

# Observatorio Fiscal

Octubre 2022

# Mensajes principales



## Ejecución presupuestaria

El déficit público, excluidas las corporaciones locales, se situó al final de julio en el 1,8% del PIB, lo que implica una **reducción del déficit acumulado en doce meses hasta el 4,4% del PIB**, desde el 6,8% con que cerró 2021.



## Previsión de ingresos y gastos

Aunque los buenos datos de ejecución introducen sesgos positivos sobre la previsión de los ingresos tributarios en 2022, **se prevé una moderación en su crecimiento en línea con la desaceleración de la actividad** esperada para el bienio 2022-2023.<sup>1</sup> En cuanto al gasto, **permanecerá todavía elevado**. Las medidas para paliar la crisis energética y la presión de la inflación absorberán el espacio liberado por el menor gasto COVID.



## Plan de recuperación

La incertidumbre sobre el calendario y el impacto del PRTR hace que **se revise a la baja la estimación de su ejecución** y se espera que la ejecución asociada a los fondos NGEU termine 2022 entre 9.000 y 15.000 millones de euros. En 2023, el gasto podría situarse entre los 17.000 y los 24.000 millones de euros.



## Previsión déficit

La buena evolución de los ingresos lleva a mejorar la previsión de déficit público, aunque la reducción del desequilibrio estará limitada por las medidas anunciadas o prolongadas, por el impacto de la inflación en el gasto y por el efecto que puede tener la desaceleración. Esto llevaría al déficit **hasta el 4,2% del PIB en 2022 y el 4,4% en 2023**, frente al 5,5% y el 5,4%, respectivamente.

1: Véanse los informes de [Situación España. Octubre 2022](#) y el [Observatorio fiscal 3T22](#).

## Mensajes principales



### Presupuestos 2023

Los PGE2023 presentan unas **previsiones moderadamente optimistas**, tanto para la evolución del PIB nominal, como respecto al impacto de la actividad económica sobre los ingresos. Por su parte, se espera que **el gasto permanezca en máximos históricos**, por el aumento de las pensiones, los salarios públicos y los fondos del Plan de Recuperación.



### Hasta ahora, la reducción del déficit es cíclica

Las previsiones de BBVA Research difieren de las presentadas por el Gobierno en el Plan presupuestario para 2023, el cual apunta a **una mayor reducción del déficit**, de 2,9pp del PIB a lo largo del bienio, **que será exclusivamente cíclica**. Así, el Gobierno espera cerrar 2022 con un déficit del 5,0% del PIB que se reducirá hasta el 3,9% en 2023.



### Previsión deuda

Como resultado de los déficit persistentes, **la deuda pública permanecerá elevada en torno al 116% del PIB durante 2022 y 2023**. El endurecimiento de la política monetaria y las subidas de tipos del BCE aumentarán la carga financiera a un ritmo promedio de 0,2pp del PIB al año. La carga financiera se mantendrá en niveles históricamente bajos.

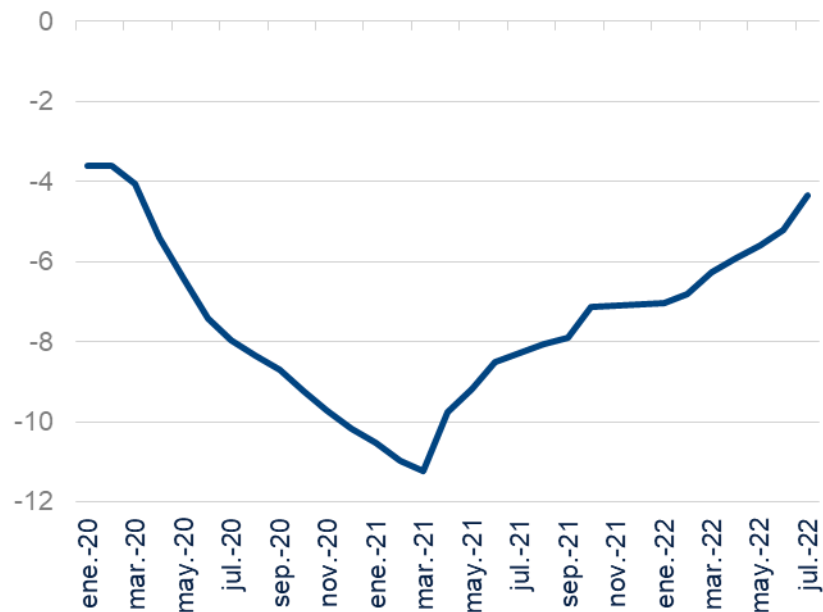


### Riesgos de la política fiscal

La persistencia de las tensiones inflacionistas o una mayor desaceleración de la actividad lastrarían la reducción del desequilibrio en las cuentas públicas. Se pueden consolidar los incrementos en el gasto, sin que se haya avanzado en una mayor eficiencia en el sistema impositivo. Perdura la incertidumbre sobre el impacto de los fondos del NGEU.

## Sesgos positivos en la ejecución presupuestaria hasta julio de 2022

### DEFICIT PÚBLICO, EXCLUIDAS LAS CORPORACIONES LOCALES (ACUMULADO 12 MESES. % DEL PIB)



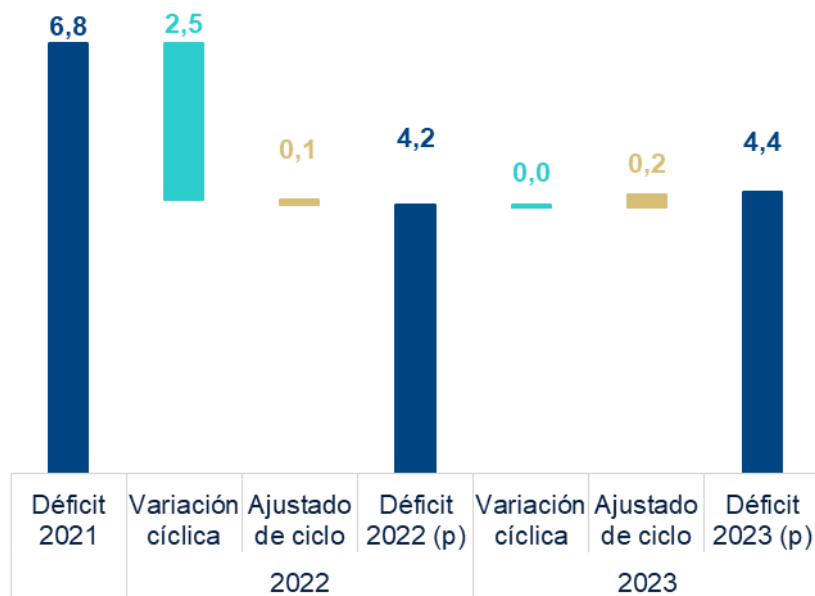
Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda.

- El déficit público hasta jul-22, excluidas las corporaciones locales, se situó en el 1,8% del PIB, mejorando en casi 3pp el observado hasta julio de 2021. El ajuste del déficit continúa, y en el acumulado doce meses se habría situado en el 4,4% del PIB, frente al 6,8% de dic-21.
- Los ingresos públicos volvieron a acelerar su recuperación, impulsados por la recaudación tributaria que, en términos homogéneos, superó en un 17,5% los ingresos de 2021.
- Por su parte, el gasto volvió a moderar su crecimiento, por las menores transferencias sociales, vinculadas a la COVID-19, y de capital.<sup>2</sup> Estos descensos estarían compensando el crecimiento registrado en el gasto en intereses, en subvenciones y el gasto de inversión.

2: En 2021 se registraron 4,186 millones correspondientes a las garantías vinculadas a las líneas de avales concedidos por el Estado, sin correspondencia en 2022.

## 2022-2023: la mayor parte de la reducción en el déficit público es cíclica. La desaceleración ralentizará la mejora hacia delante

### DÉFICIT PÚBLICO Y DESCOMPOSICIÓN DEL CAMBIO FISCAL (% DEL PIB)



- Los datos de ejecución presupuestaria introducen sesgos positivos sobre el escenario de déficit de hace tres meses. Así, se mejora la previsión del saldo público hasta el -4,2% del PIB a finales de 2022 (desde el -5,5%).
- El impacto positivo de la recuperación de la actividad y los menores costes vinculados a la COVID-19 será compensado en parte por el aumento del gasto en intereses y por las medidas aprobadas para paliar el encarecimiento de la energía.
- Para 2023, en un escenario en el que se revierten una parte de las medidas aprobadas para mitigar el impacto de la guerra en Ucrania,<sup>3</sup> la subida prevista de pensiones y salarios públicos elevará el déficit hasta el 4,4% del PIB (que mejora, no obstante, el 5,4% de hace tres meses).

3: En un escenario en el que persisten las tensiones inflacionistas, se prevé una prórroga de las medidas relativas a contener los precios de la energía, y no así de las ayudas directas a los sectores o atenciones sociales a los colectivos vulnerables. Véase una lista de las medidas en la [página 19](#) de este informe.

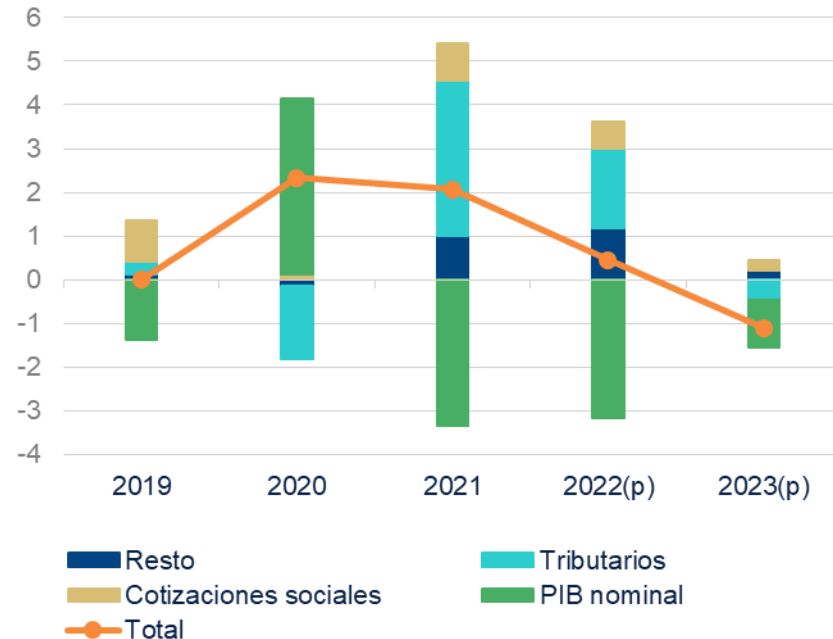
(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda e INE.

# 2022-2023: la recaudación tributaria continúa sorprendiendo favorablemente, pero la desaceleración puede llevar a un debilitamiento

## VARIACIÓN DE LOS INGRESOS NO FINANCIEROS

(PP DEL PIB)



(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda e INE.

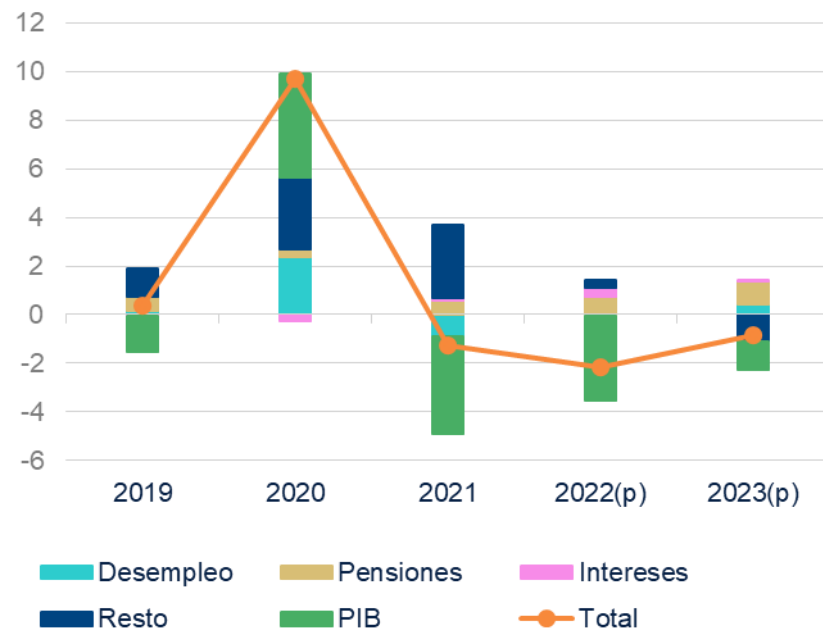
- Los últimos datos conocidos de 2022 apuntan a una evolución favorable de los ingresos tributarios, e introducen **sesgos positivos sobre las previsiones**.
- Los **impuestos sobre la renta mantienen su fortaleza** apoyados en la evolución del mercado de trabajo, salarios públicos y pensiones. Por su parte, **los impuestos sobre la producción se mantienen dinámicos**, pese al impacto de la rebaja impositiva adoptada para frenar la crisis energética (restará 0,3pp del PIB a la recaudación tributaria de 2022).
- En este contexto, **se revisa la previsión de los ingresos públicos**, que se elevarían hasta el 44,2% del PIB a finales de 2022.
- En 2023**, con un crecimiento económico menor a lo esperado en julio, los **ingresos caerán hasta el 43,1% del PIB**. Tendencia que podría suavizarse con las nuevas figuras y medidas tributarias anunciadas.<sup>4</sup>

4: Véase una lista de las medidas en la [página 20 y 21](#) de este informe.

## 2022-2023: sin medidas de contención, el gasto permanecerá elevado

### VARIACIÓN DEL GASTO NO FINANCIERO

(PP DEL PIB)



(p): Previsión.

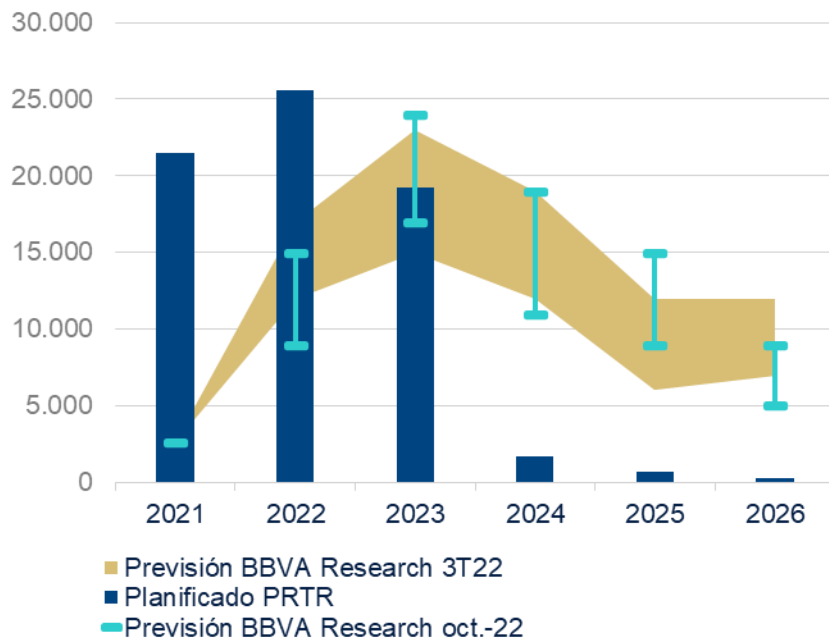
Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda e INE.

- Se prevé que en 2022 el gasto público sobre PIB se reduzca hasta el 48,2%. La desaparición de buena parte de los gastos de la COVID y, sobre todo, la permanencia de un crecimiento todavía robusto, estarían compensando el coste de las medidas para paliar la escalada del precio de la energía.
- En un escenario sin cambios en la política fiscal, y sin tener en cuenta las medidas anunciadas y pendientes de aprobar, **las presiones inflacionistas sobre los salarios, el gasto en pensiones y el gasto en intereses** absorberán parte del margen concedido por los estabilizadores automáticos sobre todo en 2023.
- Como resultado, **se espera que la ratio de gasto sobre PIB se reduzca un punto porcentual hasta el 47,5% del PIB en 2023**. Las medidas de los PGE 2023 y las recientemente aprobadas para contener la crisis energética suponen un riesgo al alza sobre estas previsiones.

## 2022-2023: los fondos del NGEU se aceleran pero su impacto tardará en llegar

### PLAN DE RECUPERACIÓN Y RESILIENCIA

(MILLONES DE EUROS)



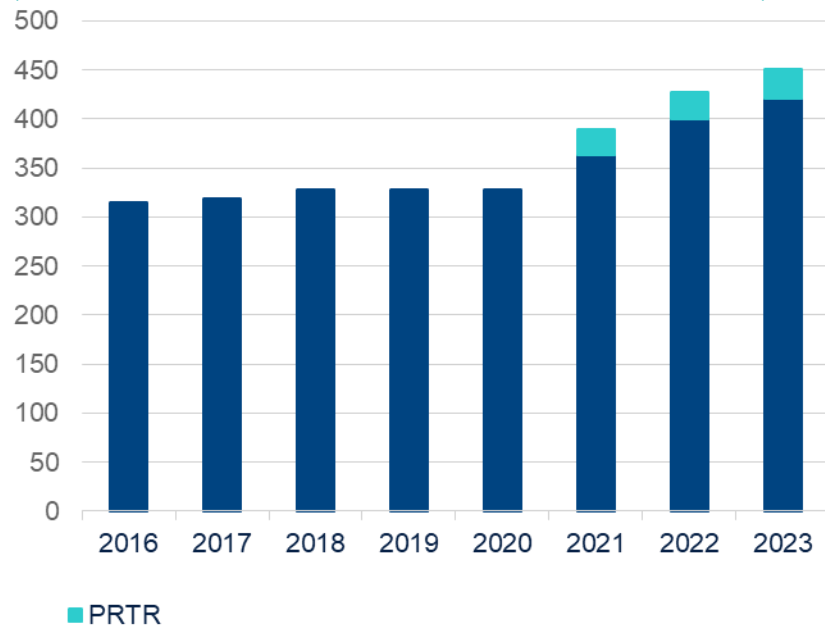
- Aunque la ejecución de los fondos del NGEU está siendo más lenta de lo que se esperaba cuando se aprobó el Plan de Recuperación, **se prevé que a final de 2026 se sitúe cercana al 100% de lo planificado**, y que siga sosteniendo una parte de la inversión.
- Según la información conocida, hasta agosto de 2022 **se habrían lanzado programas de gasto, convocatorias y licitaciones por importe de unos 18.700 millones de euros** (un 66% sobre el total previsto para este año), de los cuales más del 27% será gestionado por comunidades autónomas y corporaciones locales.
- La incertidumbre sobre el calendario y el impacto de del PRTR hace que **se revise a la baja la estimación de ejecución de los fondos NGEU** y se espera que este gasto termine **2022 entre 9.000 y 15.000 millones de euros**. En 2023, la ejecución podría situarse entre los 17.000 y los 24.000 millones de euros.



## PGE 2023: expansivos y sin acometer los ajustes estructurales necesarios

### PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO. GASTO NO FINANCIERO CONSOLIDADO

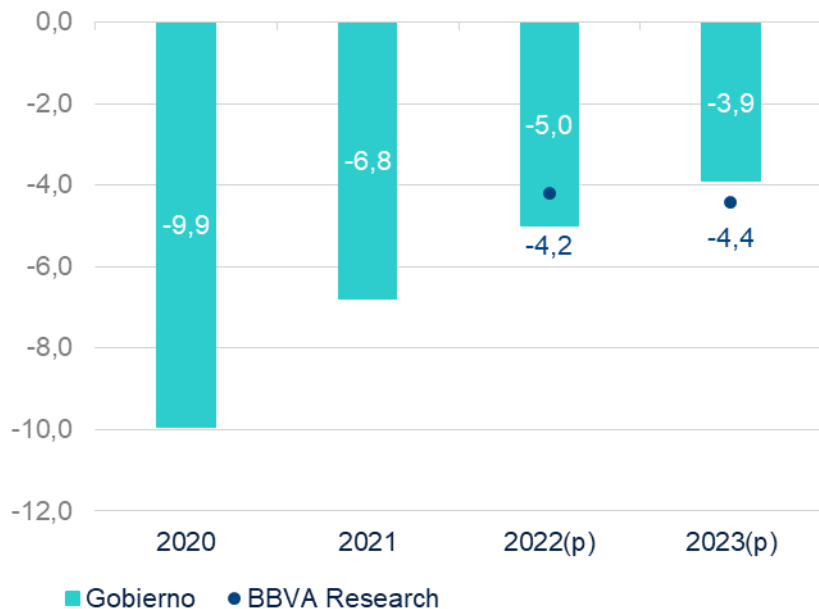
(PREVISIONES INICIALES. MILES DE MILLONES DE EUROS)



- Los presupuestos para 2023 mantienen el nivel de gasto en máximos históricos, por el aumento de las pensiones, los salarios públicos y los fondos NGEU. Las previsiones de ingresos son optimistas, sobre todo teniendo en cuenta el aumento relativamente bajo del PIB previsto.
- Respecto a las medidas que lo acompañan:
  - Se espera que el acuerdo para reducir la fiscalidad de las rentas del trabajo y aumentar la presión del capital tenga un efecto neutro sobre los presupuestos.
  - La subida del 2,5% de salarios de funcionarios, del IMV y del 3,6% del IPREM, van en línea con el pacto de rentas y protegen a los más vulnerables.
  - La indexación de las pensiones puede suponer un riesgo a la sostenibilidad del sistema.<sup>5</sup>
- Finalmente, integran una previsión de 28.700 millones de euros procedentes del NGEU, mayor a lo previsto inicialmente en el Plan en coherencia con el retraso observado en su ejecución.

## 2022-2023: diferencias con el Plan presupuestario del Gobierno

### DÉFICIT PÚBLICO (% DEL PIB)



Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda e INE.

- Las previsiones de BBVA Research difieren de las presentadas por el Gobierno en el Plan presupuestario para 2023.
- En el Plan presupuestario el Gobierno espera cerrar 2022 con un déficit del 5,0% del PIB que se reducirá hasta el 3,9% en 2023.
- El Gobierno ha presentado dos escenarios:
  - Un escenario en línea con el cuadro macro y las previsiones contenidas en los PGE 2023, en el que no se considera la prórroga de las medidas para contener el crecimiento de los precios de la energía.
  - Un escenario alternativo, más parecido al de BBVA Research, en el que recoge la buena evolución de la recaudación tributaria en 2022, y aprovechan ese margen para continuar con medidas que frenen la inflación.
- Estas previsiones no recogen el impacto del Plan de recuperación, lo que dificulta el seguimiento y comparación con 2021 y la ejecución de 2022.

## 2021-2022: diferencias con el Plan presupuestario del Gobierno

### RECURSOS NO FINANCIEROS, SIN LOS FONDOS DEL NGEU

(% DEL PIB)

	2022 (p)		2023 (p)	
	BBVA Research	Gobierno. Esc. 2	BBVA Research	Gobierno. Esc. 2
Impuestos sobre la producción	12,3	12,6	12,0	12,3
Impuestos sobre la renta, la riqueza, etc.	11,9	12,2	11,2	12,8
Cotizaciones sociales	13,8	13,6	13,8	13,7
Impuestos sobre el capital	0,5	0,5	0,4	0,5
Otros ingresos	4,8	4,0	4,4	3,8
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>43,2</b>	<b>42,9</b>	<b>41,7</b>	<b>43,0</b>

- **2022:** en el escenario 2, el Gobierno estima que los ingresos crecerán en línea con su PIB nominal, y que **la ratio sobre PIB se situará en el 42,9%**. Con unas previsiones macroeconómicas en línea con las de BBVA Research, el Gobierno prevé una **mayor fortaleza de la recaudación impositiva**, sobre todo en los impuestos sobre la renta. Al contrario, espera una menor recuperación de las cotizaciones sociales.
- **2023:** el Plan presupuestario presenta un **mayor dinamismo de los ingresos tributarios, con una previsión algo más optimista** de la recuperación de la actividad y con un mayor impacto del crecimiento de los precios.

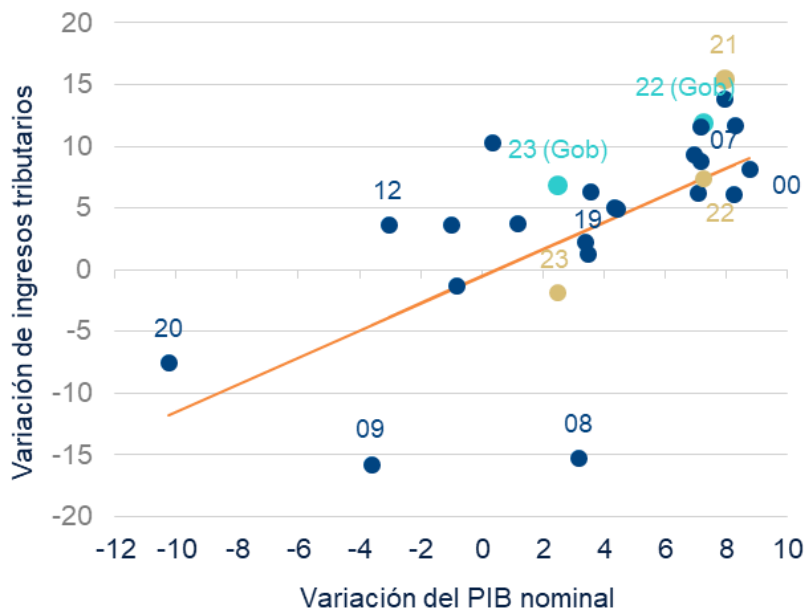
(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda e INE.

## 2021-2022: diferencias con el Plan presupuestario del Gobierno

### INGRESOS TRIBUTARIOS Y PIB NOMINAL

(% A/A)



- Durante la crisis de la COVID-19, los ingresos tributarios han mostrado mayor resistencia de lo que cabría esperar por la evolución del PIB nominal. Sin embargo, bajo el escenario de BBVA Research el crecimiento de la recaudación tributaria se estaría normalizando en 2022.
- Al contrario, el Gobierno en sus previsiones del escenario 2 del Plan presupuestario mantiene una evolución muy positiva de los ingresos impositivos, incluso bajo su escenario macroeconómico.
- En este sentido, las previsiones de ingresos del Plan presupuestario resultan optimistas, o bien el Gobierno está suponiendo una elasticidad al crecimiento del PIB de los impuestos mayor a la histórica.

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda e INE.

## 2021-2022: diferencias con el Plan presupuestario del Gobierno

### EMPLEOS NO FINANCIEROS\*, SIN LOS FONDOS DEL NGEU

(% DEL PIB)

	2022 (p)		2023 (p)	
	BBVA Research	Gobierno. Esc. 2	BBVA Research	Gobierno. Esc. 2
Remuneración de asalariados	11,6	11,8	11,6	11,5
Consumos intermedios	5,6	5,7	5,6	5,6
Intereses	2,3	2,2	2,4	2,4
Prestaciones sociales	20,9	20,7	21,0	21,2
Formación bruta de capital	2,7	2,5	2,6	2,6
Otros empleos	4,4	5,0	3,1	3,1
<b>Empleos no financieros</b>	<b>47,6</b>	<b>47,9</b>	<b>46,2</b>	<b>46,9</b>

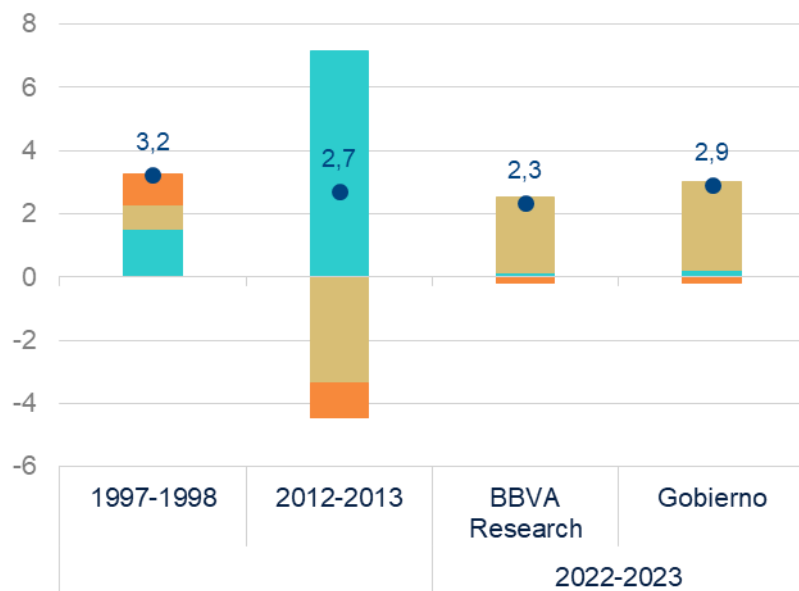
- **2022:** el escenario 2 presentado el Gobierno prevé una reducción de la **ratio de gastos sobre PIB hasta el 47,9%**, que está en línea con lo esperado por BBVA Research.
- **2023:** en ausencia de las inversiones del Plan de recuperación, **el Gobierno espera un ajuste del gasto menor (1,0pp del PIB frente a 1,3pp)**. En este escenario, el espacio liberado por una recuperación de los ingresos mayor a la esperada por BBVA Research será aprovechado para aumentar los salarios públicos y las pensiones y asumir el coste de la prórroga de las medidas para hacer frente a la crisis energética.

(\*): Excluidas las ayudas al sector financiero. (p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda e INE.

## 2022-2023: diferencias sustanciales con el Plan presupuestario del Gobierno

### DESCOMPOSICIÓN DEL AJUSTE DEL DÉFICIT PÚBLICO (PP DEL PIB)



■ Ajustado de ciclo ■ Cíclico ■ Intereses ● Ajuste

Nota: (+) Reducción del déficit, (-) aumento del déficit

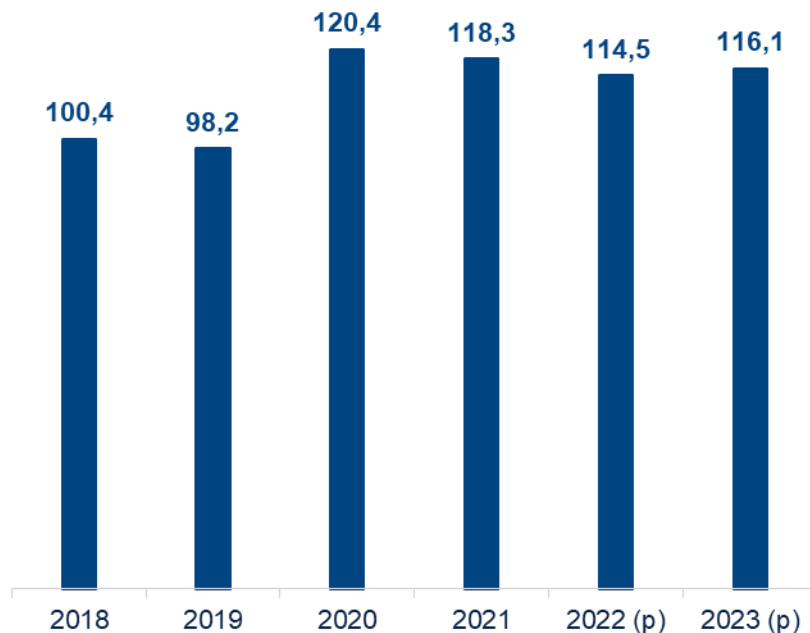
Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda e INE.

- El escenario presentado en el Plan presupuestario apunta a una **reducción del déficit de 2,9pp del PIB a lo largo del bienio 2022-2023**, marcando un ritmo máximo de ajuste, sólo superado por el periodo de consolidación previo a la formación de la Unión Económica y Monetaria.
- A diferencia de otros periodos de consolidación previos, **el ajuste esperado es exclusivamente cíclico**, y supone que **el saldo ajustado de ciclo se mantendrá a finales de 2023 entorno al -3,5% del PIB** (con un gasto en intereses promedio del 2,3% durante el bienio).

## 2022-2023: la deuda pública se mantendrá elevada

### DEUDA PÚBLICA SEGÚN PDE

(% DEL PIB)

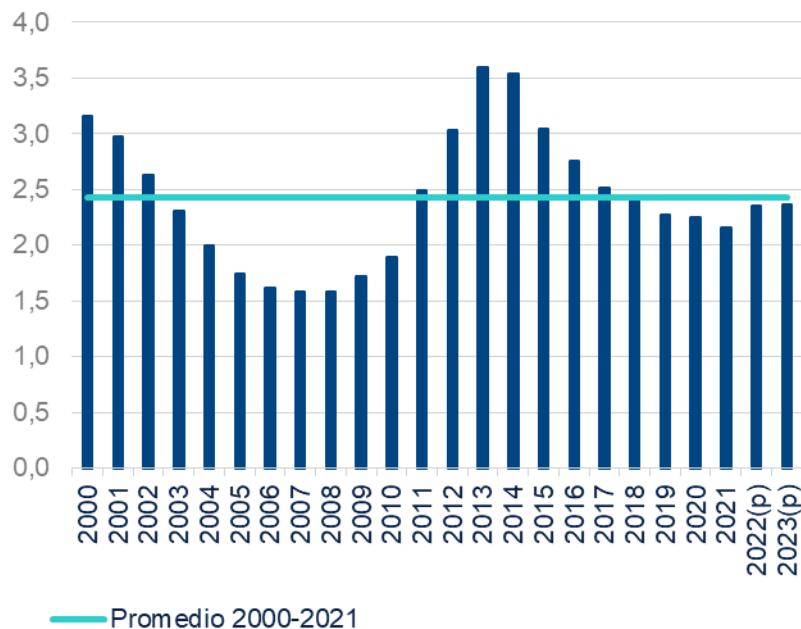


- Se espera que en 2022 la ratio deuda sobre PIB se reduzca hasta el 114,5%, principalmente por el efecto denominador derivado del crecimiento de la actividad y de los precios.
- La persistencia del desequilibrio fiscal junto a la desaceleración esperada, hace prever que la ratio aumente hasta el 116,1% del PIB a finales de 2023.
- En términos absolutos, el endeudamiento volverá a aumentar durante el bienio, y se situará en máximos históricos.

## 2022-2023: la deuda pública se mantendrá elevada

### GASTO EN INTERESES

(% DEL PIB)



- El elevado nivel de deuda sitúa las cuentas públicas españolas en una situación de vulnerabilidad.
- El endurecimiento de la política monetaria y las subidas de tipos del BCE **aumentarán la carga financiera a un ritmo promedio de 0,2pp del PIB al año**, y elevarán el gasto en intereses hasta niveles semejantes al promedio observado desde comienzos de siglo (2,5% del PIB).
- Estas peores condiciones de financiación situarían el **tipo implícito de la deuda por encima del 2%**, lo que podría derivar en una senda desfavorable de la deuda pública si se observara un mayor deterioro de la actividad.
- Por todo ello, resulta determinante aprovechar la oportunidad del *NextGenerationEU* para aumentar el crecimiento potencial de la economía por encima del incremento esperado del coste de la deuda.



02

# Previsiones

# Previsiones

## AA. PP.: NECESIDAD DE FINANCIACIÓN, EXCLUIDAS LAS AYUDAS AL SECTOR FINANCIERO

(% DEL PIB)

	2020	2021	2022 (p)	2023 (p)
Remuneración de asalariados	12,6	12,2	11,6	11,6
Consumos intermedios	5,9	5,9	5,6	5,6
Intereses	2,2	2,2	2,3	2,4
Prestaciones sociales	20,5	18,9	18,0	18,2
Formación bruta de capital	2,8	2,8	2,9	2,9
Otros gastos	7,8	8,5	7,8	6,9
<b>Gastos no financieros</b>	<b>51,8</b>	<b>50,5</b>	<b>48,4</b>	<b>47,5</b>
Impuestos sobre la producción	11,3	12,2	12,3	12,0
Impuestos sobre la renta, la riqueza, etc.	11,2	11,9	11,9	11,2
Cotizaciones sociales	14,5	14,2	13,8	13,8
Impuestos sobre el capital	0,4	0,5	0,5	0,4
Otros ingresos	4,4	5,0	5,7	5,8
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>41,8</b>	<b>43,7</b>	<b>44,2</b>	<b>43,1</b>
<b>Necesidad de financiación</b>	<b>-9,9</b>	<b>-6,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,4</b>
<i>Objetivo de estabilidad / Tasa de referencia</i>	-11,3	-8,4	-5,0	-3,9
Saldo primario ajustado de ciclo	-1,3	-1,3	-0,9	-0,9
Deuda pública	120,4	118,3	114,5	116,1
Impacto de la indexación de las pensiones (IPC del 8,5%)*				0,9

(\*) Se estima que un 1% de inflación aumenta el gasto en pensiones en 1.500 millones de euros; (p): Previsión. Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda, INE y BdE.

# Medidas (I)

## IMPACTO EN 2022 DE LAS MEDIDAS PARA PALIAR LOS EFECTOS DE LA GUERRA EN UCRANIA

	Millones €	% PIB
<b>Medidas de ingresos</b>		
Rebaja fiscalidad electricidad	4.050	0,3
<i>Reducción del IVA de la electricidad (al 10% desde junio 2021 y al 5% desde julio 2022)</i>		
<i>Reducción del IE sobre la electricidad (al 0,5%) y suspensión impuesto sobre generación eléctrica</i>		
<b>Medidas de gasto</b>		
Bonificación 0,2€ del carburante	5.300	0,4
Ayudas directas al sector transporte	450	0,0
Ayudas directas a otros sectores	1.555	0,1
Gasto social (ayuda a familias y refugiados)	2.595	0,2
<b>TOTAL</b>	<b>13.950</b>	<b>1,1</b>

## Medidas (II)

### IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE LOS PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO CON IMPACTO EN 2023\*

	Millones €	% PIB
<b>MEDIDAS CONTENIDAS EN EL PROYECTO DE LEY</b>	<b>-1.808</b>	<b>-0,1</b>
IRPF	-1.787	-0,1
<i>Reducción rendimientos del trabajo</i>		
<i>Ampliación de la deducción por maternidad</i>		
IVA	-21	-0,0
<i>Rebaja del tipo en productos de higiene femenina y anticonceptivos</i>		
<b>INCIATIVAS COMPLEMENTARIAS</b>	<b>5.735</b>	<b>0,4</b>
Sociedades: limitación en la consolidación de pérdidas	244	0,0
Impuesto sobre las Grandes Fortunas	1.500	0,1
Impuestos especial sobre los productos de plásticos de un solo uso	491	0,0
Gravamen temporal energéticas y bancos	3.500	0,3
<b>TOTAL</b>	<b>3.927</b>	<b>0,3</b>

(\*) Impacto estimado por el Gobierno en los PGE2023

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda y Función Pública.

## Medidas (III)

### NUEVAS MEDIDAS DE REFUERZO PARA LA PROTECCIÓN ANTE LA CRISIS ENERGÉTICA CON IMPACTO PRESUPUESTARIO\* (RD-L 18/2022, de 18 de octubre)

	Millones €	% PIB
<b>MEDIDAS</b>		
Asunción del déficit de las tarifas de último recurso (TUR) de gas		
<i>Prórroga de la limitación del crecimiento de la TUR para pequeños consumidores</i>		
<i>Nueva TUR para las instalaciones de gas en comunidades de vecinos</i>		
Refuerzo del bono social térmico y eléctrico		
<i>Ampliación de los beneficiarios</i>		
<i>Incremento de la cuantía mínima</i>		
<i>Incremento de la ayuda media</i>		
<b>MEDIDAS FISCALES</b>		
Libertad de amortización en Sociedades para inversiones en energías renovables		
Prórroga de las deducciones en el IRPF de obras para mejorar la eficiencia energética		
<b>TOTAL</b>	<b>3.000</b>	<b>0,2</b>

(\*) Sin detalle del coste por cada una de las medidas.

Fuente: BBVA Research a partir de La Moncloa.

# 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.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com).

# Observatorio Fiscal

Octubre 2022