generalizadas presiones inflacionistas, en buena parte por factores de oferta y relacionados al mercado laboral

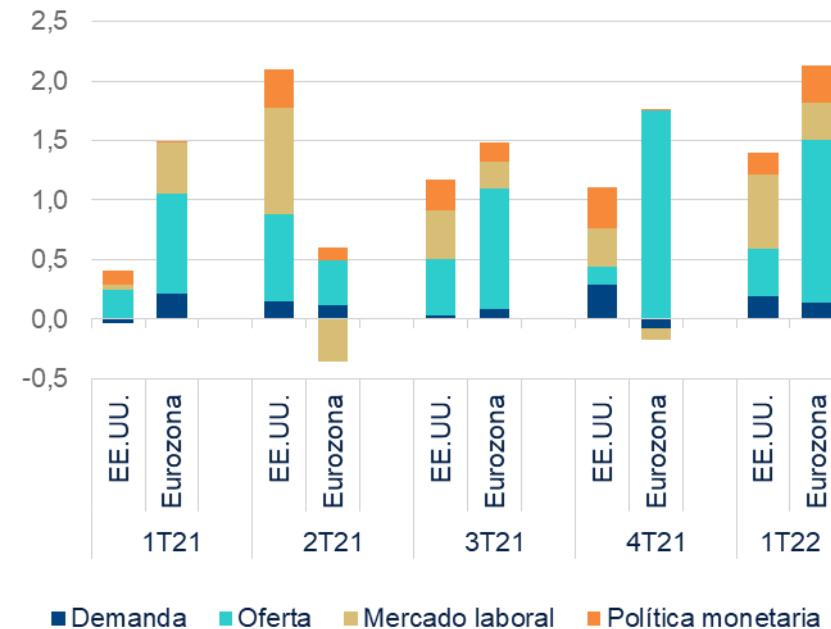
INFLACIÓN: IPC

(A/A %)



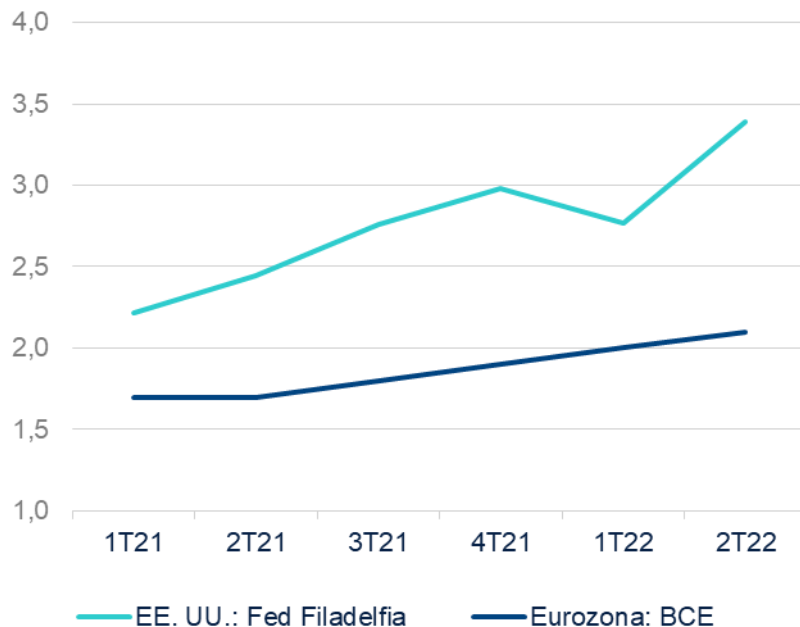
CHOQUES SOBRE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

(PUNTOS PORCENTUALES)

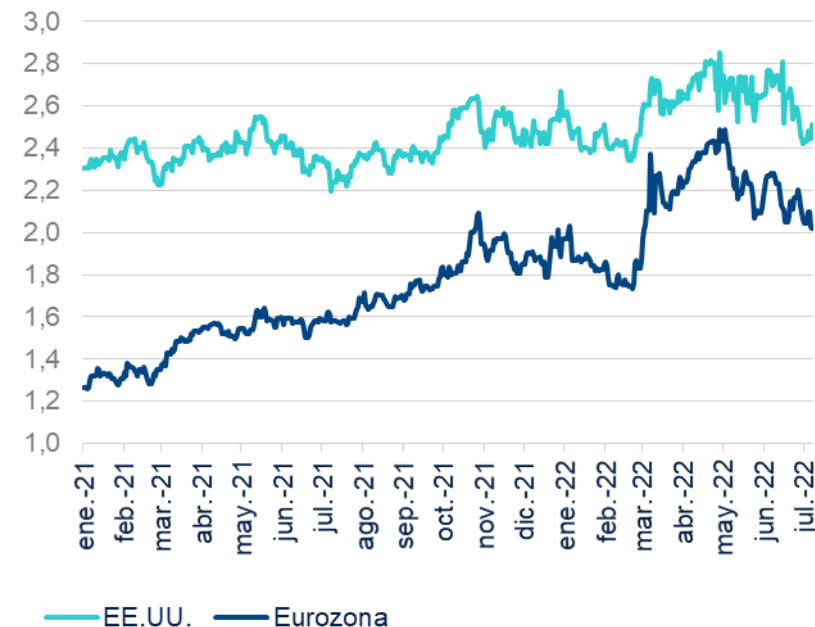


Las expectativas de inflación han subido significativamente

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 5 AÑOS: ENCUESTAS CON ANALISTAS (%)



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO: MERCADOS* (%)



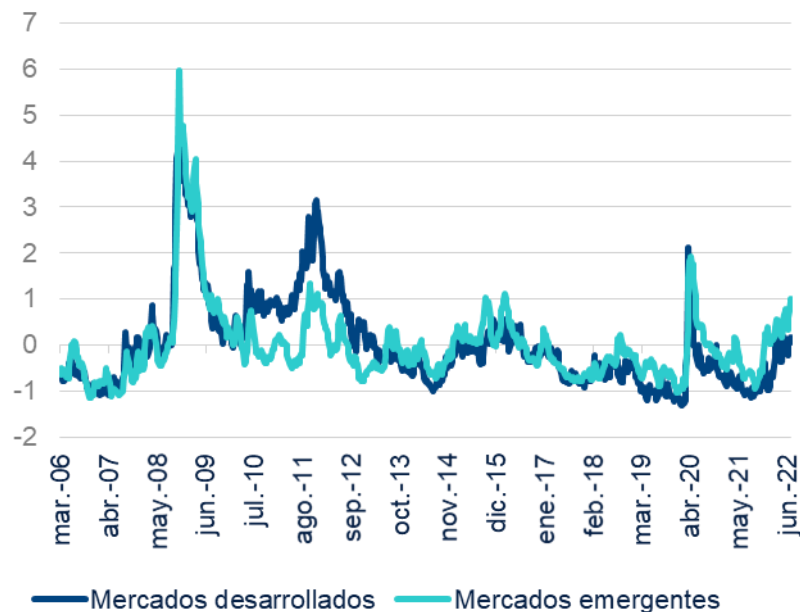
* A partir de los 5Y5Y forward swaps

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de la Fed y del BCE.

El tono más agresivo de lo bancos centrales ante la creciente inflación, en un entorno de desaceleración económica, ha aumentado la volatilidad financiera

ÍNDICE BBVA RESEARCH DE TENSIONES FINANCIERAS (ÍNDICE: PROMEDIOS DESDE 2005 = 0)



- La Fed ha subido los tipos hasta el 1,75% (+150pb desde marzo) y ha indicado nuevos ajustes significativos en los próximos meses.
- El BCE ha apuntado que su ciclo alcista de tipos empezará este mes y que afrontará el riesgo de fragmentación con reinversión flexible del PEPP y nuevo instrumento.
- La rentabilidad de los bonos soberanos ha subido con fuerza desde marzo, aunque recientemente modera por riesgo cíclico.
- Los mercados bursátiles han registrado caídas, las primas de riesgo se han movido al alza y el dólar se ha apreciado.

El alza de tipos necesario para contener las expectativas de inflación tendrá un impacto negativo en actividad y causará episodios de recesión

ESCENARIO CENTRAL DE BBVA RESEARCH

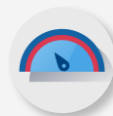
ENDURECIMIENTO MONETARIO

Impacto a través de la demanda (consumo/inversión), cargas y riqueza financieras, financiación...



DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO

Recesión suave en la Eurozona por la escasez de gas y en EE.UU. por el aumento de los tipos



MATERIAS PRIMAS

A la presión de precios se sumará la escasez de gas en la Eurozona (al menos en el próximo invierno)



MODERACIÓN LENTA DE LA INFLACIÓN

Se mantiene muy por encima de los objetivos de inflación en 2022-23



DISRUPCIONES DE OFERTA

Los cuellos de botella se reducen paulatinamente ante la ausencia de nuevos choques negativos



VOLATILIDAD FINANCIERA

Dólar apreciado, primas de riesgo más altas, salidas de flujos de EM



RIESGOS: SESGO HACIA MENOR CRECIMIENTO CON POSIBILIDAD DE CRISIS

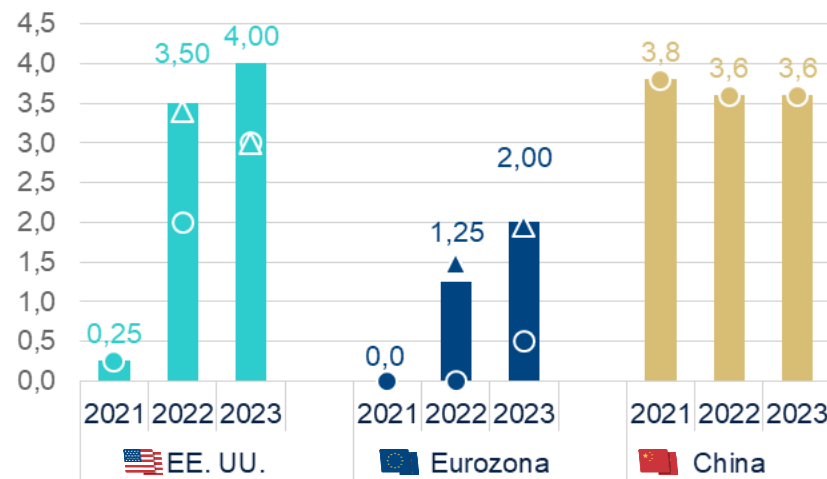
La mayor persistencia inflacionaria podría desencadenar escenarios macroeconómicos más negativos



Los tipos de interés subirán más y antes de lo esperado; se prevé que alcancen niveles restrictivos en EE. UU. y cercanos a los neutrales en la Eurozona

TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA*

(%, FIN DE PERÍODO)



■ Previsiones actualizadas (jul.-22)

● Previsiones anteriores (abr.-22)

▲ Mercados: futuros **

* En el caso de la Eurozona, tipos de interés de las operaciones de refinanciación.

** Datos de mercados futuros del día 11 de julio.

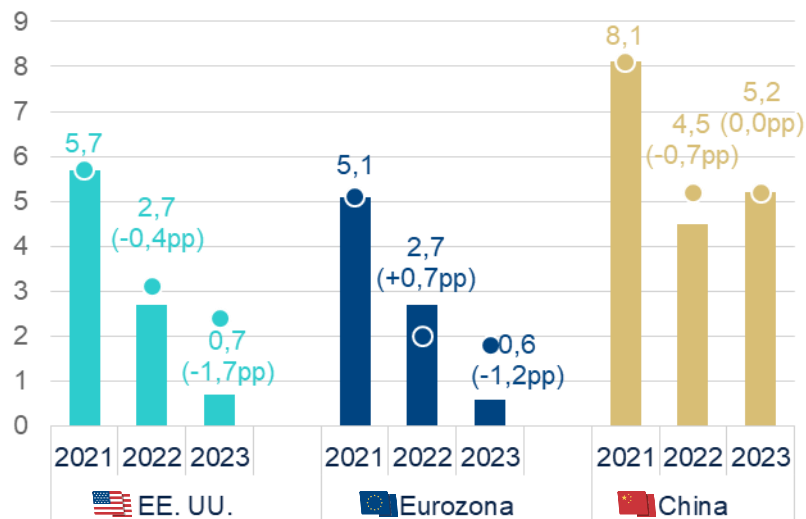
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

- Se prevé que la Fed subirá los tipos hasta el 4,0%, por encima de los tipos de equilibrio (entre 2% y 3%), a la vez que seguirá vendiendo activos para reducir su balance.
- El BCE comienza ya su ciclo alcista de tipos, que será menos agresivo que el de la Fed por las menores presiones de demanda y el riesgo de fragmentación financiera.
- A diferencia de EE. UU., la política fiscal en la Eurozona se centrará en el crecimiento, a través de los fondos NGEU y la suspensión de las reglas fiscales hasta el 2023.
- En China, las políticas seguirán exhibiendo un tono moderadamente expansivo.

Ralentización global: tras aumentar 6,2% en 2021, el PIB mundial crecerá 3,4% en 2022 y 2,5% en 2023 (respectivamente, 0,6pp y 1,1pp menos que lo previsto)

PIB: CRECIMIENTO ANUAL EN TÉRMINOS REALES *

(%)



■ Previsiones actualizadas (jul.-22)

● Previsiones anteriores (abr.-22)

* Cambio de previsiones entre paréntesis.

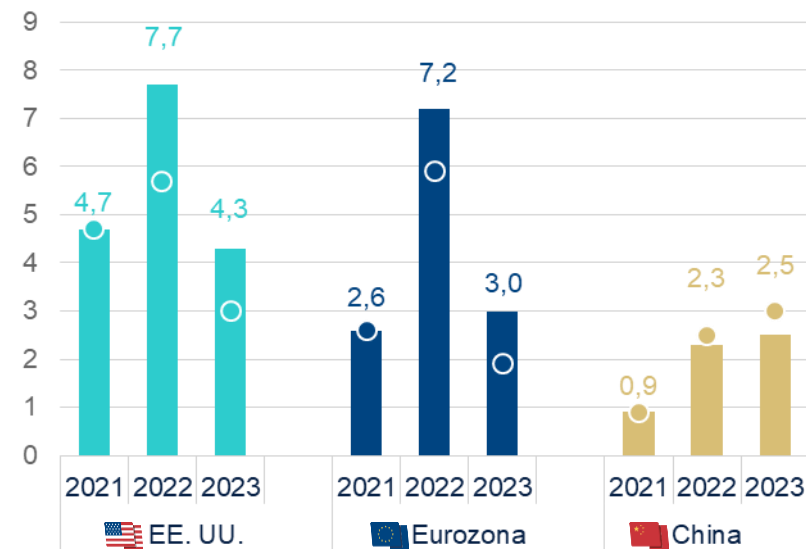
Fuente: BBVA Research.

- La subida de tipos probablemente empujará a EE. UU. a una recesión en 2023, que previsiblemente será suave dada la robustez del empleo y los sólidos balances de las familias y del sistema financiero.
- En la zona euro, el impacto de la guerra será más fuerte en los próximos trimestres por la previsible restricción de gas, llevando el crecimiento del PIB a tasas ligeramente negativas.
- En China, el crecimiento se recuperará del impacto de los recientes confinamientos, pero la política de tolerancia cero con el covid sigue siendo un problema en potencial.

La inflación se mantendrá muy por encima de los objetivos de los bancos centrales, principalmente en el corto plazo

INFLACIÓN: IPC

(A/A %, MEDIA DE PERÍODO)



■ Previsiones actualizadas (jul.-22)

● Previsiones anteriores (abr.-22)

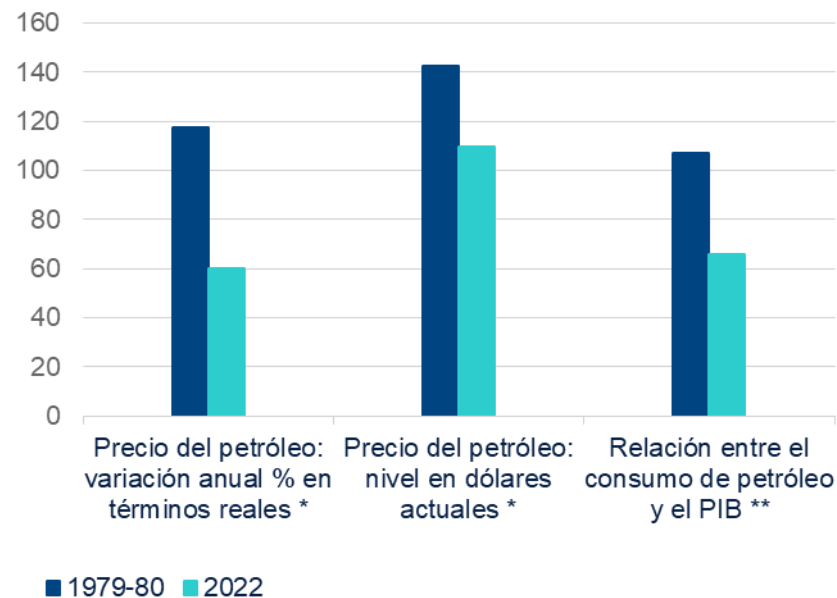
Fuente: BBVA Research.

- Revisión al alza de las previsiones de inflación, en buena parte por mayores precios de las materias primas.
- La inflación eventualmente se reducirá en la medida que los choques actuales pierdan fuerza y los bancos centrales sigan actuando.
- La ralentización de la demanda reducirá el margen para aumentos significativos de los salarios, haciendo poco probable una espiral salarios-precios.

La probabilidad de un período prolongado de mayor inflación ha aumentado, pero sigue distante una vuelta a la espiral inflacionista de los años 70

PETRÓLEO: PRECIO E INTENSIDAD DEL USO

(VARIACIÓN DE PRECIO E INTENSIDAD: %; NIVEL DE PRECIOS: USD/BARRIL)



* Máximo observado en cada período.

** Para la economía mundial.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de la Fed y Haver.

Una estructura económica menos vulnerable:

- producción menos intensiva en petróleo
- economías más abiertas y nivel de sindicalización más bajo hacen que un espiral de salarios-precios sea menos probable

Una política monetaria más creíble:

- independiente
- con objetivos de inflación explícitos
- con prerrogativa exclusiva para combatir inflación
- con herramientas efectivas de acción y monitoreo

Riesgos: una mayor persistencia inflacionaria podría desencadenar subidas más agresivas de los tipos de interés y un fuerte deterioro macroeconómico

PRINCIPALES RIESGOS A CORTO PLAZO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL



Persistencia de la inflación



Recesión más severa



Fragmentación financiera en la EZ



Tensión en los mercados de deuda y emergentes



Estanflación



Deterioro de la guerra en Ucrania u otros conflictos geopolíticos



Desaceleración brusca de la economía china



COVID

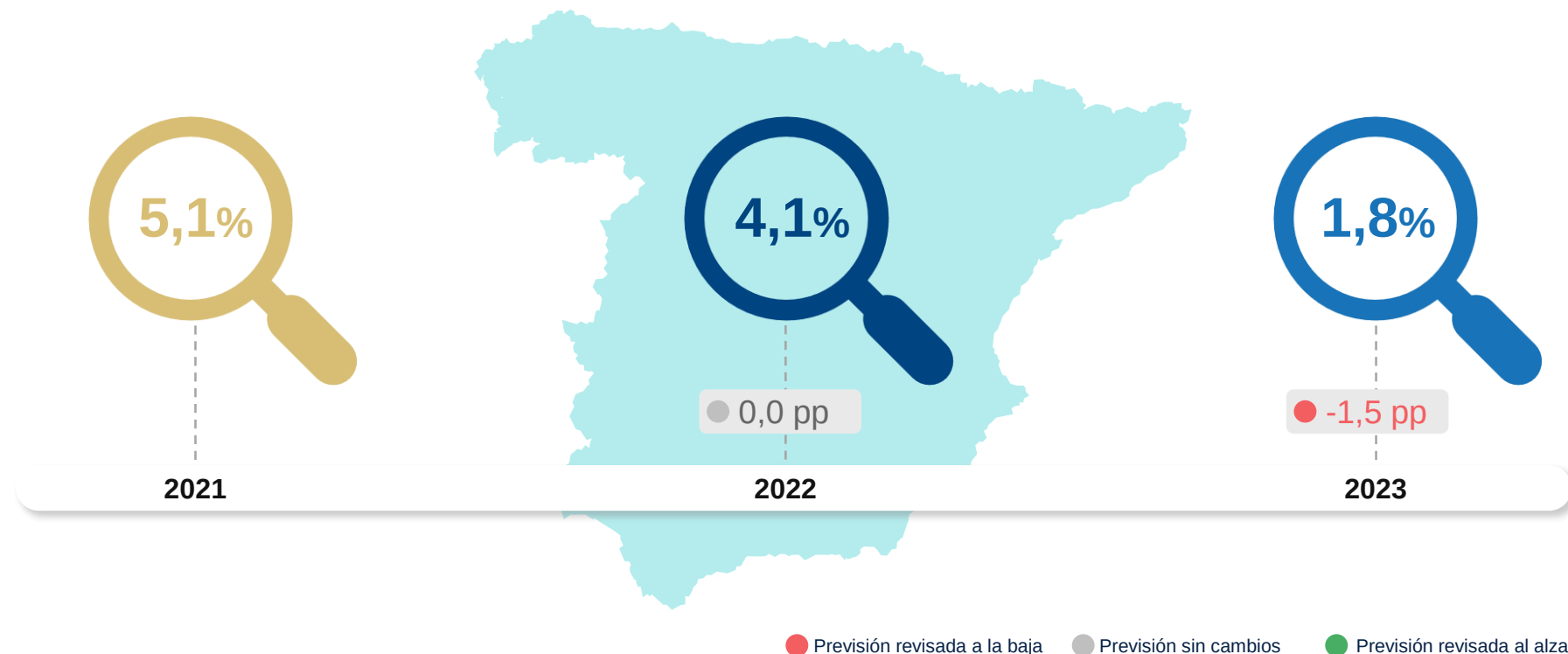


Tensiones sociales y populismo

02

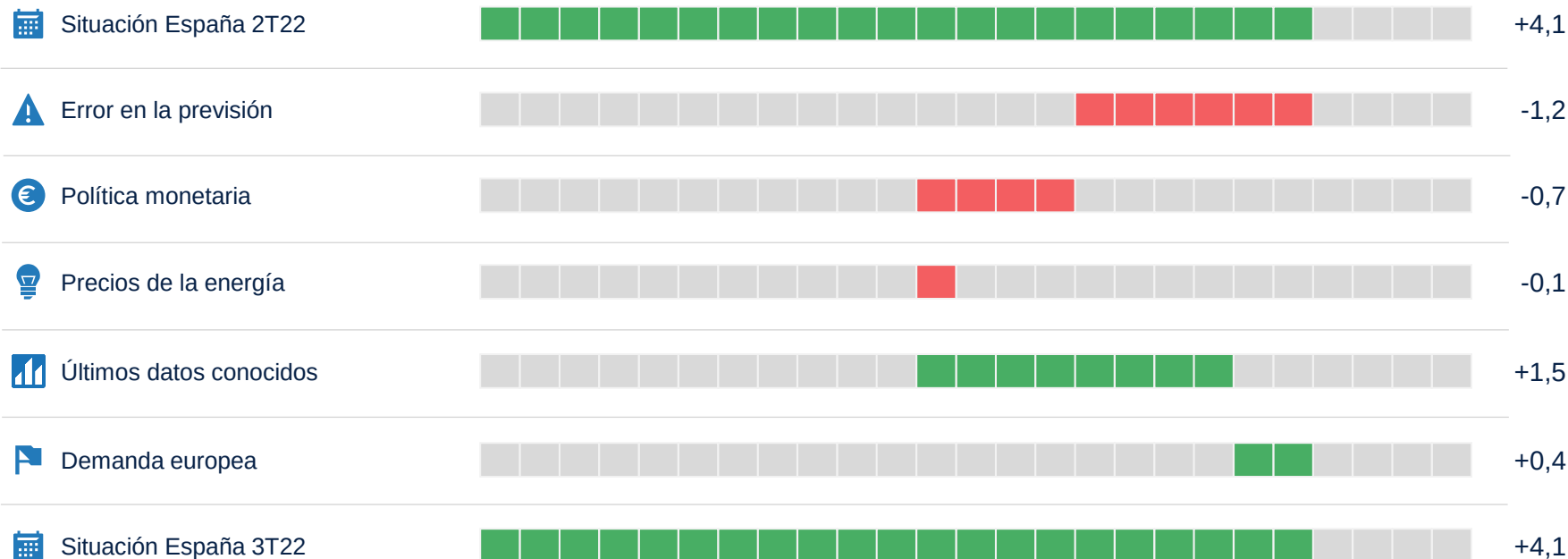
Situación España 3T22

Se mantiene la previsión de crecimiento para 2022 y se revisa a la baja la de 2023



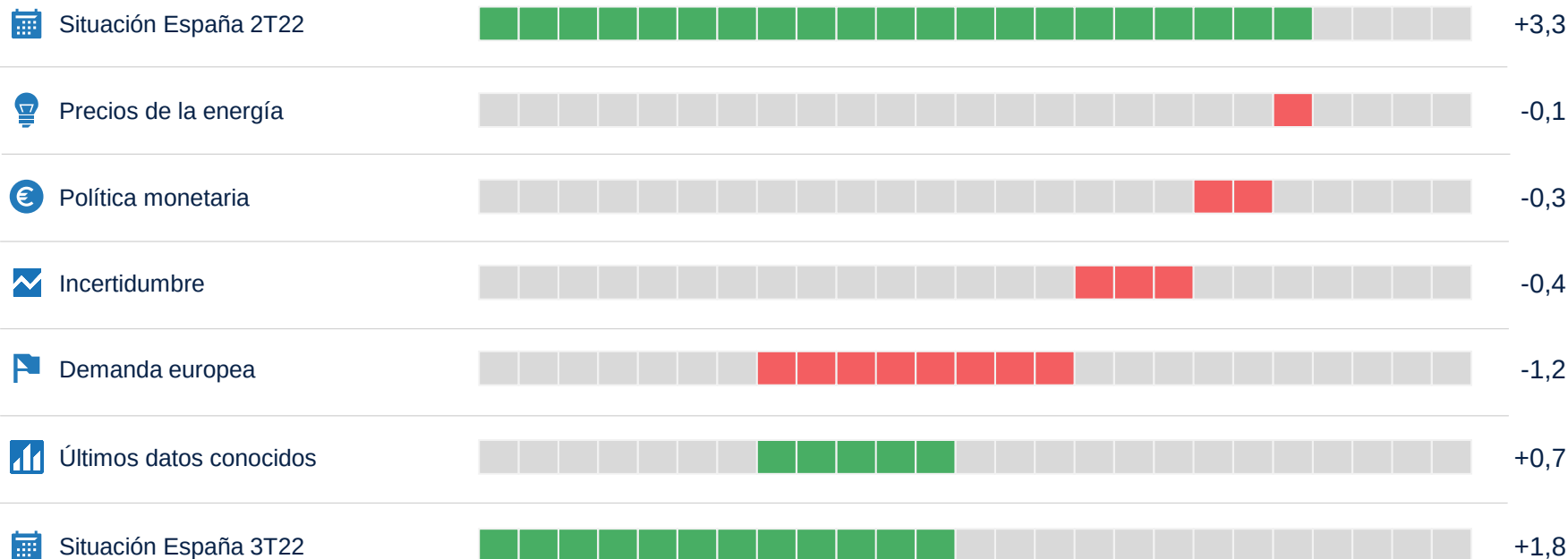
Se mantiene la previsión de crecimiento para 2022

DESCOMPOSICIÓN DE LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE 2022 (PUNTOS PORCENTUALES)



Se mantiene la previsión de crecimiento para 2022 y se revisa a la baja la de 2023

DESCOMPOSICIÓN DE LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE 2023 (PUNTOS PORCENTUALES)

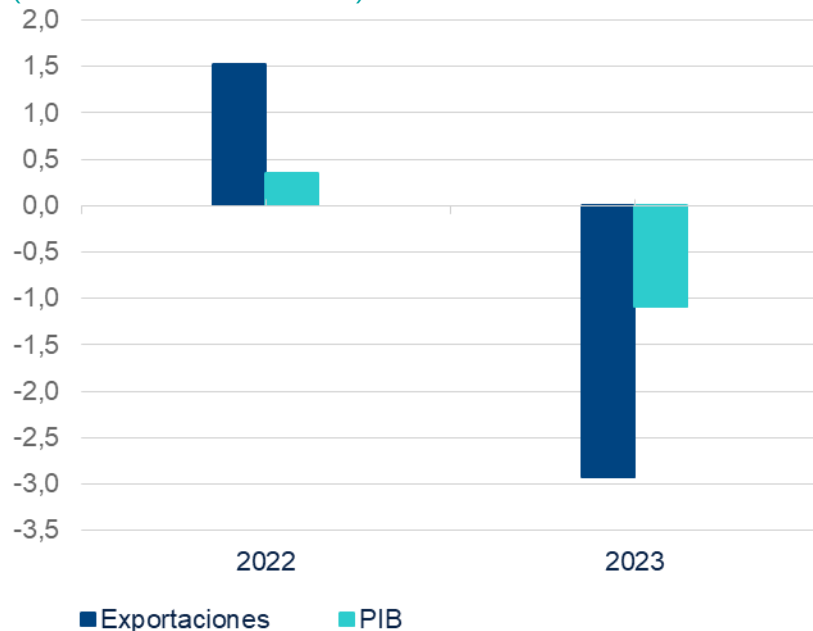


Se revisa a la baja el crecimiento en 2023

Impacto negativo del deterioro en las perspectivas de crecimiento en la UEM

IMPACTO DE LA REVISIÓN EN PIB DE LA UEM SOBRE EL PIB Y LAS EXPORTACIONES DE ESPAÑA

(PUNTOS PORCENTUALES)

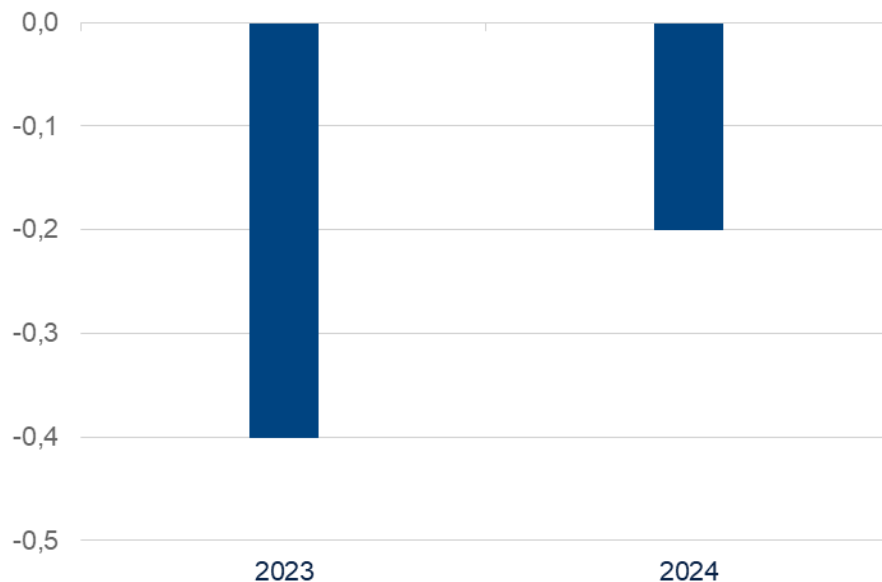


- Se espera un menor crecimiento en Europa. Esto afectaría, sobre todo, a la industria, aunque podría tener también consecuencias en el turismo, actualmente el principal motor del crecimiento.
- Las **disrupciones de insumos podrían tener un impacto mayor**. El escenario en el que Rusia interrumpe el flujo de gas a Europa podría ser especialmente negativo para la industria alemana e italiana.
- Esta **menor demanda europea** recortará el avance de las exportaciones y, por tanto, de la actividad de la economía española.

Se revisa a la baja el crecimiento de 2023

Un entorno más incierto afectará a la confianza del sector privado

IMPACTO EN EL PIB DE ESPAÑA DEL AUMENTO DE LA INCERTIDUMBRE (VIX) (PUNTOS PORCENTUALES)

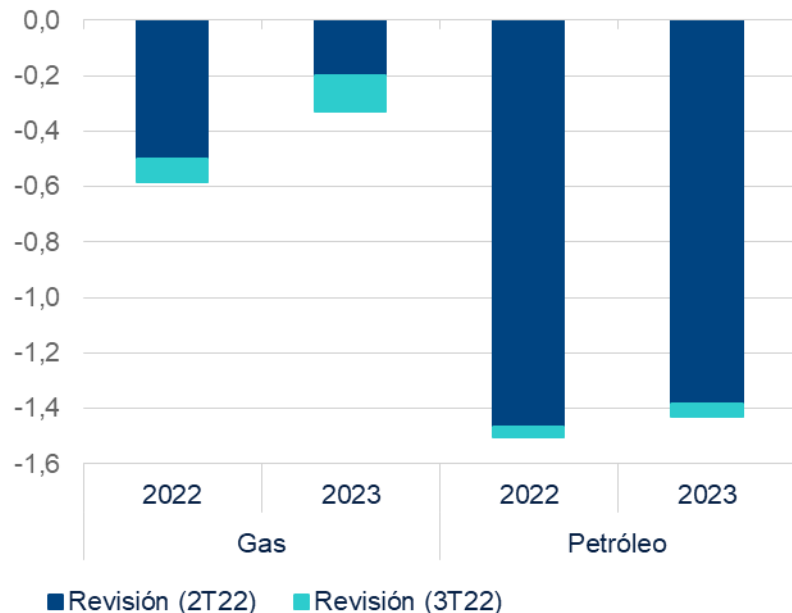


- El aumento de la inflación y la respuesta de los bancos centrales han llevado a un **ajuste en los mercados de renta variable**.
- La consecuente **disminución en la riqueza financiera de familias y empresas** puede traducirse en un incremento del ahorro precautorio.
- Se estima que el **incremento de la volatilidad financiera** redundaría en 0,4 pp menos de crecimiento del PIB en 2023.
- Finalmente, es de esperar que **el impacto positivo de la efectividad de las vacunas** y de la eliminación de las restricciones al consumo **pueda agotarse** una vez pasado el verano.

Se revisa a la baja el crecimiento de 2023

La inflación ha sido mayor de lo esperado, a pesar de las medidas del Gobierno

IMPACTO EN EL PIB DE ESPAÑA DE INCREMENTOS EN EL PRECIO DEL GAS Y DEL PETRÓLEO (PUNTOS PORCENTUALES)

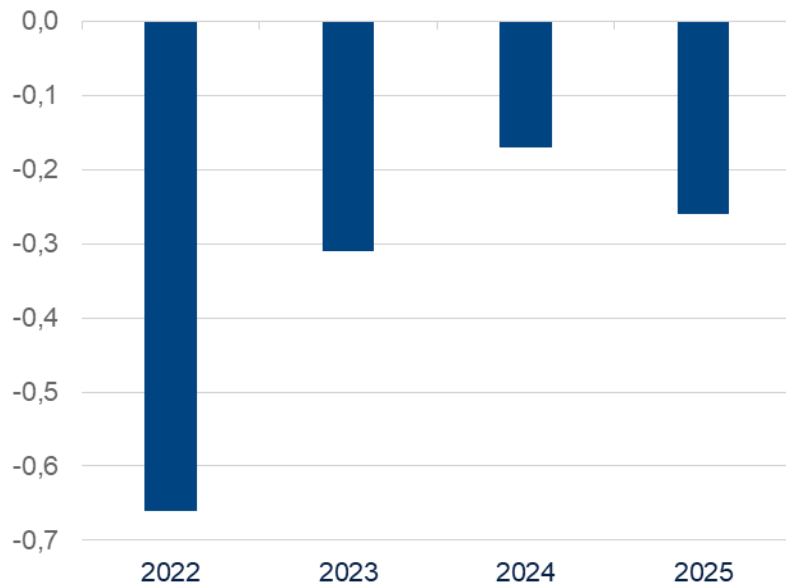


- La desvinculación de los precios mayoristas de la electricidad de los precios del gas es una medida de emergencia a corto plazo, con un impacto moderado pero positivo: el descenso de los precios de la electricidad (entre el 12% y el 33%) podría reducir el IPC en torno a 0,3 o 0,8 puntos porcentuales.
- La reducción del tipo impositivo del IVA de la electricidad podría moderar una décima más la inflación general.
- A pesar de estas medidas, el impacto sobre el gasto de los hogares está siendo significativo y negativo. Se estima que el efecto total del encarecimiento de los precios del petróleo y el gas en los últimos seis meses alcanza los 2,0 pp del PIB.

Se revisa a la baja el crecimiento de 2023

El incremento en la carga financiera afectará negativamente al gasto de hogares y empresas

IMPACTO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB DE ESPAÑA DEL CAMBIO EN EL ESCENARIO DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN EUROPA (%)



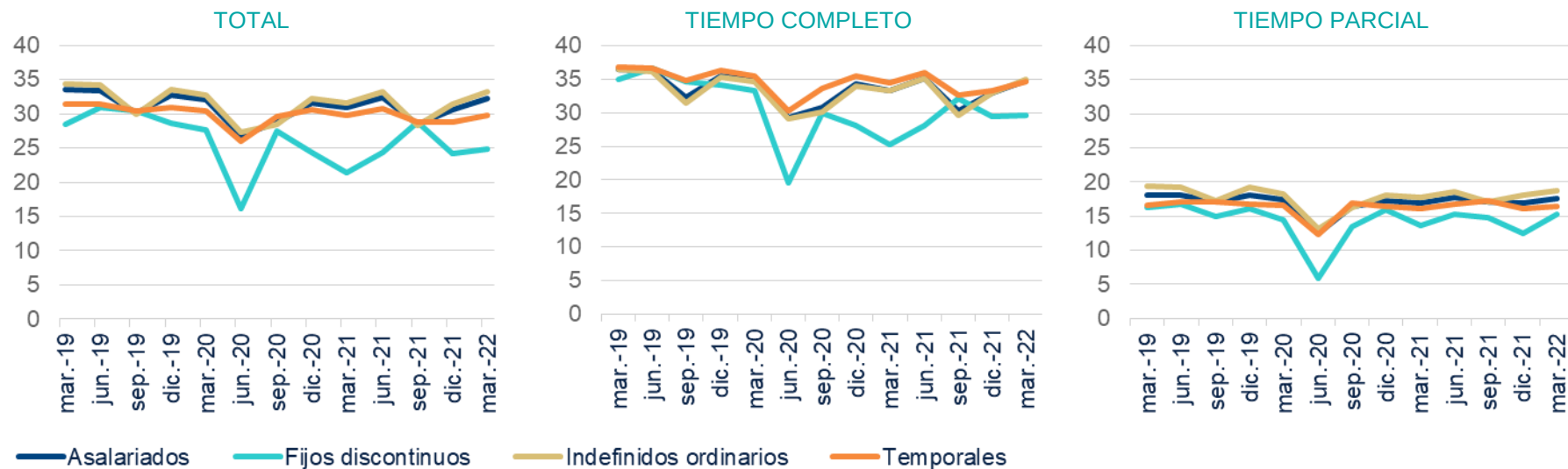
- El aumento en las expectativas de inflación ha tenido consecuencias en las perspectivas sobre los tipos de interés.
- Los bancos centrales han señalado su intención de **retirar los estímulos introducidos durante los últimos años**. Se espera que el tipo de la política monetaria en la eurozona termine el próximo año en los 125 puntos básicos.
- Lo anterior **incrementará la carga financiera de hogares y empresas**, reduciendo los recursos disponibles para consumo e inversión.

Se revisa a la baja el crecimiento de 2023

Es posible que la reforma haya traído cambios en la relación entre empleo y horas trabajadas

HORAS EFECTIVAS TRABAJADAS SEMANALES

(NÚMERO DE HORAS)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA).

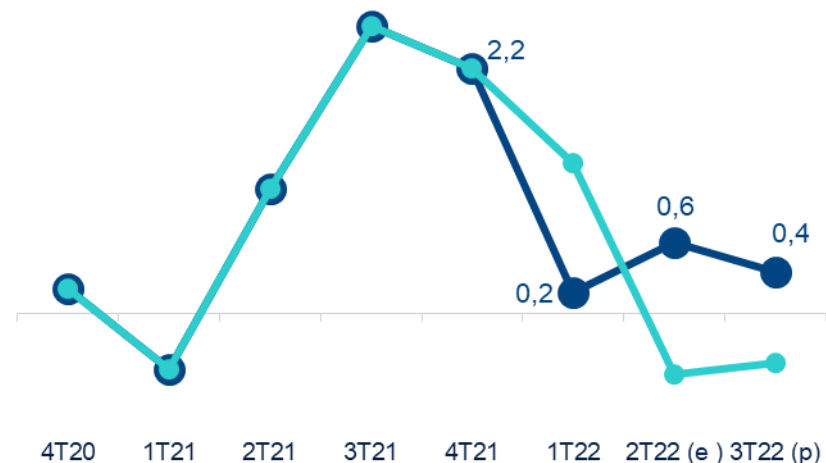
Los fijos discontinuos trabajan menos horas que el resto de asalariados con independencia del tipo de jornada (-12% promedio 2007-2022). Aunque buena parte de la diferencia es efecto composición, el aumento de las transiciones desde el empleo temporal al indefinido (fijo discontinuo) no debería hacerse a costa de una reducción de la jornada laboral. ¿Periodos de inactividad?

La economía muestra resiliencia

El crecimiento se mantiene, con una composición virtuosa

VARIACIÓN DEL PIB

(CRECIMIENTO TRIMESTRAL EN %)



—●— Datos hasta 1T22 y estimación en tiempo real para 2T22 y 3T22

—●— Escenario base (Situación España 2T22)

(e): Estimación; (p): Previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE.

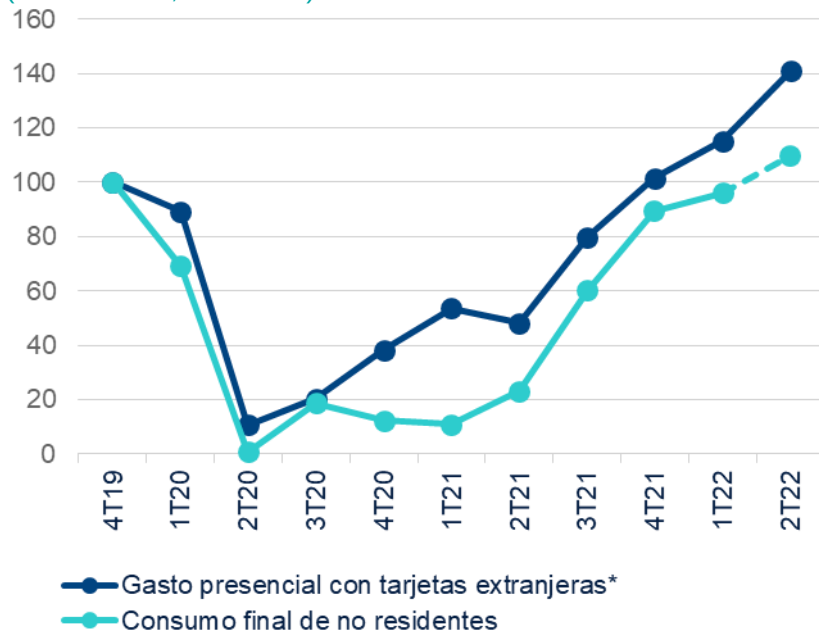
- La **inercia es positiva** de cara al tercer trimestre del año.
- La mayoría de los indicadores permiten estimar que el crecimiento fue positivo en el 2T22 y que seguirá siéndolo en el 3T22, a pesar de los vientos de cara que se afrontan.
- La evolución del gasto con tarjeta de crédito de clientes de BBVA apunta a que **el consumo continuaría creciendo en el sector servicios**, pero se estaría agotando en algunos bienes, como mobiliario, tecnología o los relacionados con la salud.

La economía muestra resiliencia

El turismo extranjero se recupera con fuerza

CONSUMO DE NO RESIDENTES Y GASTO PRESENCIAL CON TARJETAS EXTRANJERAS

(NOMINALES, 4T19=100)



- El consumo de no residentes en el territorio se habría acelerado en el 2T22, permitiendo superar ya los niveles previos a la pandemia. En línea con lo que se observa en las cifras de gasto presencial con tarjetas extranjeras en el 2T22, que superaban en un 40% los niveles del 4T19.
- **Sesgos al alza.** De la misma manera que España sufrió más con la crisis de la COVID, es posible que ahora tenga un desempeño mejor relativo al resto de la UEM.

(*) Gasto con tarjetas de entidades extranjeras en TPV BBVA

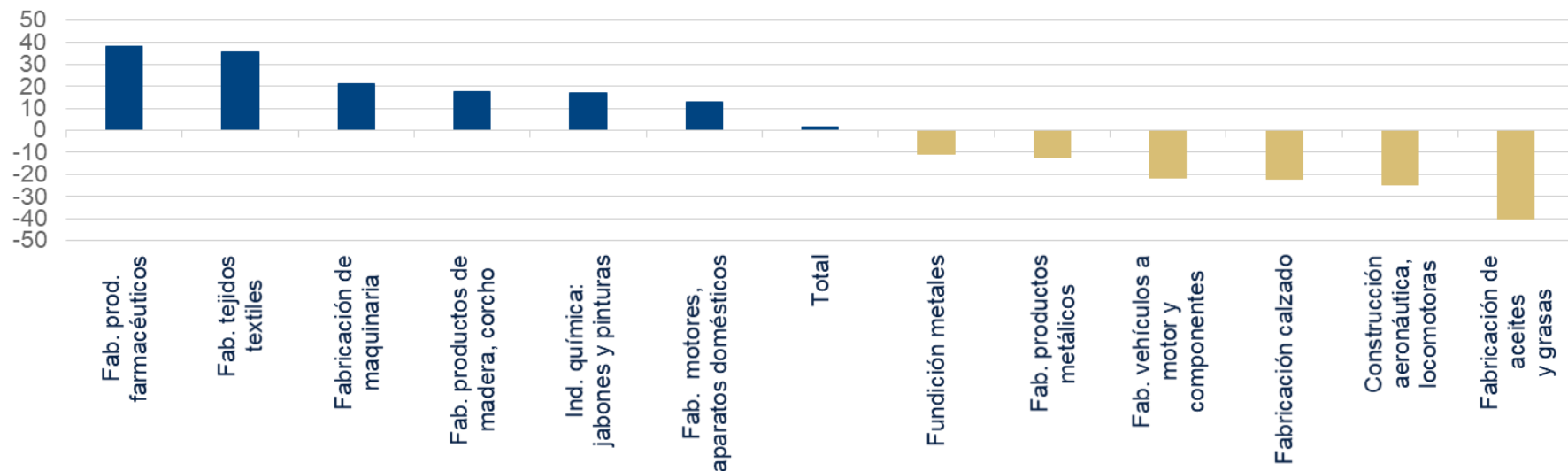
Fuente: BBVA Research a partir de BBVA.

La economía muestra resiliencia

La industria exportadora resiste a pesar del incremento en costes

VARIACIÓN EN EL IPI DE LOS SECTORES CON MAYOR PESO

(VARIACIÓN ENTRE EL 1T19 Y EL 1T22 EN %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

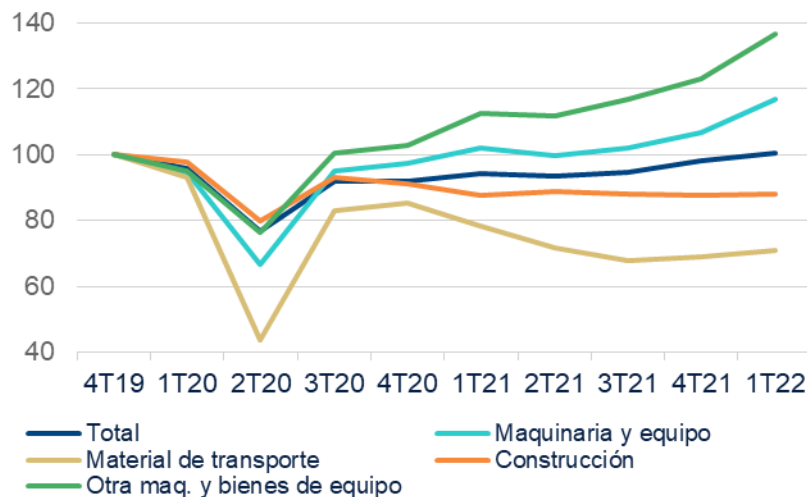
La producción industrial habría recuperado los niveles de 2019 a pesar de que hay actividades que continúan con restricciones de oferta. Por otro lado, aquellos sectores que han ayudado a la recuperación pospandemia, que están reduciendo su dependencia del combustible fósil o aumentando su digitalización, estarían ganando cuota de mercado.

La economía muestra resiliencia

La inversión en maquinaria y equipo continúa aumentando

INVERSIÓN

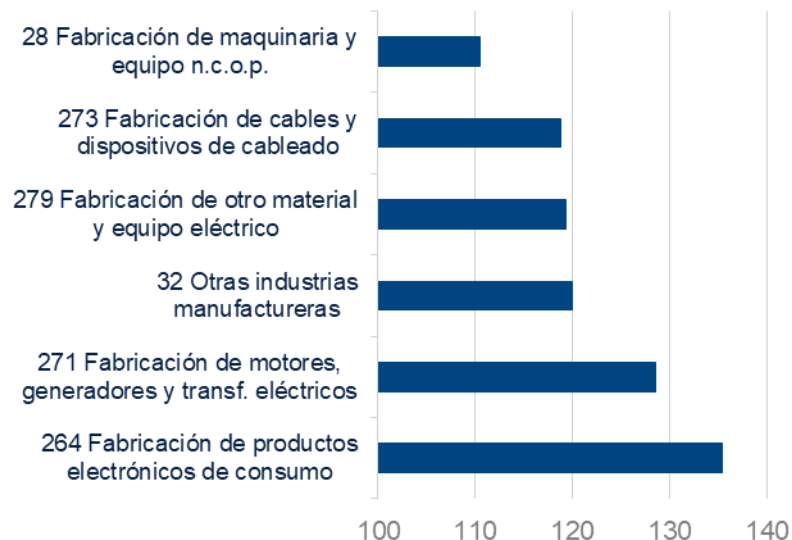
(FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO, 4T19 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

IMPORTACIONES EN OTRA MAQUINARIA Y BIENES DE EQUIPO: DETALLE POR COMPONENTES

(4T19 = 100)

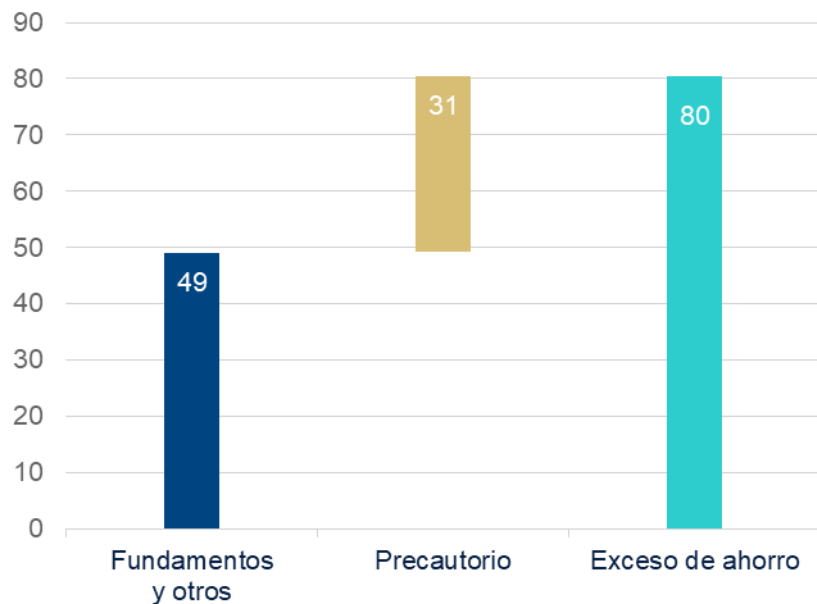


La acumulación de capital ha alcanzado los niveles anteriores a la crisis, impulsada por la inversión en maquinaria que se encuentra casi un 40% por encima de lo registrado en 2019. Este buen comportamiento de la inversión apunta a ganancias de competitividad que apoyarán a la actividad.

Perspectivas 2022-2023: la recuperación continuará

La bolsa de ahorro embalsado apoyará la evolución de la demanda interna

EXCESO DE AHORRO DE LOS HOGARES ACUMULADO DESDE 4T19 HASTA 1T22 (MILES DE MILLONES DE EUROS)



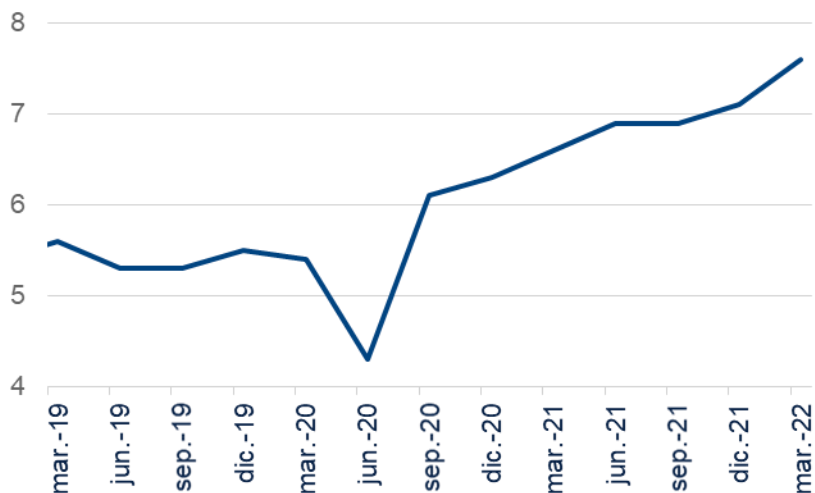
- Se estima que el exceso de ahorro acumulado desde el 4T19 se mantiene en torno a los 80.000 millones de euros.
- Por el momento, las familias continúan con tasas de ahorro similares a los observados durante los últimos 15 años.
- Es de esperar que en el segundo y tercer trimestre del año se haya utilizado parte de la riqueza acumulada durante el confinamiento para financiar consumo e inversión.

Perspectivas 2022-2023: la recuperación continuará

La construcción en vivienda podría comenzar a mostrar un punto de inflexión

TASA DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES

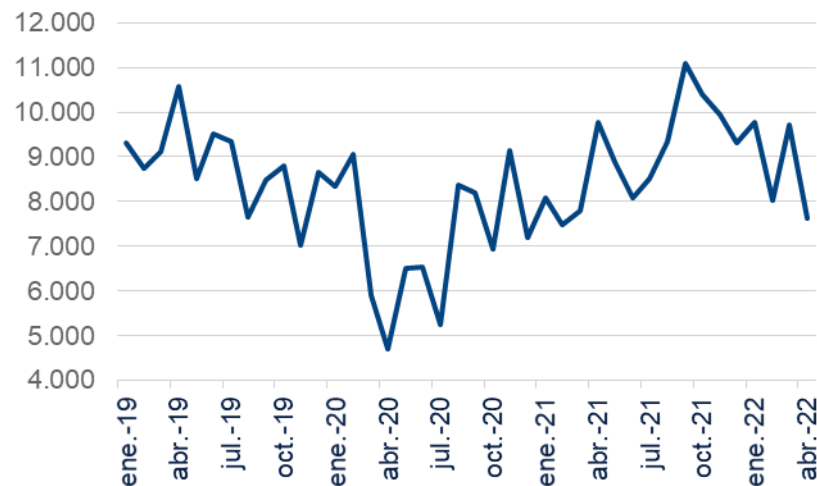
(% DE LA RBD. DATOS CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

VISADOS DE VIVIENDA OBRA NUEVA

(NÚMERO DE VISADOS, DATOS CVEC)



Nota: CVEC, corregido de variaciones estacionales y calendario.

Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

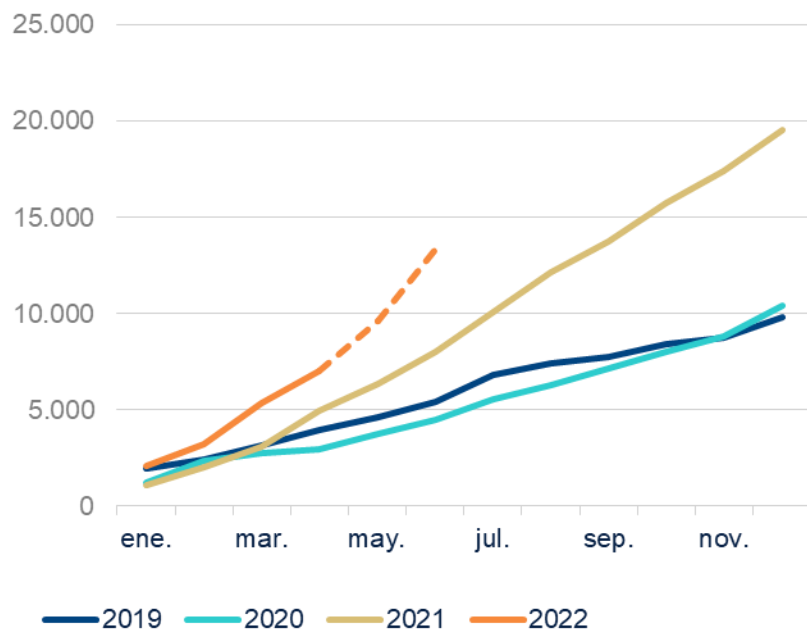
El ahorro acumulado de los hogares no sólo se va a utilizar en consumo, sino que también se empleará en comprar vivienda. A esto hay que agregar un entorno de tipos de interés todavía bajos y el incremento de la inflación, que hará más atractiva a la vivienda como activo de inversión.

Perspectivas 2022-2023: la recuperación continuará

La licitación se acelera, pero los recursos todavía tardarán en llegar al sector privado

LICITACIONES DE OBRA PÚBLICA

(MILLONES DE EUROS. ACUMULADO ANUAL)



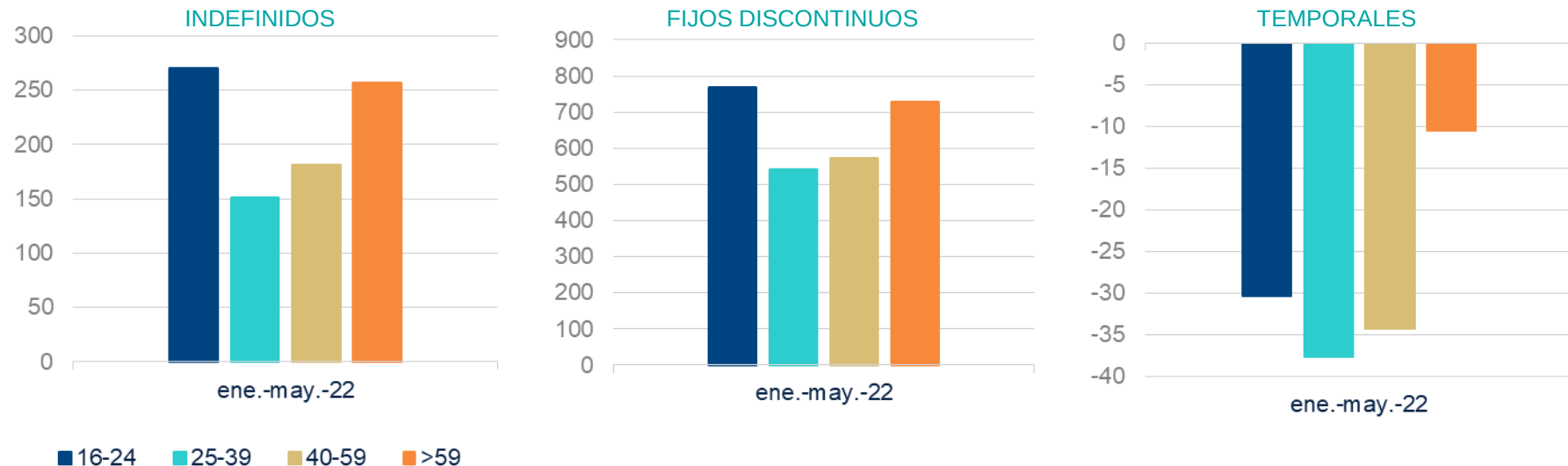
- La licitación de obra pública repuntó al inicio de 2022 y ha ido ganando tracción durante el segundo trimestre del año.
- La puesta en marcha del Plan de recuperación (se han licitado más de 13.000 millones de euros hasta junio de 2022) podría estar detrás de esta aceleración.
- Por lo tanto, es de esperar que en la segunda mitad del año las empresas comiencen a enfrentar una mayor demanda relacionada con el desarrollo de estos proyectos.

Perspectivas 2022-2023: la recuperación continuará

La reforma laboral puede tener impactos positivos en el consumo y en la productividad

CONTRATOS POR MODALIDAD Y TRAMOS DE EDAD

(2022 VS 2019, VARIACIÓN EN %)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Trabajo y Economía Social.

El crecimiento de los contratos indefinidos ha sido más acusado entre los menores de 25 y los mayores de 59 años.

El descenso de los temporales ha sido mayor en los grupos intermedios (25-59 años).

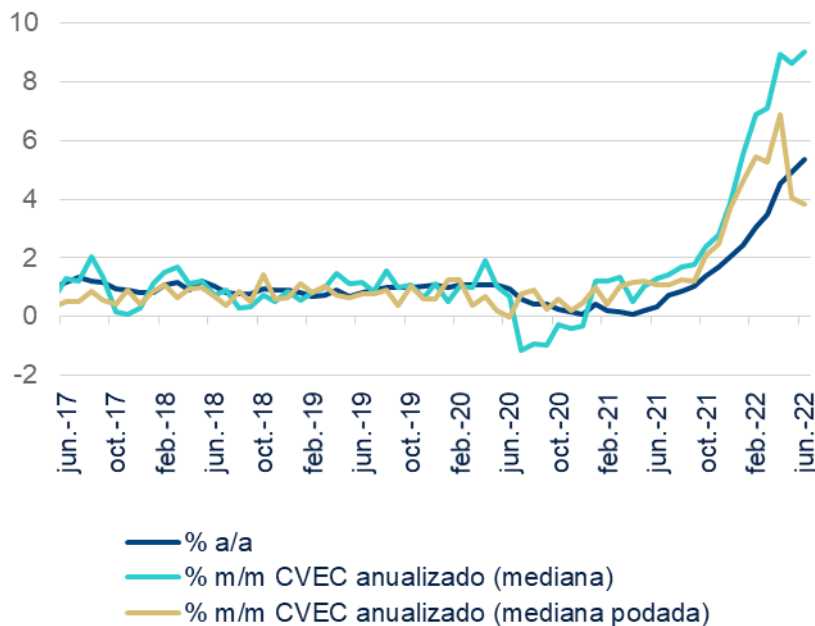
Esto puede mejorar las expectativas de consumo, reducir la rotación laboral y mejorar la productividad.

Riesgos: sesgo al alza en la inflación

El aumento en precios ya es generalizado y podría permanecer en el tiempo

INFLACIÓN SUBYACENTE

(%)



- La inflación subyacente se encuentra en torno al 5% interanual y algunas medidas alternativas, como la mediana o la inflación mensual anualizada, sugieren que la tendencia podría ser elevada (incluso cercana al 8%).
- En este contexto, la probabilidad de transitar a un régimen de alta inflación, con una presencia de efectos de segunda ronda en los salarios, va en aumento.
- Va a ser clave que el Gobierno intermedie un “pacto de rentas” entre los agentes sociales para evitar entrar en una espiral inflacionista entre márgenes y salarios.

Nota: CVEC, corregido de variaciones estacionales y calendario.

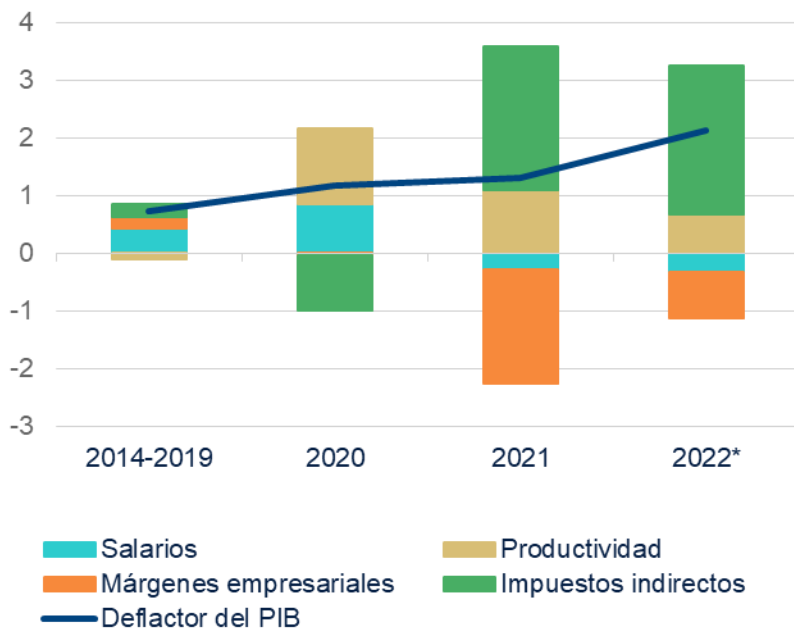
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Riesgos: sesgo al alza en la inflación

No se ha avanzado en el pacto de rentas

DEFLACTOR DEL PIB

(VARIACIÓN INTERANUAL, PUNTOS PORCENTUALES)



* Acumulado de cuatro trimestres hasta 1T22.

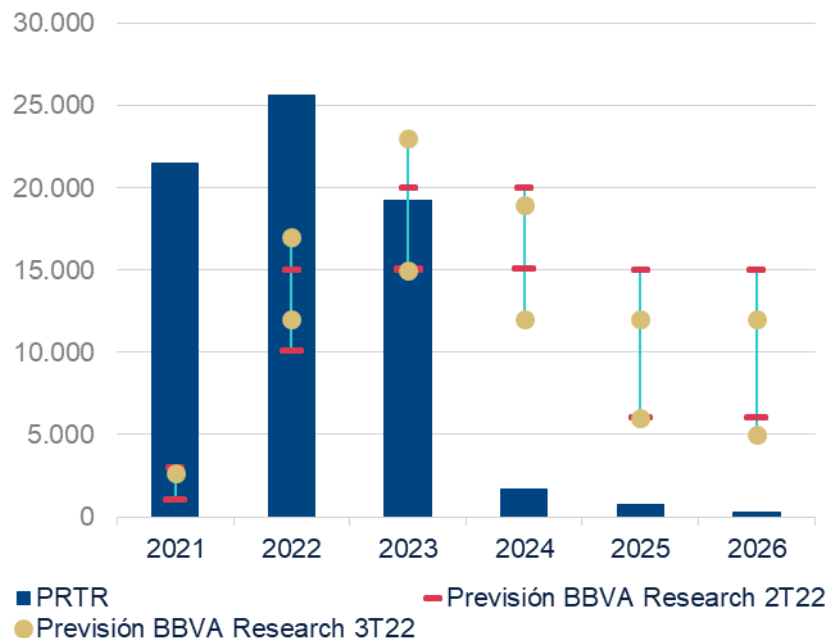
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

- La evolución de la inflación dependerá del impacto de la invasión de Ucrania sobre el precio de las materias primas y los problemas en las cadenas de suministro.
- Serán determinantes el comportamiento de los márgenes empresariales, el resultado de la negociación colectiva y el impacto de las políticas públicas.
- La caída en los márgenes en 2021 se ha revertido a partir del 1T22. El crecimiento salarial pactado en convenio se ha acelerado, pero por debajo de la inflación y de lo que sería consistente con la variación de la productividad por trabajador.

Riesgos a la baja en el corto plazo

La transferencia de fondos avanza, pero la ejecución sigue siendo lenta

PLAN DE RECUPERACIÓN: PLANIFICADO Y GASTO REAL PREVISTO (MILLONES DE EUROS)



- Según el Gobierno, hasta junio de 2022 se han lanzado **convocatorias y programas de gasto por importe de unos 28.000 millones de euros**.
- El procedimiento administrativo hace que la concesión y adjudicación de estos programas pueda demorarse en torno a seis meses, retrasando su **mayor impacto en la actividad hasta el segundo semestre del año**.
- Con todo, hasta junio de 2022 ya se han resuelto contratos y subvenciones por un importe equivalente a un 20% de los programas anunciados.

Riesgos a la baja en el corto plazo

Prima de riesgo

CONTRIBUCIÓN AL AJUSTE DEL DÉFICIT PÚBLICO (% DEL PIB)



(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España, INE y Ministerios de Hacienda.

- Las medidas implementadas para reducir el impacto del encarecimiento del combustible y de la electricidad pueden persistir en el tiempo, **ralentizando el ritmo de ajuste del déficit**.
- El desarrollo del mecanismo antifragmentación del BCE será clave para contener incrementos en la prima de riesgo. Por ello, es fundamental que se perciba que existe un **compromiso para cumplir con los ajustes y reformas necesarias**.
- El Tesoro ha conseguido asegurar bajos tipos de interés y ha alargado el vencimiento de la deuda. Así, una subida del tipo medio de la deuda alrededor de 100pb en 2022 y de 70pb en 2023, **no llegaría a desencadenar una senda explosiva del endeudamiento**.

Riesgos

No abordar las medidas necesarias



AGENDA DE REFORMAS

El Gobierno debe continuar avanzando en **cumplir con los compromisos adquiridos**, con reformas ambiciosas de acuerdo a las recomendaciones de la Comisión Europea.



ESPAÑA SE JUEGA MUCHO

Aprovechar la oportunidad para crear las condiciones de una **recuperación más vigorosa y sostenible**. Es necesario mantener un entorno de certidumbre que promueva la inversión y el crecimiento.



CREDIBILIDAD EN CUESTIÓN

La disposición del BCE para evitar la fragmentación de los mercados de deuda soberana se puede ver discutida si alguno de los integrantes de la unión monetaria no cumple con los **compromisos adquiridos**.

03

Previsiones

Previsiones

% a/a	2020	2021	2022 (p)	2023 (p)
Gasto en consumo final nacional	-8,2	4,2	1,3	2,1
Consumo privado	-12,0	4,6	1,9	2,3
Consumo público	3,3	3,1	-0,3	1,6
Formación bruta de capital fijo	-9,5	4,3	9,8	6,9
Equipo y maquinaria	-12,9	16,0	17,2	4,4
Construcción	-9,6	-2,8	4,5	8,7
Vivienda	-11,2	-5,3	5,6	3,2
Demanda interna*	-8,6	4,7	3,0	3,1
Exportaciones	-20,1	14,7	14,4	3,1
Exportaciones de bienes	-9,2	11,1	2,5	2,3
Exportaciones de servicios	-43,2	27,1	52,2	4,9
Consumo final de no residentes en el territorio económico	-76,0	76,2	126,6	7,9
Importaciones	-15,2	13,9	11,8	6,7
Demanda externa*	-2,2	0,4	1,1	-1,2
PIB real pm	-10,8	5,1	4,1	1,8

* Contribución al crecimiento del PIB.

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

Previsiones

% a/a	2020	2021	2022 (p)	2023 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-7,6	6,6	3,8	0,6
Empleo, EPA	-2,9	3,0	3,5	0,8
Tasa de paro (% población activa)	15,5	14,8	13,0	12,9
IPC (media anual)	-0,3	3,1	7,9	3,2
Deflactor del PIB	1,0	2,3	3,2	2,3
Déficit Público (% PIB)	-10,1	-6,8	-5,5	-5,4

(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 en su sitio web www.bbvarresearch.com.

Situación España

3T22