

# Situación España

Diciembre 2022

## Mensajes principales. Global



### Actividad económica

El crecimiento económico se ralentizará en 2023. Se prevé que el PIB mundial crezca 2,3% en 2023 -un valor inusualmente bajo- después de haber subido 6,3% en 2021 y cerca de 3,3% en 2022. El endurecimiento monetario y la presiones de precios, en un contexto de guerra y barreras al libre comercio, probablemente debilitarán los mercados laborales y al consumo privado, que hasta ahora se han mantenido relativamente fuertes. La incertidumbre es alta y los riesgos se inclinan a la baja: una desaceleración más severa de lo esperado podría causar una recesión mundial.



### Inflación

La suavización de los precios de las materias primas y de los cuellos de botella refuerzan las perspectivas de que la inflación se ralentizará en el futuro, favorecida también por efectos base positivos. Mientras que en EE. UU. la inflación ya da señales de moderación, en la eurozona las presiones sobre los precios siguen aumentando, aunque es probable que pronto empiecen a ceder. Asimismo, la inflación se mantendrá por encima de los objetivos, al menos en 2023.



### Política monetaria

El ciclo de subida de tipos de interés llegará a su fin al inicio de 2023, tanto en EE. UU. como en la eurozona. Se prevé que los tipos converjan a 5%, en el primero, y 2,75%, en el segundo, con poco margen para recortes hasta el fin de 2023. Como parte del proceso de ajuste monetario, se espera que la Fed mantenga su programa de ventas de activos y que el BCE pronto lance el suyo.



### Volatilidad financiera

La disminución de la liquidez global, los tipos elevados y la fortaleza del dólar podrían continuar generando volatilidad financiera. Nuevos episodios de estrés, como los observados en el Reino Unido y en los mercados de criptomonedas, e incluso una crisis financiera podrían surgir, especialmente si la inflación y los tipos de interés terminan siendo más altos de lo esperado.

## Mensajes principales. España



### PIB

Se revisa moderadamente al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2022 y 2023 hasta el 4,6% y el 1,2%, respectivamente. La economía resiste mejor de lo esperado y se reduce la probabilidad de entrar en recesión. El consumo privado y las exportaciones continúan impulsando a la producción.



### La economía podría contraerse

No puede descartarse que el PIB se contraiga durante los próximos meses. La entrada en recesión de la eurozona y el agotamiento de la recuperación del turismo harán que la contribución al crecimiento de la demanda externa sea negativa en 2023 y 2024. El gasto de los hogares se verá afectado por la subida de los precios, la mayor incertidumbre, la desaceleración del empleo y el aumento en los tipos de interés.



### No se observan desequilibrios en sectores

La actividad ganará tracción a medida que se ejecuten los fondos NGEU y se disipen las incertidumbres que afectan a familias y empresas, lo que impulsará el crecimiento del PIB en 2024 hasta el 3,4%. La caída de la inflación continuará, y no parece que haya problemas en el suministro de gas. Empresas y familias se encuentran mejor preparadas para afrontar un entorno de mayor volatilidad. No se observan desequilibrios en los sectores económicos.



### Riesgos

Los factores que podrían hacer que el escenario se deteriore siguen siendo numerosos. La tensión geopolítica podría extenderse. El aumento de los casos de COVID en China y una eventual vuelta a las políticas de confinamiento total pondrían en peligro la disponibilidad de insumos. La falta de un pacto de rentas llevaría a que la inflación se mantenga elevada. El BCE podría sobrereaccionar. Es necesario dar certidumbre sobre la carga fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas. La falta de capital humano con formación adecuada está siendo una restricción al crecimiento de las empresas.

01

# Situación Global Diciembre 2022

# El crecimiento se ha moderado a lo largo de 2022, en un contexto de inflación, ajustes monetarios y volatilidad financiera, pero sigue mostrando resiliencia

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA MUNDIAL



### MENOR CRECIMIENTO PESE RESILIENCIA

Moderación del crecimiento debido a inflación, ajuste monetario, efectos de la guerra y covid en China.

Actividad se muestra resiliente por mercados laborales robustos, reapertura económica.



### AJUSTE MONETARIO AGRESIVO

Fed: ha iniciado un programa de venta de activos y subido los tipos agresivamente, pero el ajuste monetario todavía no ha llegado a su fin.

BCE: tipos al alza y endurecimiento de las condiciones de las TLTRO mientras se prepara programa de venta de activos.

China: políticas moderadamente expansivas.



### INFLACIÓN ELEVADA

Inflación de EE. UU. baja a medida que los precios de las materias primas y los cuellos de botella se suavizan y los tipos suben.

En Europa, la inflación sigue subiendo, con aumentos de precios más generalizados.

Las expectativas siguen estando bajo control, también en China.



### VOLATILIDAD FINANCIERA

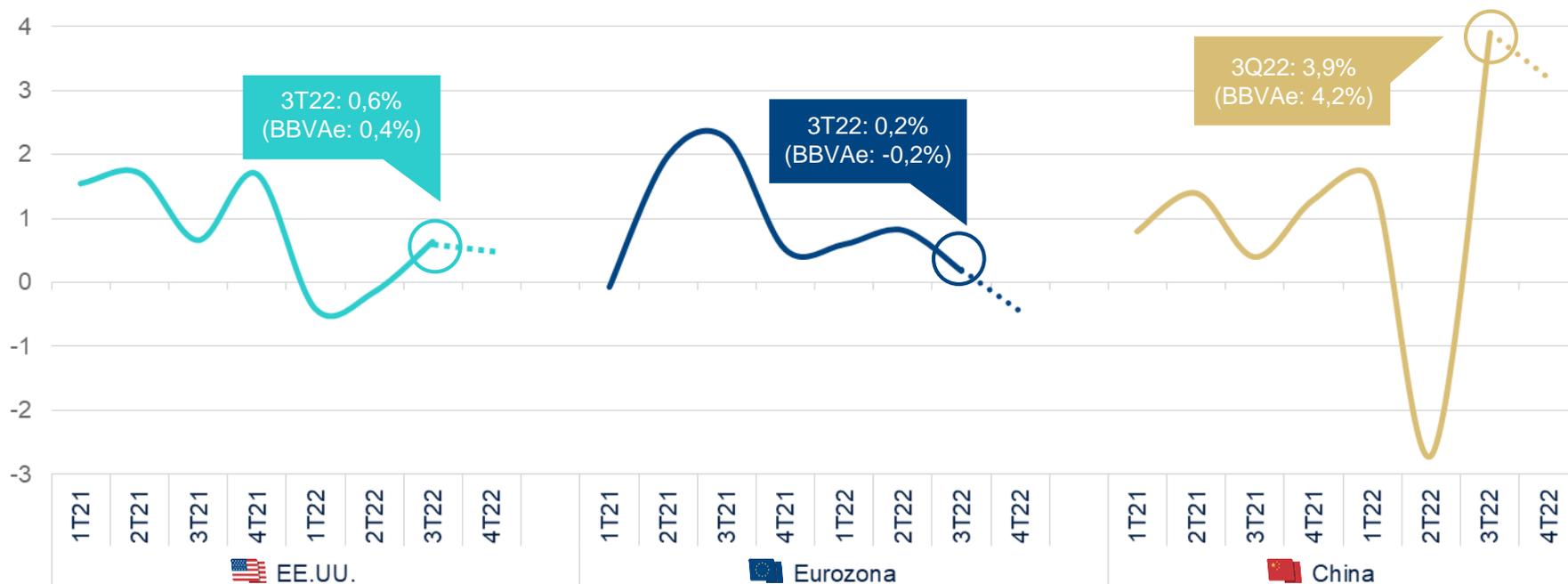
La menor liquidez global, los tipos altos y la fortaleza del dólar han provocado correcciones en diversos mercados.

Turbulencias importantes en mercados específicos (Reino Unido, criptomonedas).

# El PIB ha sorprendido recientemente al alza en EE. UU. y Europa, pese la tendencia negativa, y a la baja en China, por la covid y tensiones inmobiliarias

## CRECIMIENTO DEL PIB (\*)

(T/T %, AJUSTADO POR ESTACIONALIDAD)

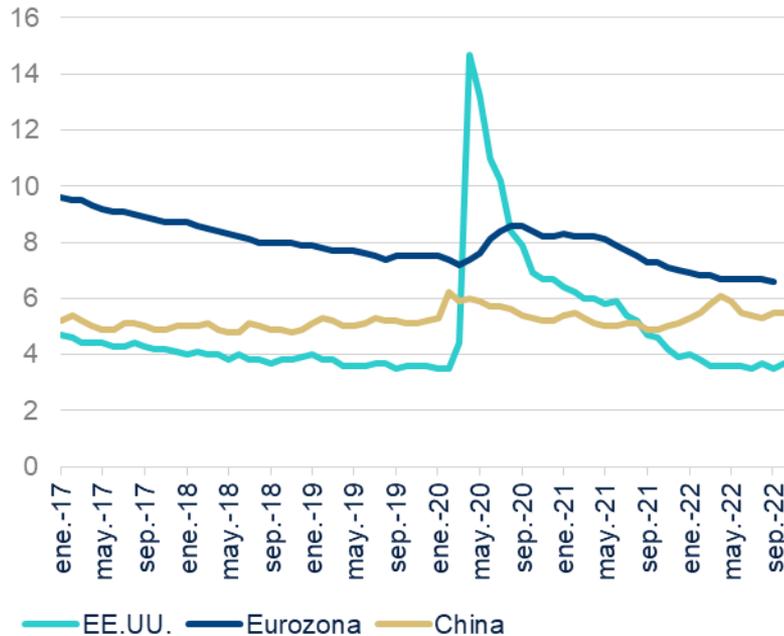


(\*): Previsiones de BBVA Research para el 4T22  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

# La fortaleza del mercado laboral y los efectos (decrecientes) de la reapertura tras la covid siguen respaldando el consumo privado en EE. UU. y eurozona

## TASA DE DESEMPLEO

(%)

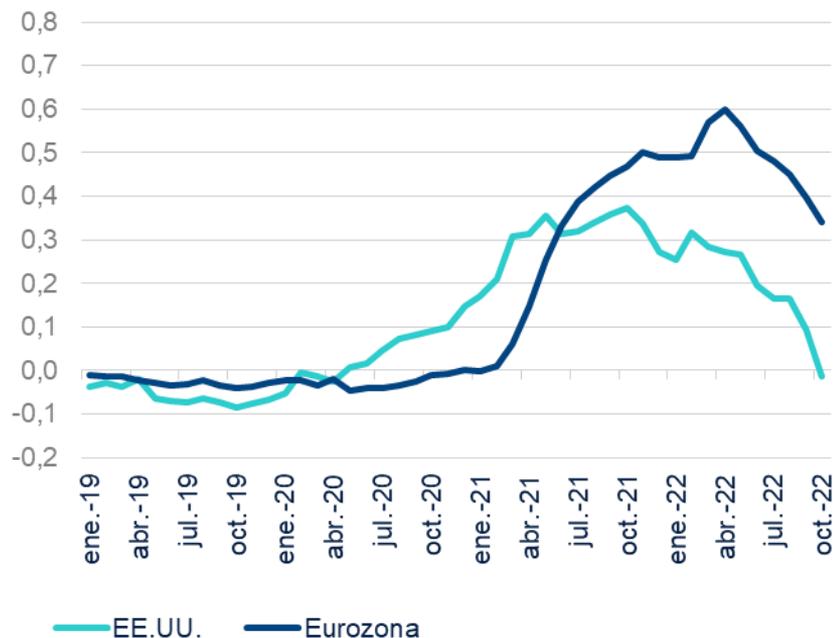


- Mercados laborales ajustados, principalmente en EE. UU.: desempleo en mínimos históricos, número alto de vacantes y mayores subidas salariales (aunque por debajo de la inflación).
- El ahorro acumulado parece seguir apoyando la demanda, aunque a un ritmo decreciente.
- Dinamismo del consumo privado (no tanto de la inversión) pese las señales de moderación: +0,5%t/t el 2T22, +0,3%t/t el 3T22 en EE.UU.; +1,0% t/t el 2T22 en la eurozona.
- En China, la demanda interna muestra un tono relativamente más negativo por la covid y tensiones en los mercados inmobiliarios.

# Los cuellos de botella y los precios de las materias primas se han moderado; los precios del gas han caído ante las altas reservas y las medidas de ahorro

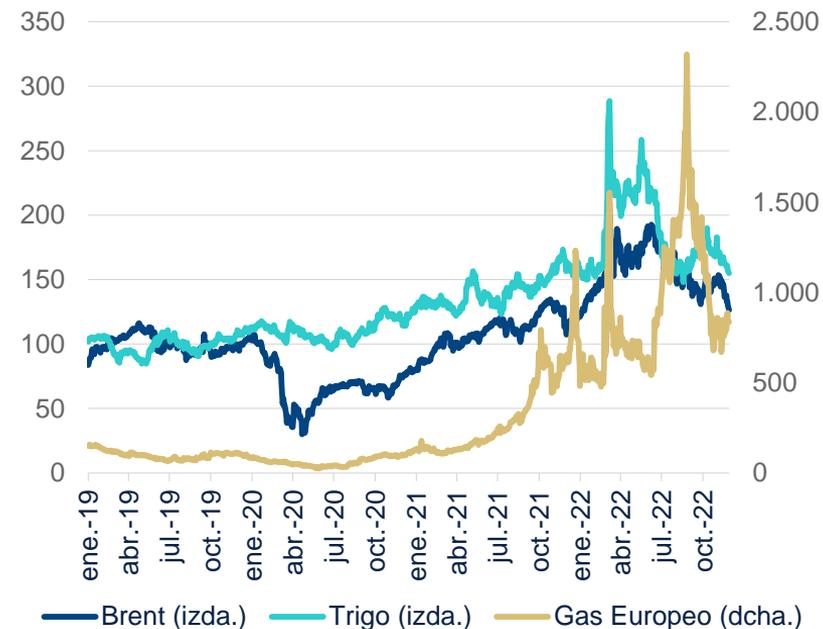
## ÍNDICE DE CUELLOS DE BOTELLA BBVA RESEARCH

(ÍNDICE: MEDIA DESDE 2003 = 0)



## PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

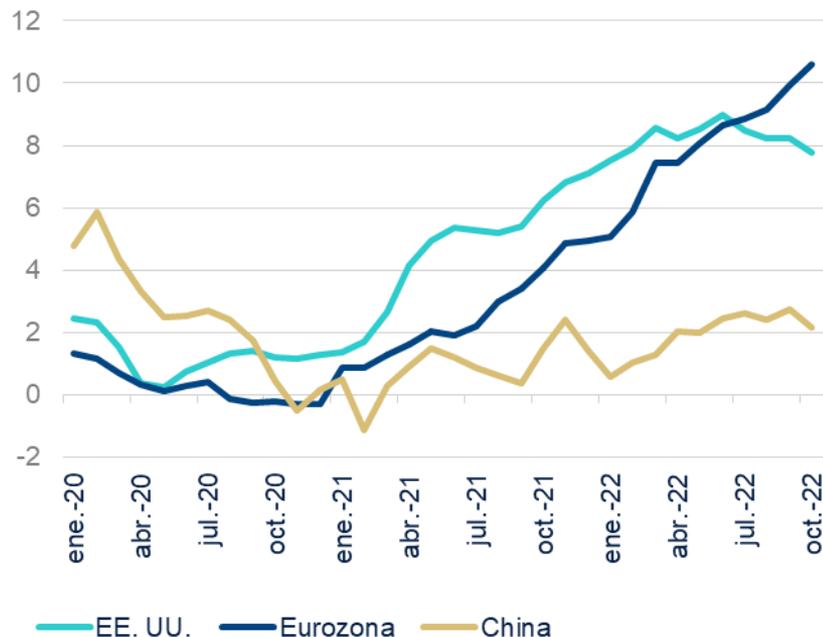
(ÍNDICE: MEDIA DE 2019 = 100)



# Las presiones inflacionarias siguen aumentando en la eurozona, retrocediendo en EE. UU. y bajo control en China

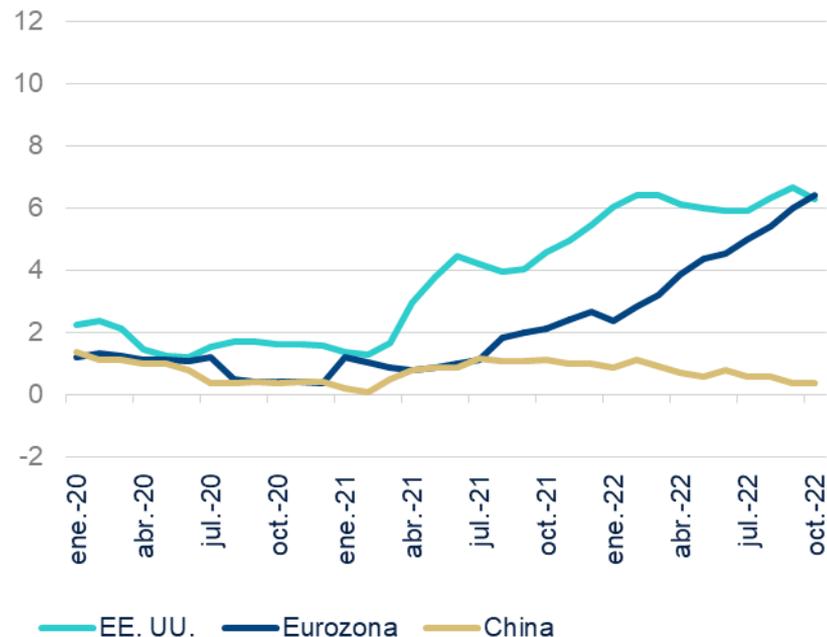
## INFLACION: IPC

(INTERANUAL %)



## INFLACIÓN SUBYACENTE: IPC

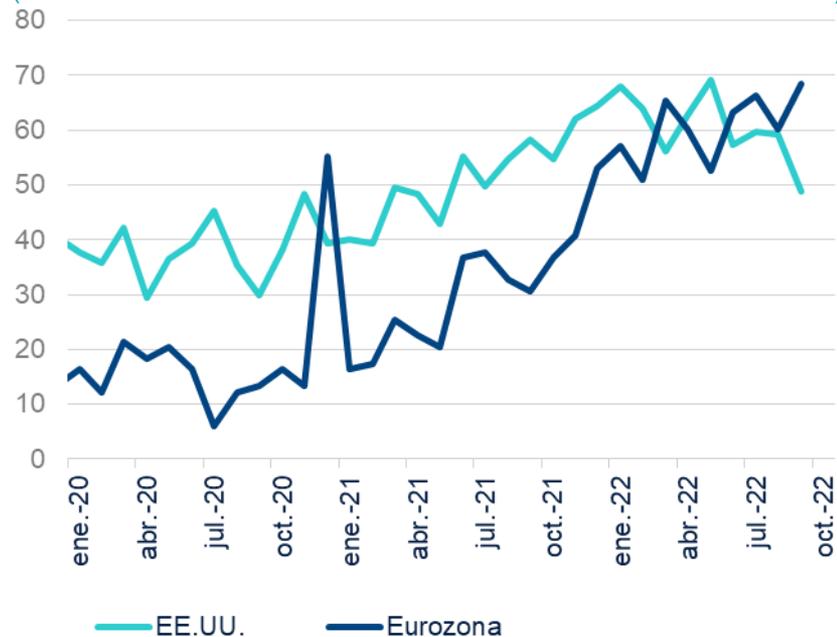
(INTERANUAL %)



# Los ajustes de precios siguen siendo más generalizados y frecuentes en la eurozona, mientras que la situación sigue mejorando en EE. UU.

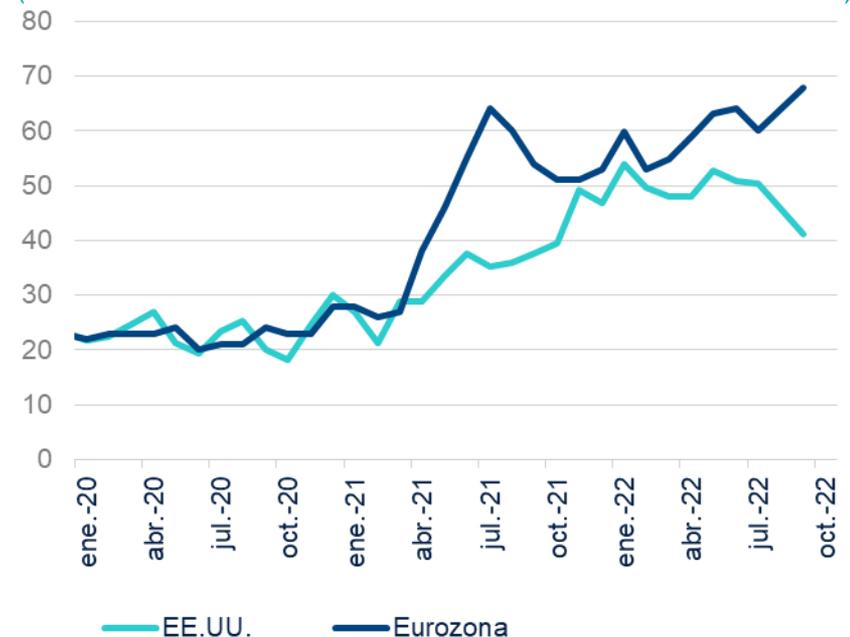
## ARTÍCULOS DE LA CESTA IPC CON UNA INFLACIÓN MENSUAL ANUALIZADA SUPERIOR AL 4%

(PORCENTAJE DEL TOTAL DE PARTIDAS DE 2 DÍGITOS DEL CPI)



## ARTÍCULOS DE LA CESTA IPC CON TRES SUBIDAS DE PRECIOS MENSUALES CONSECUTIVAS

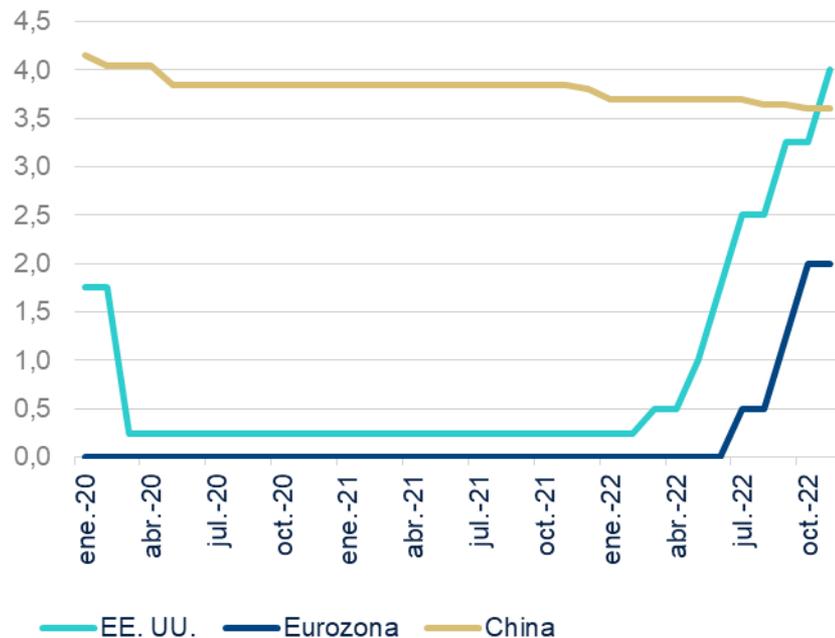
(PORCENTAJE DEL TOTAL DE ARTÍCULOS DE 2 DÍGITOS DEL CPI)



# Los tipos oficiales siguen aumentando, mientras que los de mercado se han estabilizado recientemente ante las perspectivas de una Fed menos agresiva

## TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

(%, FIN DE PERÍODO)



## TIPOS DE INTERÉS DE MERCADOS: RENTABILIDAD DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

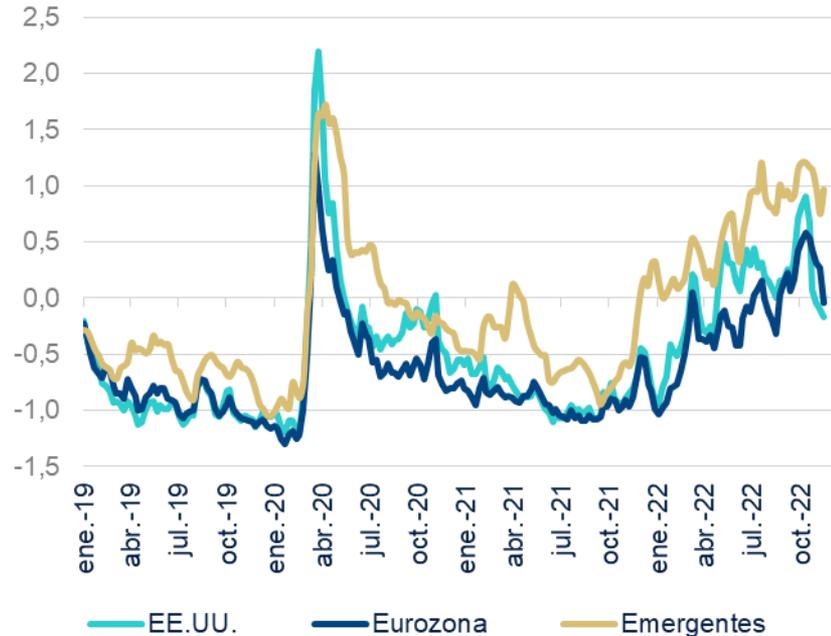
(%)



# La disminución de la liquidez, los tipos más altos y el dólar fuerte han causado volatilidad financiera, pero el tono de los mercados ha mejorado recientemente

## ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS DE BBVA RESEARCH

(ÍNDICE: MEDIA DESDE 2006 = 0)



- La volatilidad financiera ha aumentado en los últimos meses, pese a las mejoras recientes.
- La baja liquidez en los mercados de bonos soberanos también ha generado volatilidad.
- La mayoría de las divisas se ha debilitado ante el dólar, que ha ganado un 11% en el año, a pesar de perder un 4% el último mes.
- Los bonos de alto rendimiento, las acciones de las tecnológicas y el crédito apalancado, entre otros, han sufrido fuertes correcciones.
- Salidas de capital en países emergentes y riesgo periférico europeo bajo control a pesar de algunos aumentos.
- Turbulencias importantes en mercados específicos (Reino Unido, criptomonedas).

# Se espera una desaceleración del crecimiento en 2023, con recesiones (suaves) en EE.UU. y eurozona en un contexto de tipos e inflación elevados

## ESCENARIO CENTRAL DE BBVA RESEARCH: PRINCIPALES HIPÓTESIS E IMPACTOS



### FUERTE MODERACIÓN DEL CRECIMIENTO

Crecimiento global: desde 6,3% en 2021 hasta 3,3% (+0,1pp) en 2022, 2,3% (-0,1pp) en 2023; recuperación hasta 3,3% en 2024

Recesión en EZ por precios energéticos; sin escasez de gas.

Recesión suave a mediados de 2023 en EE. UU.

Crecimiento relativamente bajo, pese a una probable recuperación en China.



### AJUSTE MONETARIO NO HA LLEGADO AL FIN

Los tipos seguirán subiendo, pero a un ritmo más gradual.

Una vez alcancen su punto máximo en el 1T23, los tipos permanecerán estables al menos hasta finales de 2023.

Programas de venta de activos complementarán subidas de tipos.

Se mantendrán medidas de apoyo al crecimiento en China.



### INFLACIÓN A LA BAJA, PERO AÚN ELEVADA

Inflación caerá a medida que precios de materias primas y cuellos de botella continúen disminuyendo.

Los salarios crecerán más que en el pasado, pero menos que la inflación.

Ausencia de efectos de segunda ronda relevantes.

Expectativas bajo control por ajuste monetario.



### ELEVADA VOLATILIDAD FINANCIERA

Menor inflación quitará presión sobre bancos centrales.

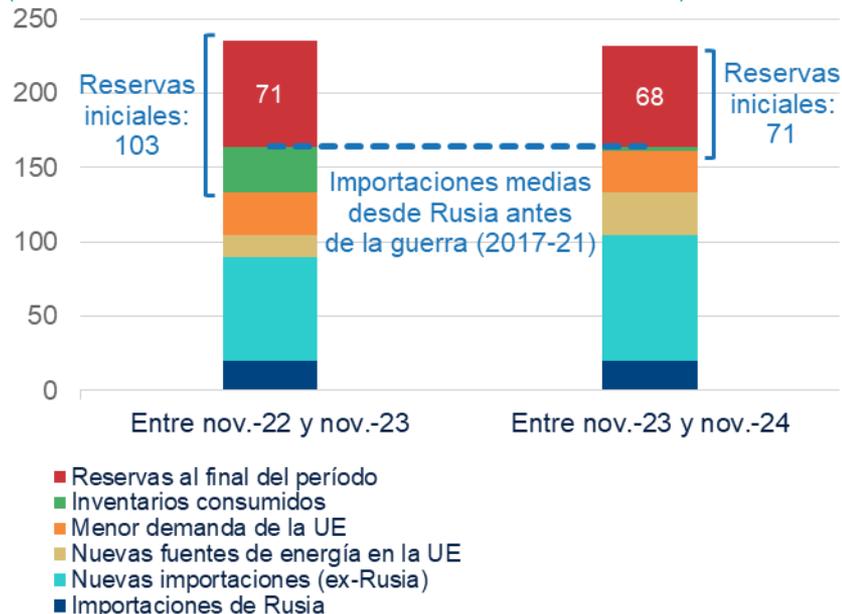
Pero menor liquidez y tipos altos apoyarán al dólar y rendimientos soberanos.

Volatilidad permanecerá relativamente alta; no se descartan episodios de estrés financiero.

## Mercados de gas: altas reservas, medidas de ahorro y flujos de fuentes alternativas evitarán escasez en 2023 y, posiblemente, también en 2024

### GAS EN LA UE: ESCENARIO BASE PARA LA SUSTITUCIÓN DEL GAS RUSO (\*)

(MMMC: MILES DE MILLONES DE METROS CÚBICOS)



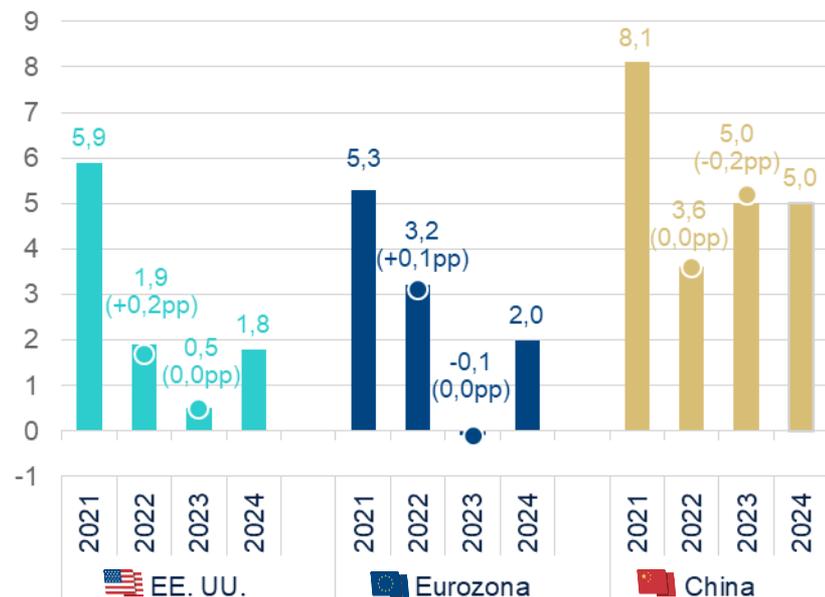
(\*) Reservas actuales: 103 MMMC. Importaciones desde Rusia hacia delante: 20 MMMC/año. Reducción de consumo asumida: 7% inferior a la media del período anterior a la guerra (2017-21). Fuente: BBVA Research.

- **Escenario base:** precios del gas por debajo de máximos históricos, pero por encima de niveles actuales, sin escasez durante 2023-24, incluso si Rusia reduce a la mitad la provisión actual (40 bcm/año).
- **El principal riesgo es que Rusia reduzca a cero las exportaciones:** las reservas en nov-23 podrían ser insuficientes para cubrir las necesidades en el invierno de 2024.
- **Este escenario de riesgo implica que el gas licuado ruso probablemente estaría disponible para otros países** y Europa podría encontrar suministros en otros mercados.
- **Los escenarios futuros también dependerán de condiciones climáticas** y demanda global.

# El crecimiento se estancará en EE. UU. y Europa en 2023 antes de volver a valores potenciales en 2024; expansión de 5%, con riesgos a la baja, en China

## PIB: CRECIMIENTO ANUAL EN TÉRMINOS REALES

(%)



● Previsiones anteriores (oct-22) ■ Previsiones actualizadas (nov-22)

\* Cambio de previsión entre paréntesis.

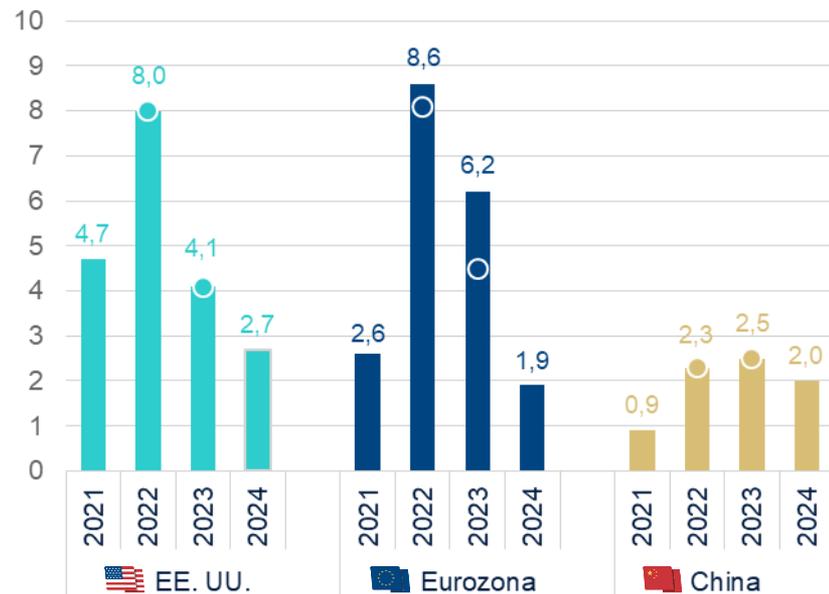
Fuente: BBVA Research.

- Revisión al alza del PIB de 2022 en EE. UU. y Europa, por las sorpresas al alza en el 3T22.
- Las perspectivas de desaceleración se mantienen: el endurecimiento monetario y la inflación eventualmente afectarán más a los mercados laborales y la demanda agregada.
- Se espera una leve recesión en los próximos trimestres en EZ, aunque no haya escasez de gas, y a mediados de 2023 en los EE. UU.
- En China, el crecimiento (apoyado por la inversión en infraestructura) se recuperará en 2023, aunque a un ritmo menor del esperado.
- Las medidas recientes para relajar las restricciones por covid y apoyar al sector inmobiliario son insuficientes para reducir el riesgo de un crecimiento más débil.

# La inflación caerá más rápido en EE. UU. que en Europa, al menos en 2023, ya que los efectos de la guerra seguirán afectando principalmente a esta última

## INFLACIÓN:IPC

(INTERANUAL %, MEDIA DEL PERIODO)



● Previsiones anteriores (oct-22) ■ Previsiones actualizadas (nov-22)

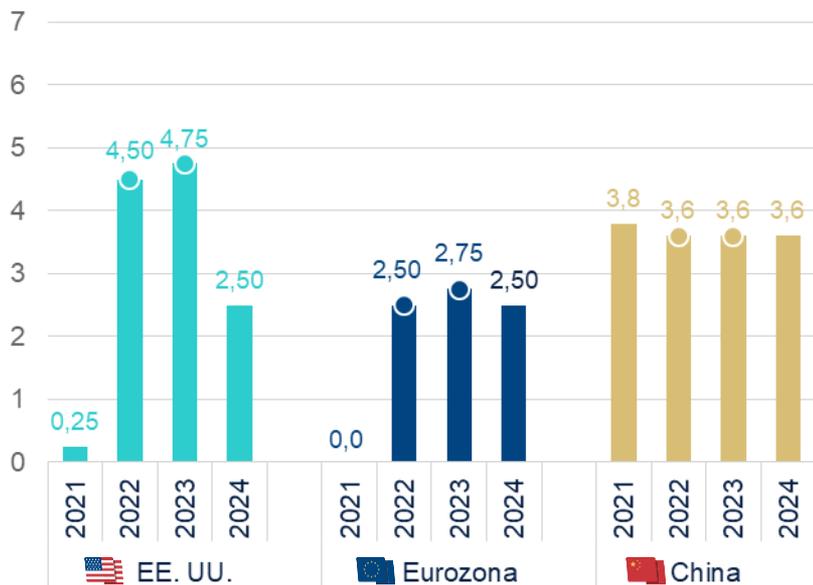
Fuente: BBVA Research.

- Se prevé que la inflación continúe cayendo en EE. UU. a medida que los shocks actuales y la demanda se suavicen, pero estará por encima del objetivo del 2 % durante algún tiempo.
- En la EZ, la inflación pronto empezará a ceder, pero las previsiones se han revisado al alza: mayor diseminación de los ajustes de precios, mayor crecimiento de los salarios (cerca de 4%) y un euro más débil compensan la energía algo más barata que lo esperado.
- Expectativas de inflación deben permanecer ancladas tanto en EE. UU. como en la Europa.
- En China, la inflación continuará en niveles bajos por caída de materias primas, mayores importaciones de Rusia y demanda moderada.
- Previsiones de inflación exhiben sesgo alcista.

# Los ciclos de aumento de los tipos por la Fed y el BCE probablemente llegarán a su fin al inicio de 2023, pero habrá poco espacio para recortes antes de 2024

## POLÍTICA MONETARIA: TIPOS DE INTERÉS (\*)

(%, FIN DE PERIODO)



● Previsiones anteriores (oct-22) ■ Previsiones actualizadas (nov-22)

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

Fuente: BBVA Research.

- La Fed y el BCE seguirán subiendo los tipos, pero probablemente a un ritmo más suave que en los últimos meses: los tipos alcanzarán 5,0% en EE. UU. y 2,75% (con sesgo alcista) en la Eurozona el 1T23.
- Una pausa prolongada es esperada después: la inflación por encima de los objetivos evitará recortes antes de Dic/23.
- Se espera que la Fed mantenga su programa de ventas de activos y que el BCE pronto lance el suyo.
- Una política fiscal no expansiva es probable en EE.UU., pero no necesariamente en la EZ.
- En China, la inflación permitirá que los tipos se mantengan bajos, pero no se anticipan estímulos monetarios significativos.

# Riesgos: múltiples factores, como una inflación duradera o nuevos shocks por la guerra, podrían provocar una recesión mundial o una crisis financiera

## PRINCIPALES RIESGOS A CORTO PLAZO PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL

**INFLACIÓN PERSISTENTE  
Y TIPOS DE INTERÉS ALTOS**



  
**RECESIÓN  
GLOBAL**

El crecimiento podría debilitarse más de lo esperado en el G3, empujando a los países emergentes y a la economía mundial a una recesión. Si la inflación no se modera significativamente (por nuevos shocks de oferta o un mal manejo de la política monetaria, por ejemplo), un escenario de estanflación podría surgir.

**GUERRA DE UCRANIA Y  
GEOPOLÍTICA**



  
**CRISIS  
FINANCIERA**

La menor liquidez global, los tipos altos, un dólar fuerte y la volatilidad podrían causar turbulencias, especialmente en algunos segmentos: crédito apalancado, mercados de deuda, banca en la sombra, países emergentes, mercados inmobiliarios, etc.

**ATERRIZAJE FORZOSO  
EN CHINA**



**TENSIONES SOCIALES Y  
POPULISMO**

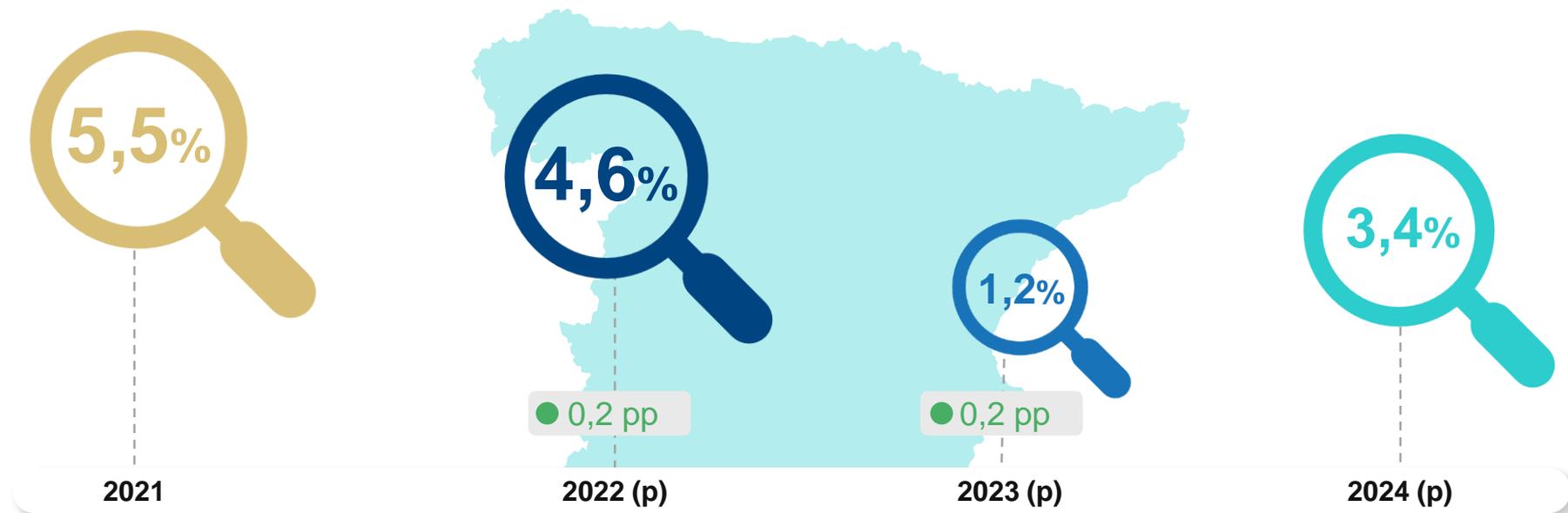


02

# Situación España

## Diciembre 2022

## Revisiones moderadas al alza en 2022 y 2023, y mayor crecimiento en 2024

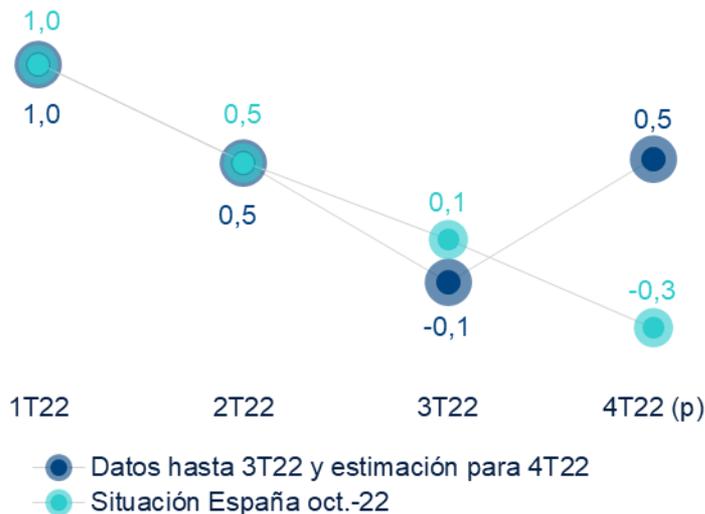


● Previsión revisada a la baja    ● Previsión sin cambios    ● Previsión revisada al alza

# La economía resiste mejor de lo esperado

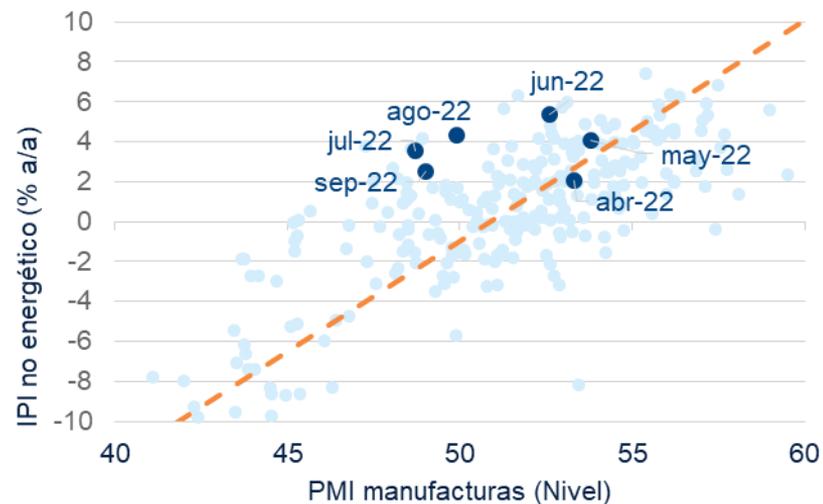
## VARIACIÓN DEL EMPLEO

(DATOS CVEC. CRECIMIENTO TRIMESTRAL EN %)



## IPI NO ENERGÉTICO Y PMI MANUFACTURERO

(% Y NIVEL)



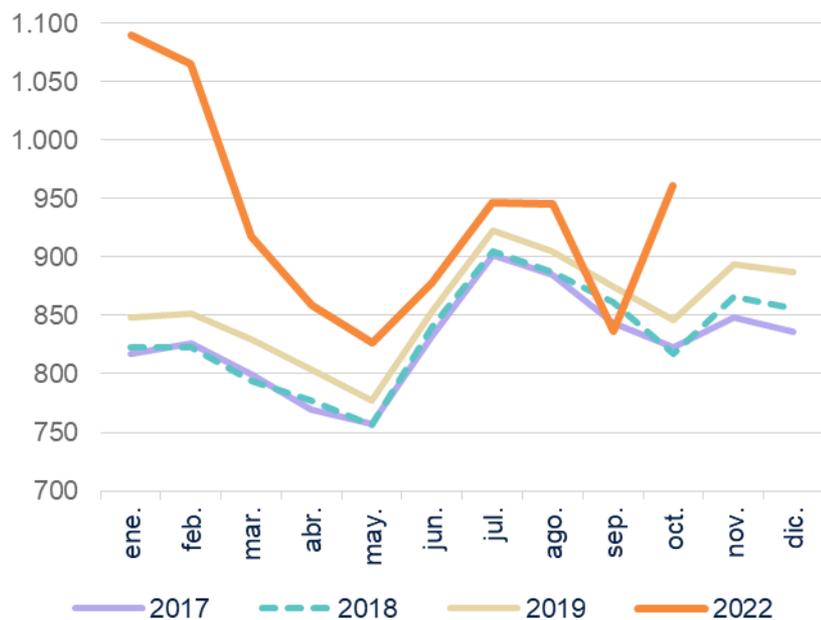
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Los registros de afiliación a la Seguridad Social de octubre y primera quincena de noviembre anticipan un repunte de la ocupación en el 4T22. Además, el deterioro de las expectativas a partir de junio no viene acompañado de un debilitamiento de la producción industrial.

# La economía resiste mejor de lo esperado

## DEMANDANTES DE EMPLEO OCUPADOS\*

(MILES DE PERSONAS. FIN DE PERIODO)



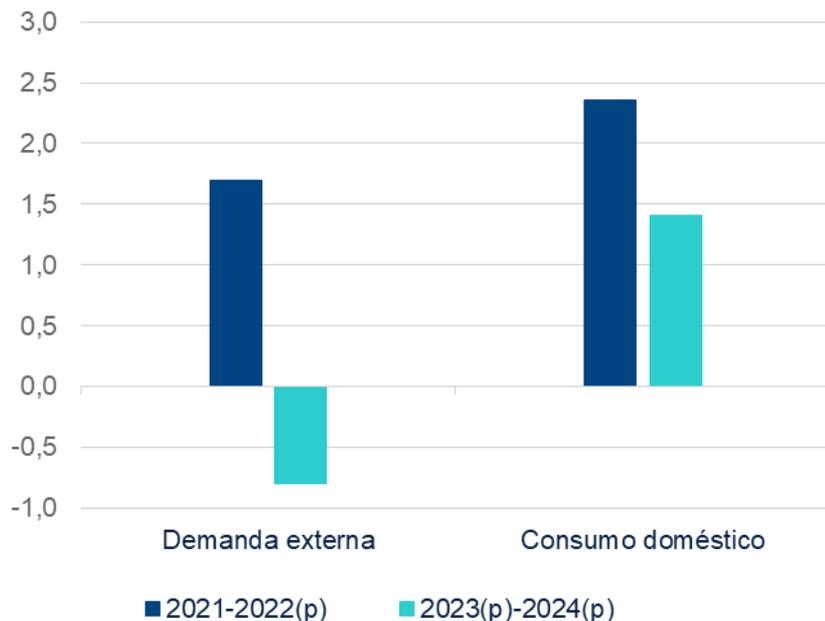
\*Incluyen los trabajadores en ERTE, los fijos discontinuos en periodo de inactividad y los eventuales agrarios subsidiados, entre otros.

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

- La reforma laboral flexibiliza la utilización del contrato fijo discontinuo como alternativa al temporal, lo que estrecha el vínculo entre el trabajador y la empresa.
- La importancia creciente de los fijos discontinuos –el 6% de los afiliados- y su consideración como demandantes de empleo ocupados cuando se encuentran inactivos distorsiona la utilización del paro registrado como medida de la actividad económica.
- El impacto del cambio es difícil de cuantificar, y puede que la relación entre la evolución del mercado de trabajo y el crecimiento se haya alterado. Es más probable una caída del PIB en el 4T22 que un crecimiento.

# El crecimiento se desacelera: menor contribución de la demanda externa y del consumo privado

## CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB (PROMEDIO ANUAL. PP)

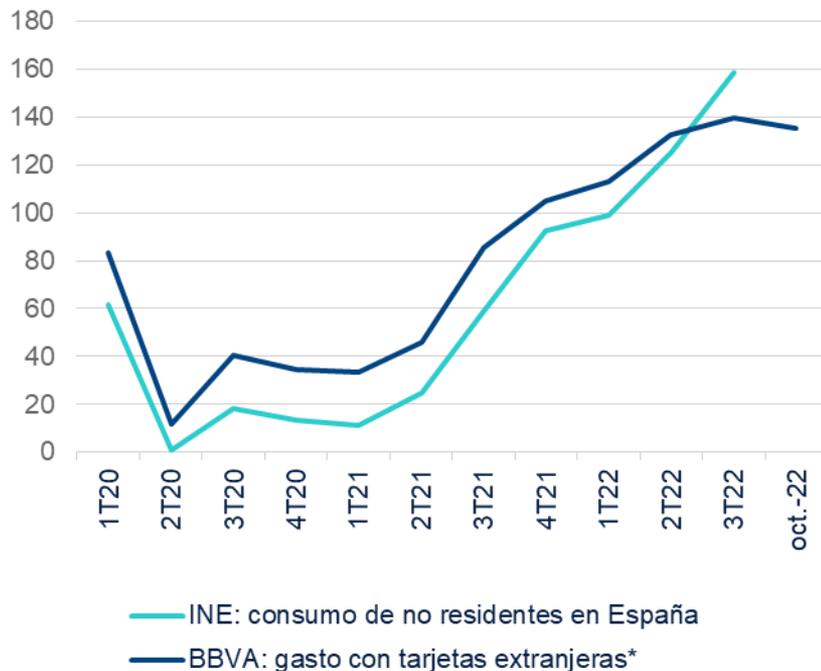


- Como consecuencia de la mejor evolución de la economía, se revisan al alza las previsiones de crecimiento en 2022 y 2023 (+0,2pp en cada año hasta el 4,6% y el 1,2% respectivamente), aunque **continúa siendo posible una contracción de la actividad durante los próximos meses.**
- La desaceleración de la actividad y la caída del PIB que se prevé para inicios del próximo año son resultado de la acción de distintos factores que **reducirán la contribución de la demanda externa y el consumo de los hogares respecto.**

## El crecimiento se desacelera: la atonía de la actividad en la eurozona moderará el avance de las exportaciones

### GASTO POR PARTE DE EXTRANJEROS EN ESPAÑA

(MISMO TRIMESTRE DE 2019=100)



- La entrada en recesión de la eurozona y el agotamiento de la recuperación en el sector turístico harán que la contribución al crecimiento de la demanda externa se vuelva negativa en 2023 y 2024.
- Es de esperar que la demanda de bienes y servicios españoles, proveniente del resto de Europa, se resienta.
- A esto hay que añadir el probable agotamiento del impulso que supuso la eliminación de las restricciones asociadas con la pandemia, que afectará negativamente al sector servicios.

(\*): Gasto con tarjetas emitidas por entidades extranjeras en TPV BBVA.

Fuente: BBVA Research a partir de BBVA e INE.

# El crecimiento se desacelera: el crecimiento en los precios y en los tipos limitará el aumento del consumo

## RENDA DISPONIBLE Y RIQUEZA DE LAS FAMILIAS

(DATOS CVEC DEFLACTADOS POR EL DEFLACTOR DEL CONSUMO. VARIACIÓN ENTRE SEP-21 Y MAR-23)

 RENTA BRUTA DISPONIBLE

-7,4

 RIQUEZA FINANCIERA NETA

-6,8

 RIQUEZA INMOBILIARIA

-2,6

## CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL CONSUMO DEL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS REALES\* (PP)



\*Tipo de interés del saldo vivo de crédito hipotecario deflactado por el deflactor del consumo privado.  
Fuente: BBVA Research.

# El crecimiento se desacelera: la incertidumbre continuará afectando al gasto de los hogares

## CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL CONSUMO DEL DETERIORO EN LA CONFIANZA DE LOS HOGARES\* (PP)



- El gasto de los hogares españoles se verá afectado por la mayor incertidumbre, el incremento de los precios, la desaceleración del empleo y el aumento en los tipos de interés.
- Esto repercutirá particularmente en el gasto a final de año y principios del siguiente. A todo lo anterior habrá que añadir la incertidumbre relacionada con el contexto geopolítico y con la política económica conforme avance el ciclo electoral.

\*Intenciones de compra de bienes duraderos durante los próximos doce meses.

Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea.

## La economía mejorará a medida que se disipen las incertidumbres actuales: la reducción en el precio de la energía será clave

### EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL GAS

(1T22 = 100)

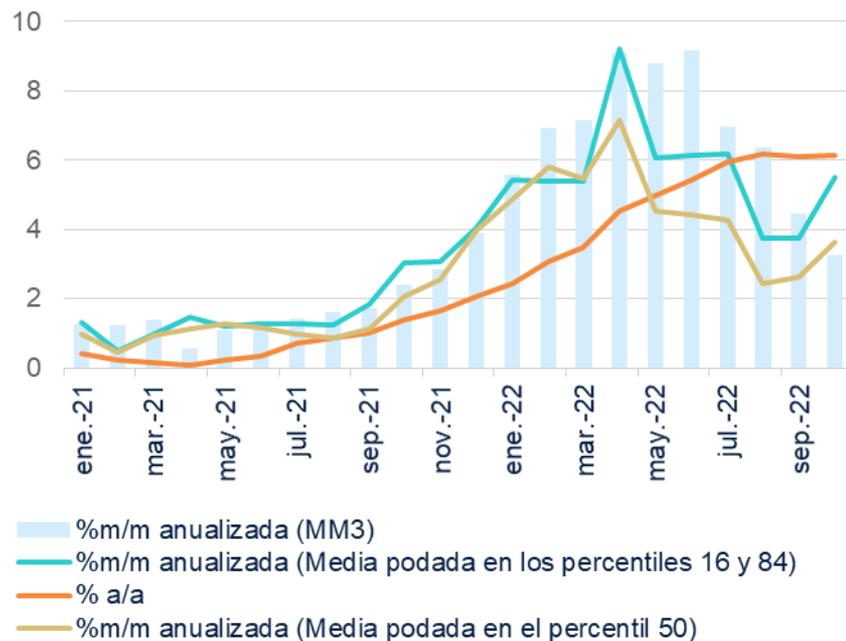


- El escenario de racionamiento del gas comienza a tener una probabilidad cada vez más baja. Se han diversificado los proveedores, acumulado inventarios y se ha reducido el consumo.
- El precio del gas ha revertido buena parte del aumento observado durante el segundo y tercer trimestre del año.
- El descenso del precio del gasto podría tener un **impacto positivo en el crecimiento** de la actividad de 0,1pp promedio anual en 2022 y 2023.

# La economía mejorará a medida que se disipen las incertidumbres actuales

## INDICADORES DE INFLACIÓN SUBYACENTE

(CRECIMIENTO INTERANUAL EN %)

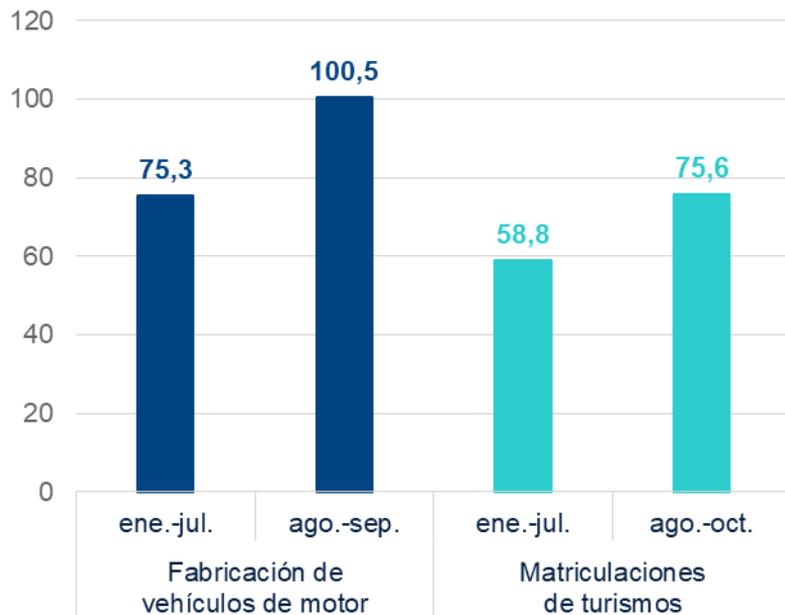


- La caída de la inflación continuará durante los próximos trimestres, aunque reducir la subyacente será más difícil. El descenso del precio del gas se suma a la disminución del coste del combustible y a que los cuellos de botella en las cadenas de producción van desapareciendo.
- La desaceleración de la demanda impactará en la formación de precios. Sectores particularmente afectados por el aumento en los tipos de interés, como vivienda y bienes duraderos, pueden mostrar ajustes algo más importantes. Asimismo, es de esperar que se revierta parte del aumento del valor de los servicios turísticos, en la medida en que el sector afronte un entorno menos favorable.

# La economía mejorará a medida que se disipen las incertidumbres actuales

## PRODUCCIÓN DE VEHÍCULOS DE MOTOR Y MATRICULACIONES DE AUTOMÓVILES EN 2022

(DATOS CVEC. 2019 = 100. PROMEDIO MENSUAL)



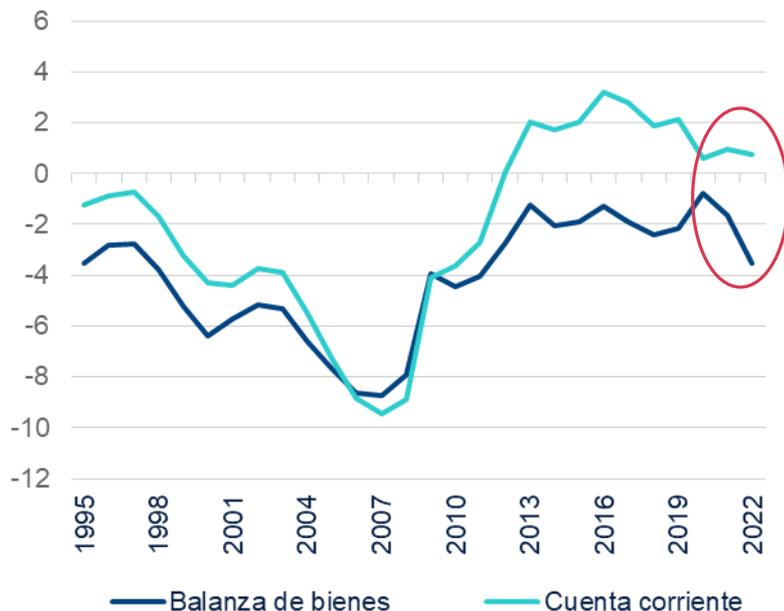
Fuente: BBVA Research a partir de INE e Ideauto.

- Desde 2019 la venta de coches ha sufrido una serie de eventos negativos, como cambios impositivos, incertidumbre regulatoria, dudas sobre la compra de vehículos eléctricos, la pandemia, el teletrabajo, y la competencia de modos alternativos de transporte.
- La mayor restricción para recuperar los niveles de negocio anteriores es la falta de disponibilidad de coches, a causa de los cuellos de botella que afectan a la provisión de ciertos insumos.
- Existe evidencia de una incipiente recuperación de la oferta, por lo que la demanda embalsada podría aflorar. Así, las ventas de automóviles podrían crecer entre un 10% y un 25% en 2023.

# La economía española se encuentra mejor preparada: no hay desequilibrios importantes que corregir

## SALDO DE LA BALANZA DE BIENES Y CUENTA CORRIENTE

(% DEL PIB)

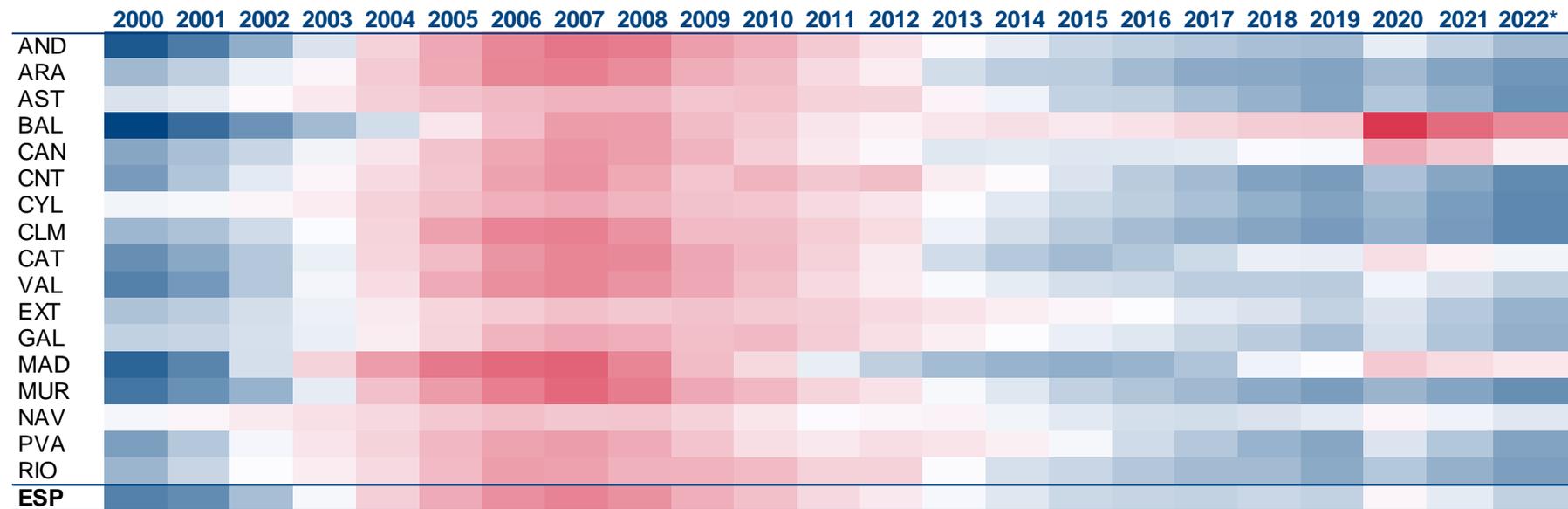


- Históricamente, la economía española ha entrado en crisis tras acumular desequilibrios que le han llevado a un aumento en el endeudamiento externo. Además, con cada episodio de incremento en el precio del petróleo, la cuenta corriente ha entrado en déficit.
- En esta ocasión, ha mantenido un excedente (1,0% del PIB en 2022) y continuado el proceso de desapalancamiento frente al resto del mundo, a pesar del deterioro de la balanza comercial bienes por el aumento en el coste de la energía importada.
- El comportamiento positivo de la cuenta corriente ha sido posible gracias la buena evolución del sector servicios, principalmente del turismo, y a la reducción del déficit público.

# La economía española se encuentra mejor preparada: no hay desequilibrios importantes que corregir

## RATIO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA SOBRE LA RENTA PER CÁPITA

(DESVIACIONES RESPECTO AL PROMEDIO 2000-2019)



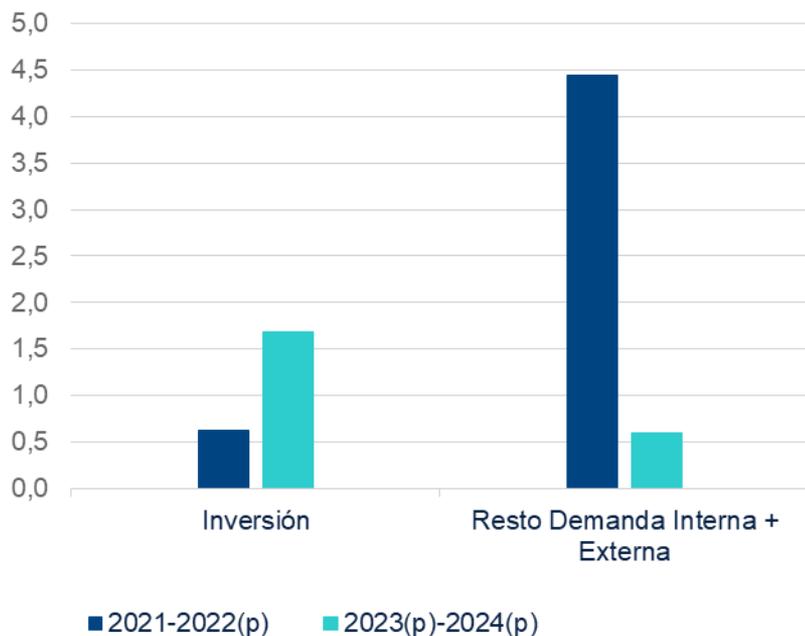
-3,6 +4,7

\*Datos hasta 3T22.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y MITMA.

## La política fiscal contribuirá a sostener a la inversión

### CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (PROMEDIO ANUAL.PP)

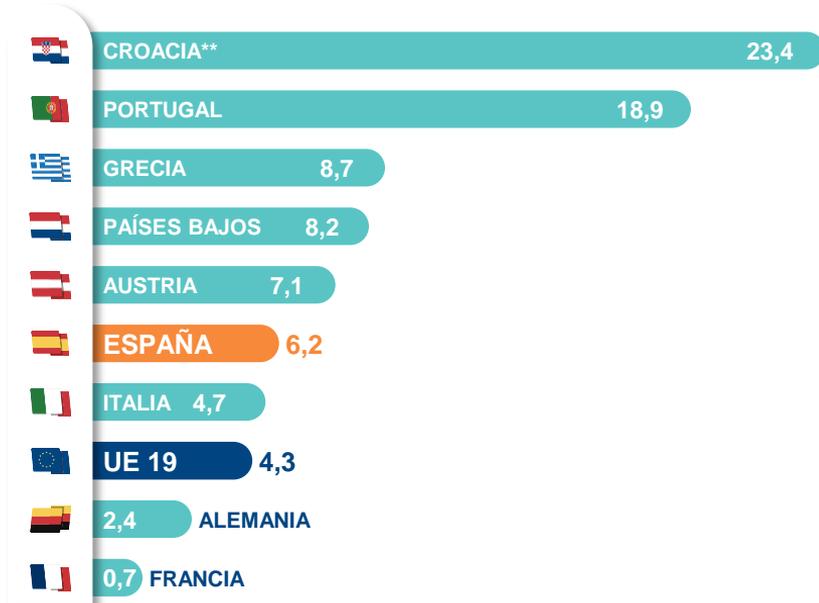


- La política fiscal será expansiva durante los próximos dos años, gracias a las transferencias recibidas de los fondos NextGenerationEU (NGEU). En ausencia del esfuerzo de inversión pública que se prevé para el siguiente año, la previsión sobre la evolución del PIB estaría más cerca de la contracción que de un moderado crecimiento.
- Durante los tres primeros trimestres del año, el Gobierno central ha autorizado (aprobado y puesto en marcha) programas de gasto vinculados al Plan de recuperación, transformación y resiliencia (PRTR) por importe de **21.557 millones de euros, un 75% del total** planificado para este año.

# Riesgo: preocupan las pérdidas de competitividad en el sector del turismo

## IPC ARMONIZADO DE ALOJAMIENTO

(DESVIACIÓN DEL PROMEDIO ENE22-OCT22 RESPECTO AL PROMEDIO DE LA TENDENCIA\* EN 2022)



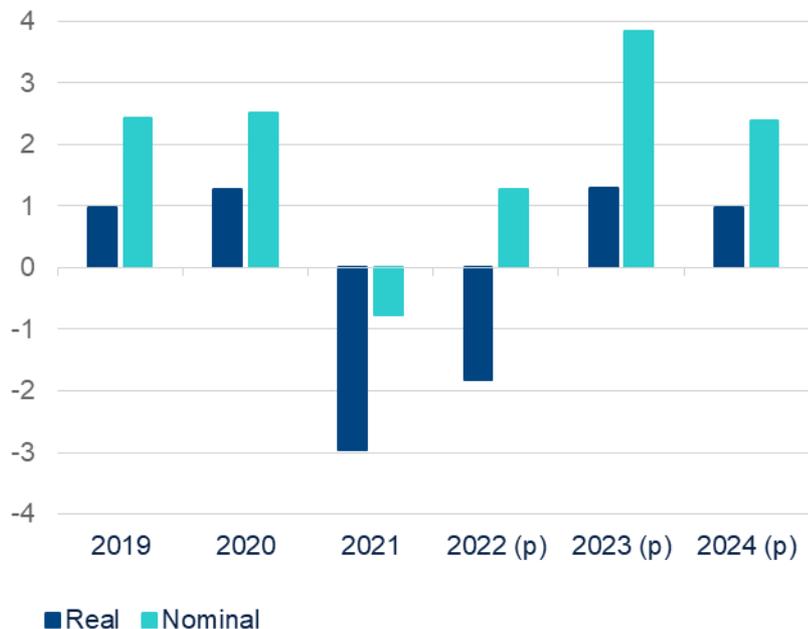
- Existen dudas sobre la evolución del sector turístico, dada la pérdida de competitividad registrada y el ajuste de la demanda por la caída de los ingresos de los hogares y los posibles cambios en los hábitos de consumo.
- Los precios de alojamiento estarían un 6% sobrevalorados en España. Otros destinos como Croacia (23%), Portugal (19%) o Grecia (9%) **mostrarían niveles de desviación respecto al equilibrio todavía mayores.**
- Hacia delante, el sector se enfrenta a un escenario en el que **los márgenes pueden experimentar un ajuste de intensidad incierta.**

(\*) Tendencia calculada usando datos desde ene-95, salvo para Grecia y Francia, desde ene-96, y para Croacia desde ene-98. (\*\*) Croacia tendencia lineal 2002-2022  
Fuente: BBVA Research a partir de Haver.

## Riesgo: salarios e inflación

### REMUNERACIÓN POR ASALARIADO

(VARIACIÓN INTERANUAL EN %)



- La inflación puede mantenerse elevada por el impacto que tenga la negociación colectiva durante los próximos meses.
- El avance en los precios es generalizado, lo que apunta a que las empresas están tratando de recuperar parte de la rentabilidad perdida. Los salarios aumentan a un ritmo superior al de años previos a la pandemia, aunque sin recuperar la capacidad de compra que tenían.
- La consolidación del pacto de rentas será clave para la evolución futura de la inflación. Si no hay un acuerdo y aceptación de la pérdida de poder adquisitivo por la inmensa mayoría, se podrían observar focos de tensión social.

## Riesgo: lentitud en la ejecución de los fondos NGEU

### LICITACIÓN OFICIAL FINANCIADA CON EL MRR

(MILLONES DE EUROS)



- Aunque la ejecución de los fondos del NGEU parece estar ganando tracción, su impacto todavía tardará en llegar a familias y empresas.
- A falta de una evaluación que permita conocer si ha habido fallos en el diseño de cómo se ejecutan los recursos, **es necesario tratar de mejorar la información que recibe el sector privado sobre todo el proceso.**
- En total, desde el comienzo del Plan en 2021 y hasta octubre de 2022\*, **se han licitado contratos por importe equivalente a más del 43% del total del gasto programado (52.646 millones de euros en 2021 y 2022), de los cuales casi un 32% se han adjudicado (entre ello, casi todo lo licitado en 2021).**

(\*) Para más detalle véase el informe [Seguimiento del Plan de Recuperación \(PRTR\). Noviembre 2022.](#)

Fuente: BBVA Research a partir de Plataforma de Contratación del Sector Público (PLACSP).

## Riesgo: asegurar la sostenibilidad fiscal con un sistema impositivo que no afecte al crecimiento y un gasto que cumpla con las expectativas

### DÉFICIT, INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS, EXCLUIDAS LAS AYUDAS AL SECTOR FINANCIERO (% DEL PIB)

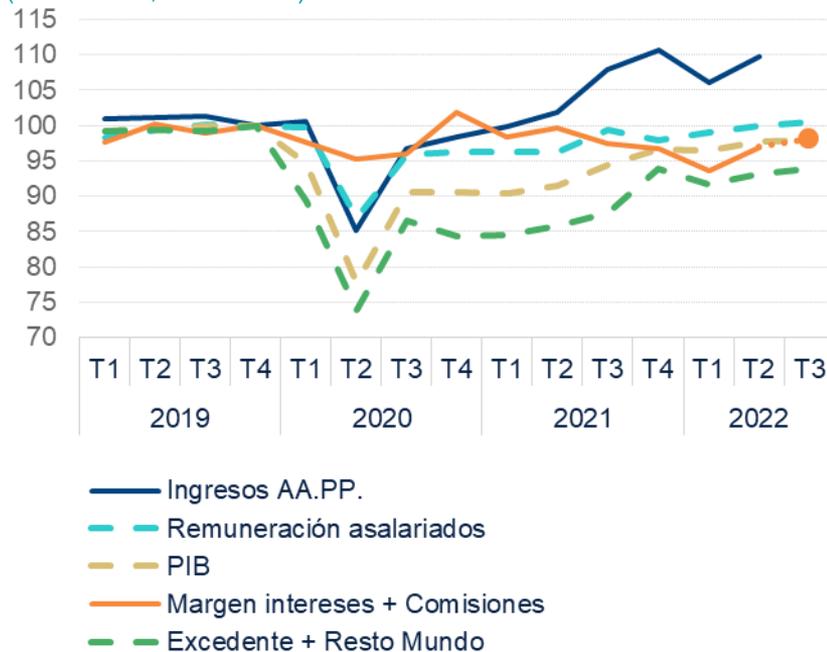
	2019	2022 (p)
 <b>DÉFICIT</b>	-2,9	-3,9
 <b>INGRESOS</b>	39,2	44,1
 <b>GASTOS</b>	42,1	48,1

- La ejecución presupuestaria hasta agosto apunta a un déficit público a final de año cerca del 4% del PIB, con sesgos al alza por las medidas recientes de gasto. El ajuste hacia niveles similares a los de 2019 se produce con 5pp más de ingresos y 6pp de gastos.
- Es necesario evaluar si la composición de los ingresos es eficiente; promueve el crecimiento; maximiza la recaudación; y cumple con los objetivos de redistribución y sostenibilidad.
- Es imprescindible que se examine el aumento del gasto y se determine si es consistente con la demanda de servicios públicos, la protección de colectivos vulnerables y el aumento en el precio de la energía.

## Es necesaria una reforma tributaria que reduzca distorsiones sobre el consumo y la inversión

### PIB, INGRESOS PÚBLICOS, MARGEN DE INTERESES Y COMISIONES Y RENTAS 2019-2022

(4T19 = 100, % DEL PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

- El establecimiento de un gravamen específico a la banca no considera que la rentabilidad del sector ha sido menor y más volátil que la del resto de la economía. En 2019, la rentabilidad media de los fondos propios de los bancos fue del 6,9% frente al 10,7% de las grandes empresas. En 2020, fue del -0,7%, frente al 7,2%; y en el 2T22 un 8%, frente al 12% proyectado para las empresas.
- Además, no está diseñado para captar los “beneficios extraordinarios”, sino el margen de intereses más las comisiones netas, sin tener en cuenta los costes operativos y el de nuevas exigencias regulatorias. Al cierre del 2T22, dicho margen no había recuperado el nivel previo a la pandemia (en términos reales), lo que pone en duda su excepcionalidad.

# Previsiones

# Previsiones

% a/a	2021	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)
<b>Gasto en consumo final nacional</b>	5,1	0,9	1,1	2,5
Consumo privado	6,0	2,0	0,9	2,8
Consumo público	2,9	-1,7	1,5	1,9
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	0,9	5,2	5,3	11,3
Equipo y maquinaria	6,3	6,1	4,2	11,2
Construcción	-3,7	4,1	4,9	12,0
Vivienda	-4,8	2,6	1,4	11,3
<b>Demanda interna*</b>	<b>5,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>4,3</b>
<b>Exportaciones</b>	14,4	17,3	-0,2	4,8
Exportaciones de bienes	10,6	1,9	3,0	5,7
Exportaciones de servicios	27,0	66,2	-6,5	3,0
Consumo final de no residentes en el territorio económico	77,0	184,9	-10,9	0,6
<b>Importaciones</b>	13,9	8,8	1,6	7,7
<b>Demanda externa*</b>	<b>0,3</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>
<b>PIB real pm</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>

\* Contribución al crecimiento del PIB.

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

# Previsiones

% a/a	2021	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	6,6	3,9	1,1	2,7
Empleo, EPA	3,0	3,3	1,1	2,8
Tasa de paro (% población activa)	14,8	12,8	12,8	11,3
IPC (media anual)	3,1	8,5	4,0	2,8
Deflactor del PIB	2,4	3,3	2,6	1,4
Déficit Público (% PIB)	-6,8	-3,9	-4,0	-3,0

(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](http://www.bbvarresearch.com).

# Situación España

Diciembre 2022