

# Situación España

Marzo 2023



# Situación y perspectivas de la economía española

Marzo 2023

La economía española continúa resistiendo mejor de lo que se preveía, aunque la persistencia de la inflación y la expectativa de mayores tipos de interés empeoran el escenario de crecimiento para el siguiente año. El PIB podría avanzar un 1,6% en 2023, 0,4 puntos porcentuales (pp) más que lo esperado en diciembre del año pasado, reduciendo la probabilidad de una contracción asociada a los efectos negativos de la crisis de Ucrania. Tanto la economía europea como la española se han mostrado resilientes ante las tensiones en el mercado del gas y el incremento en el precio de la energía. En parte, como consecuencia de ello, ahora se espera que los precios de estos bienes caigan antes de lo esperado. Asimismo, los cuellos de botella que han afectado a las cadenas de valor a nivel mundial van desapareciendo, normalizando la producción en sectores clave. A esto se añade la mejora en las previsiones de crecimiento para las principales economías del entorno global. A nivel doméstico, el uso del ahorro acumulado durante la pandemia y el impacto de algunas políticas públicas estarían ayudando a sostener la demanda interna. A pesar de lo anterior, se revisa a la baja la previsión de crecimiento para 2024, desde el 3,4% al 2,6% dada la expectativa de una política monetaria más restrictiva. La fortaleza de la actividad explica, en parte, que la inflación no haya caído más. Como resultado, el BCE tendrá que elevar los tipos de interés, como mínimo, hasta el 4%, 125 puntos básicos más de lo que BBVA Research preveía el pasado mes de diciembre y el sesgo es a que se pueda necesitar una restricción adicional de aquí al verano. Por último, algunas medidas recientes pueden ralentizar el crecimiento de la inversión privada en un año en que las elecciones incrementarán la incertidumbre sobre la política económica.

Lejos de mostrar una contracción, como se esperaba hace tres meses, el PIB podría aumentar en el primer trimestre del año entre el 0,3% y el 0,5% (0,2% en el 4T22). Un mayor ritmo de crecimiento trimestral que el del último trimestre de 2022 es lo que se puede inferir tanto de las cifras de actividad como de confianza registradas durante el inicio de 2023. Con datos hasta febrero, se estima que la afiliación a la Seguridad Social podría estar avanzando a un ritmo del 0,8% en el primer trimestre del año frente al 0,4% en el 4T22. A esta fortaleza del empleo se une la mejora observada en las encuestas realizadas a las empresas, como la reflejada por los índices PMI, que muestran una recuperación en el inicio de 2023 respecto a los niveles mínimos observados a finales de 2022.

El principal factor que explica la mejor evolución del PIB es la capacidad de la economía europea para evitar escenarios de restricciones en el uso de energía y la disminución en el coste para generarla. Aunque el incremento en el precio de la electricidad ha tenido un impacto negativo sobre la industria europea los efectos no han sido tan intensos como se preveía. Por un lado, se ha logrado importar gas desde fuentes alternativas a Rusia, en parte gracias a la inesperada reducción de la demanda china, afectada por las restricciones relacionadas con la COVID. Por otro, se ha incrementado la generación de electricidad proveniente de tecnologías alternativas. Además, unas temperaturas algo mayores de lo habitual en invierno han permitido reducir la demanda de calefacción. Finalmente, se ha hecho un esfuerzo importante por mejorar la eficiencia energética, tanto por parte de los hogares como de las empresas. Todo esto ha permitido que la incertidumbre sobre la disponibilidad de electricidad y gas en Europa disminuya considerablemente.<sup>1</sup>

1: Para más detalles sobre los factores detrás de la acumulación de inventarios de gas en Europa, véase BBVA Research (2023): Gas Natural: Objetivo Invierno 2024. BBVA Research, 27 de febrero de 2023. Disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/europa-gas-natural-objetivo-invierno-2024/>.

**Se espera que esta resiliencia continúe y que, en el escenario más probable, el PIB crezca un 1,6% en 2023, gracias también a un entorno global algo más favorable.** Los datos más recientes apuntan a que la economía de la UEM solo se habría estancado en el 4T, a pesar de los datos negativos de Alemania. Tomando esto en consideración, se prevé que el PIB de la eurozona aumente, en promedio, un 0,6% en 2023, frente a la caída de 0,1% que se apuntaba hace tres meses. BBVA Research estima que cada punto porcentual de mejora en las expectativas de crecimiento del PIB de la UEM se traslada en la misma proporción al PIB de España. Por su parte, China ha dejado atrás el confinamiento y la actividad parece recuperarse con fuerza, lo que hace ahora más probable que su PIB avance por encima del 5%. El país asiático se ha convertido en uno de los principales socios comerciales de España, por lo que su mayor expansión puede suponer una buena noticia, particularmente para sectores como los de la alimentación y la automoción. En EE. UU. también se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,8%. Todo lo anterior debería dar soporte directo a la actividad de las empresas enfocadas en el comercio exterior e indirecto al resto de la economía.

**La desaparición de los cuellos de botella es otro de los factores que ayudarán a que la economía continúe mostrando tasas de crecimiento positivas.** La disponibilidad de contenedores ha mejorado considerablemente, junto con la reducción de los tiempos de entrega y los costes de transporte. Las empresas comienzan a acumular inventarios y, como resultado, las cadenas de valor se normalizan. Uno de los sectores donde esto es más evidente es el del automóvil. Entre enero y julio del pasado año, la producción del sector fue un 22% menor que en el mismo período de 2019. Esta situación implicó que se vendieran un 40% menos de turismos que en los siete primeros meses de 2019. Sin embargo, desde entonces se observa un punto de inflexión: entre agosto de 2022 y enero de 2023 la industria manufacturó sólo un 8% menos que en los mismos meses de 2019 y la brecha en automóviles vendidos disminuyó al 27%. Esta mejora estaría en línea con las estimaciones de BBVA Research, que apuntan a que un 50% de la caída en la venta de automóviles se explica por la falta de disponibilidad de turismos.<sup>2</sup> Otros sectores, como el aeronáutico, también comienzan a beneficiarse de la mayor disponibilidad de bienes intermedios y los de construcción naval o de otro material de transporte deberían hacerlo pronto.

**Hay una reversión parcial del deterioro en los términos de intercambio que mejora las perspectivas a corto plazo.** En particular, los futuros descuentan hoy precios del gas entre un 40% y un 50% inferiores para 2023 y 2024 a los que se preveían hace apenas tres meses. El barril de petróleo cotiza hasta un 40% por debajo de los niveles máximos observados en 2022. A esto hay que añadir la apreciación del euro frente al dólar observada durante los últimos meses que abarata el coste de las importaciones. Aunque el precio de la electricidad generada con gas se mantiene en niveles históricamente elevados, la mayor certidumbre sobre el suministro y la expectativa de mantenimiento o, incluso, descenso de los costes en los próximos meses debería añadir hasta 0,6 pp al crecimiento del PIB en 2023. Esto debería acotar el impacto negativo sobre la industria, en particular la más intensiva en el uso de energía y, en la medida en que la reducción de los precios continúe en 2024, apoyar una recuperación en estos sectores durante el próximo año.

**Hay factores idiosincráticos que parecen estar contribuyendo a que España muestre un mejor crecimiento que el del resto de la eurozona.** Evidentemente, la mayor caída del PIB durante la pandemia y la fuerte recuperación del sector servicios (principalmente, del turismo) tras el confinamiento explican buena parte del diferencial positivo. Sin embargo, España también ha continuado mostrando una evolución particularmente favorable del sector exportador. Según los datos de Balanza Comercial, las exportaciones de bienes se situaron un 5% por encima del nivel de hace tres años. Por su parte, el INE sitúa las ventas totales al exterior un 7% por encima de los valores de 2019, mientras que ni el PIB, el consumo privado o la inversión habrían podido recuperar las cifras anteriores a 2020. Las empresas españolas han podido ganar competitividad desde el inicio de la pandemia gracias a que tanto los márgenes empresariales como los costes laborales unitarios han crecido menos

2: Véase BBVA Research (2022): Situación Consumo. Segundo semestre de 2022. BBVA Research, octubre de 2022. Disponible en: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/espana-situacion-consumo-segundo-semester-2022/>

que en el conjunto de la Eurozona. Hasta el tercer trimestre de 2022, el deflactor del PIB (el precio de lo que se produce a nivel doméstico) habría aumentado en España desde 2019 casi medio punto menos, en promedio anual, que en la UEM. Alrededor de un 60% de este diferencial estaría explicado por una menor aportación de los márgenes al crecimiento de los precios. Esta evolución contribuiría a explicar por qué el país mantiene un saldo de cuenta corriente positivo, a pesar de la caída del sector servicios durante la pandemia, del mayor déficit público y del encarecimiento del combustible en el último año. De hecho, BBVA Research estima que el saldo estructural de la cuenta corriente fue positivo en 2022 e igual a 0,5% del PIB.<sup>3</sup>

**Otras industrias han tomado el relevo de aquellas afectadas por los altos precios del combustible, del gas y de la electricidad, aprovechando los cambios en la demanda que ha traído la pandemia y la transición energética.** Pase a los malos augurios, el índice de producción industrial en España aumentó casi un 3%, en promedio anual, durante 2022. Una de las razones es el constante crecimiento de las empresas que producen artículos que han incrementado su participación en la cesta de los hogares como consecuencia de la COVID. Aquí podemos encontrar desde productos farmacéuticos, pasando por equipo médico y terminando con artículos de limpieza. Por otro lado, el desconfinamiento ha permitido la recuperación de sectores particularmente afectados por las restricciones, la falta de celebraciones y el teletrabajo, como el textil, el calzado, la joyería o el de las bebidas. Asimismo, la digitalización del comercio continúa apoyando la evolución de empresas asociadas a la distribución. La necesidad de ganar competitividad y continuar con la automatización de procesos se traslada a un crecimiento significativo de la producción de maquinaria y equipo. Finalmente, el avance de la electrificación, así como el menor coste de las energías renovables, están impulsando la oferta generada con insumos nacionales y la elaboración de motores y generadores de energía.

**El ahorro acumulado durante la pandemia comienza a absorberse.** Ante el incremento de la inflación y de los tipos de interés, las familias han empezado a utilizar el exceso de recursos que acumularon en el confinamiento. Esto ha permitido que, ante un incremento en los tipos de interés, los hogares hayan adelantado decisiones de compra de vivienda, el pago de parte de su deuda o la renegociación de esta a términos más favorables. Por ejemplo, se estima que las amortizaciones de hipotecas habrían aumentado desde los 4.500 millones de euros, en promedio por mes, entre mayo y diciembre de 2021 al entorno de los 6.000 millones en el mismo período de 2022. Este comportamiento está limitando, al menos temporalmente, el impacto negativo de una política monetaria más restrictiva. Por otro lado, se estima que la tasa de ahorro podría haber bajado hasta el 7,5% de la renta bruta disponible de las familias en 2022, considerablemente por debajo del nivel alcanzado en 2020 (18,1%) e inferior al de 2019 (8,5%). Los hogares parecen aceptar tasas de ahorro más bajas, con tal de mantener el consumo, probablemente tirando del exceso de riqueza acumulado durante la pandemia.

**Algunas políticas públicas podrían estar ayudando a sostener la demanda interna.** En primer lugar, se estima que, entre subvenciones y licitaciones aprobadas, podrían haber llegado a la economía real, en 2022, unos 13 mil millones de euros relacionados con los fondos Next Generation EU (NGEU). Las cifras conocidas para el comienzo de 2023 son alentadoras y podrían adelantar que durante este año se logren ejecutar entre 15 y 20 mil millones de euros. A su vez, las comunidades autónomas se estarían beneficiando de la liquidez que han supuesto las transferencias realizadas por el Gobierno para financiar estos gastos, sobre todo en un entorno en el que los tipos de interés aumentan. En segundo lugar, el incremento de las pensiones y del Salario Mínimo Interprofesional (SMI), en línea con la inflación promedio de 2022, habría tenido un impacto positivo sobre el consumo privado, sobre todo de los hogares con renta más baja dentro de los colectivos beneficiados. A esto hay que añadir el impacto que pueda tener la aportación de 200 euros a familias de bajos ingresos para hacer frente al aumento en el precio de los alimentos. También hay que mencionar la extensión de las reducciones impositivas

3: Para detalles sobre la metodología de estimación véase BBVA Research (2013): Spain: An analysis of the performance and the determinants of the current account in Spain. BBVA Research, noviembre de 2013. Disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/spain-economic-watch-an-analysis-of-the-performance-and-the-determinants-of-the-current-account-in-spain/>

para contener el alza en el coste de la electricidad y de los alimentos, aunque su carácter generalizado y regresivo genera dudas sobre la eficiencia de la medida. Finalmente, la reforma laboral habría reducido la volatilidad del empleo, al incrementar el coste de la contratación y reducir la temporalidad. Más aún, por el momento, no se percibe que haya habido coste alguno en términos de horas trabajadas.<sup>4</sup> Asimismo, es de esperar un incremento en la productividad a medio plazo por la mayor inversión en capital humano que harán las empresas y los trabajadores gracias a la mayor estabilidad en las relaciones contractuales.

**Sin embargo, se han observado varios cambios en el escenario que apuntan hacia una recuperación a medio plazo menos intensa y que explican la revisión a la baja en la previsión de crecimiento para 2024 desde el 3,6 al 2,8%.** Aunque la inflación total desciende, lo hace principalmente por la evolución del precio de un número reducido de bienes. La caída observada durante los últimos meses tiene que ver con la disminución en el precio del gas y del combustible. La subyacente, que incluye más del 80% de la cesta de consumo de las familias, continúa aumentando y se encuentra en niveles elevados (alrededor del 7%). Esto implica que la pérdida de poder adquisitivo es generalizada y que, dada la persistencia que suelen mostrar los crecimientos de los precios en el sector servicios, reducir la inflación hasta el 2% será difícil y llevará tiempo. Esto es lo que muestran indicadores que adelantan la evolución de los precios, como el porcentaje de bienes y servicios cuya inflación mensual anualizada es menor o igual al 2% (25%, en mínimos desde el inicio de la pandemia) o superior al 10% (32%, en máximos). Esta evolución apunta a que las empresas han comenzado a trasladar a precios finales una parte del incremento en costes. Lo anterior es, en buena medida, consecuencia de la resiliencia que muestra la demanda interna gracias al uso del ahorro acumulado en la pandemia, del incremento en el ingreso de los jubilados y de los perceptores del SMI que conserven su empleo. Más aún, esto puede perdurar en un entorno donde la tasa de paro se encuentra en niveles que no se veían desde hace casi 15 años, y en el que los costes laborales pueden acelerarse. En ausencia de reducciones adicionales en el coste de la energía, se espera que, aunque la inflación total caiga hasta niveles en promedio alrededor del 4% este año, la subyacente se mantenga entre el 5 y el 6%, para que ambas se sitúen en el 3% el siguiente año.

**Se prevé que el BCE continúe aumentando el coste de financiación, al menos, hasta el 4%-4.25%.** Esto implica entre 125 y 150 puntos básicos más que lo que se esperaba en diciembre toda vez que la dinámica de la inflación está siendo más persistente de lo esperado. En cualquier caso, los efectos de la política monetaria sobre la economía española comienzan ya a verse. Por ejemplo, la venta de viviendas ha pasado de mantenerse, en promedio, alrededor de las 63 mil unidades por mes en el primer semestre del año a caer hasta las 58 mil unidades en el segundo. De igual manera, el número de hipotecas ha pasado de un promedio por mes superior a las 31 mil en los primeros seis meses de 2022 a alrededor de 28 mil en la parte posterior del año. Esto, junto con las amortizaciones antes mencionadas, ha hecho que el saldo hipotecario haya vuelto a caer. Lo mismo ha sucedido con la financiación a las empresas no financieras, a pesar de que la inflación se situó en promedio en el 8%, de que los costes de producción probablemente aumentaron más que eso y de que hay de por medio un plan de inversión pública de magnitudes no vistas en los últimos años. De hecho, las nuevas operaciones de crédito a empresas a plazos superiores a los cinco años caen un 5,5%. Hacia delante, la sorpresa al alza de los tipos de interés puede redundar en que la economía deje de avanzar más de un punto porcentual en 2023 y 2024, afectada por las repercusiones negativas sobre el consumo y la inversión del sector privado.

**El colchón que se había construido durante la pandemia se habría reducido drásticamente, limitando potencialmente el avance a futuro de la demanda interna.** Hasta el tercer trimestre de 2022, la riqueza financiera neta de los hogares en términos reales habría descendido casi un 9% respecto al mismo período de 2021, cuando se encontraba cerca de su máximo histórico. Una parte de la reducción observada en la riqueza

4: Véase BBVA Research (2023): Relación entre horas trabajadas y tipo de contrato: ¿ha cambiado tras la reforma laboral?. BBVA Research, febrero de 2023. Disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/espana-relacion-entre-horas-trabajadas-y-tipo-de-contrato-ha-cambiado-tras-la-reforma/>

tiene que ver con el incremento del consumo en el período de desconfiamiento. En diciembre, el Instituto Nacional de Estadística revisó al alza el gasto de los hogares residentes en España en aproximadamente 20 mil millones. Por otro lado, los hogares han decidido convertir parte de su liquidez en riqueza inmobiliaria dada la mayor rentabilidad que presenta el sector (esta riqueza es más difícil de transformar rápidamente en consumo). Más allá del incremento en el gasto, el mayor causante de la caída en la riqueza de los hogares en términos reales fue la inflación. Los precios aumentaron un 8,5% en promedio al año anterior, disminuyendo considerablemente el poder adquisitivo de los ahorros de los españoles. Esto puede haber hecho que lo que en un momento se percibía como un excedente inesperado de recursos, ahora se pueda percibir como algo inconsistente con lo necesario para complementar los ingresos laborales, hacer frente a emergencias o, incluso, garantizar una jubilación adecuada.

**Conforme el SMI converge al 60% del salario medio, habrá que monitorizar los posibles efectos sobre el empleo y la competitividad de ciertos sectores y empresas.** Con el incremento aprobado para 2023 (8%), se estima que el porcentaje de asalariados cuyo contrato está ligado al SMI podría sobrepasar el 12% en el conjunto de España. Sin embargo, en algunas regiones del país, como Canarias, podría superar el 20%. A esos niveles es probable que el aumento en los costes salariales comience a ser significativo para las empresas menos productivas y en los sectores donde la proporción de trabajadores cobrando el salario mínimo es mayor. Esto puede llevar a mayores presiones sobre la inflación, pérdidas de competitividad y, eventualmente, menor creación de empleo. Dependiendo de qué tan cerca se esté de este umbral, el impacto en la creación de empleo del aumento del SMI podría fluctuar entre un 2 décimas y 1,2 puntos menos de crecimiento en 2023. Los beneficios de incrementar el SMI tendrán que ser contrastados con estos costes. Por eso es tan importante que se haga un seguimiento de los efectos de esta medida, que dé paso a una evaluación y posterior elaboración de un plan que permita ayudar a aquellos colectivos que puedan verse perjudicados. Las decisiones sobre el SMI deberían satisfacer tres principios. Primero, ser el resultado de un acuerdo tripartito entre sindicatos, organizaciones empresariales y Gobierno, este último al ser responsable de las políticas activas de empleo y de otras medidas de rentas, como los complementos salariales. Segundo, ser predecibles. En la medida de lo posible, es preferible negociar una senda plurianual que reduzca la incertidumbre. Y tercero, ser diseñadas y evaluadas continuamente por una comisión independiente similar a la de algunos países europeos.

**La inflación continuará siendo uno de los principales riesgos sobre la actividad económica.** Si bien es cierto que ni el PIB, ni el consumo privado, ni la inversión han regresado a los niveles observados antes de la pandemia, otros indicadores parecen apuntar a que las presiones de demanda son fuertes y explican, en parte, la reciente evolución de la inflación. El empleo ha sobrepasado cómodamente los niveles anteriores a la pandemia. La tasa de paro y las vacantes sin ocupar apuntan a un mercado laboral tenso, donde es difícil encontrar mano de obra de manera rápida. A pesar de su desaceleración, la venta de viviendas y el número de trabajadores en el sector de la construcción mostraron en 2022 niveles considerablemente superiores a los observados en 2019. Si bien es cierto que algunos de los factores de oferta que han hecho que los precios se incrementen podrían revertir durante los próximos dos años (cuellos de botella, sequía), la resistencia de la demanda ralentizará el proceso de desinflación.

**El pacto de rentas alcanzado de manera implícita por los agentes sociales corre el riesgo de romperse y, con ello, contribuir al aumento de la inflación.** El incremento de los márgenes durante buena parte de 2022 es una muestra de que la demanda se mantiene fuerte. En todo caso, los niveles apenas alcanzan los observados en 2019. Aunque los salarios reales cayeron el año anterior, en 2020 lo hicieron considerablemente menos que los márgenes, mientras que se recuperaron en 2021. Por su parte, el empleo ha seguido aumentando durante estos tres años. Esto apunta a que el coste de la crisis que se inició hace tres años se ha repartido de forma relativamente equilibrada si bien con secuencias temporales diferentes. Hacia delante, sindicatos y organizaciones empresariales deben tratar de llegar a un acuerdo que limite el futuro crecimiento de los precios. Esto pasará por reconocer que, al menos a corto plazo, no se recuperará buena parte de lo perdido durante los años anteriores.

De no producirse esto, se corre el riesgo de perder la competitividad ganada durante tantos años de sacrificio y que sigue dando frutos en el desempeño del sector exterior de la economía española. Por otro lado, si España es uno más de los países que contribuyen a que la inflación se mantenga elevada, el BCE reaccionará con una política que lleve a una desaceleración intensa de la actividad económica.

**La política fiscal debe contribuir a la reducción de la inflación, en un entorno donde la tasa de paro es baja, los fondos del NGEU apoyarán la evolución de la inversión, existen dudas sobre la sostenibilidad de los ingresos y el déficit continúa siendo elevado.** El desequilibrio en las cuentas públicas (alrededor del 4% del PIB) parece excesivamente elevado dada la evolución reciente de los ingresos públicos (43,9% del PIB en 2022, el máximo histórico), el descenso de la tasa de paro (12,9% en 2022, en mínimos desde 2008) y el nivel de deuda de las administraciones (113,1% del PIB, 20 pp por encima del promedio de la UEM en el tercer trimestre de 2022). Además, la acumulación de capital y el cambio de modelo productivo tendrán el sostén de las transferencias provenientes de la Unión Europea. A esto hay que añadir que durante el siguiente año, las reglas fiscales volverán a aplicarse. Si no se aprovecha esta oportunidad para continuar reduciendo el déficit fiscal, el ajuste que se deba hacer el siguiente año puede tener repercusiones más negativas que si se realiza de manera prolongada en el tiempo. Además, la corrección del desequilibrio de las cuentas públicas puede ayudar a contener la inflación.

**En algunos de los ciclos electorales previos, la incertidumbre sobre la política económica aumentó.** Por el momento, la prima de riesgo que paga el Gobierno de España por financiarse en los mercados internacionales se mantiene estable. Esto es el resultado del cumplimiento de los compromisos adquiridos con el resto de Europa y que han llevado a la aprobación de distintas reformas, como la laboral. En todo caso, también es consecuencia de la acción del BCE y de su deseo en años anteriores de mantener condiciones laxas, que facilitarían la recuperación de manera homogénea en el conjunto de la eurozona y la ausencia de fragmentación que haría la gestión de la política monetaria más complicada. En un contexto en el que el BCE comienza a marcar el paso de salida hacia la reducción de su balance, las medidas que den seguridad a los inversores sobre la sostenibilidad a medio plazo de las cuentas públicas serán clave. Por lo tanto, es necesario aprobar una reforma del sistema de pensiones consensuada que garantice su permanencia en el tiempo. También es importante que los cambios que se acuerden aseguren la sostenibilidad del sistema y que, al mismo tiempo, se den pasos para que hogares y empresas tomen decisiones que permitan que los recursos en la jubilación sean suficientes. Finalmente, es necesario impulsar un consenso que incluya los puntos mínimos comunes para generar un acuerdo en torno al futuro del sistema impositivo, de la educación, del marco regulatorio sobre sectores clave que incentive la inversión para promover la sostenibilidad social y medioambiental, además del acceso a la financiación.

# Tablas

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

	2020	2021	2022	2023	2024
EE. UU.	-2,8	3,7	2,1	0,8	1,8
Eurozona	-6,3	5,3	3,5	0,6	1,6
China	2,2	8,5	3,0	5,2	5,0
Mundo	-2,8	6,3	3,3	2,4	3,3

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

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2023.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2020	2021	2022	2023	2024
EE. UU.	1,2	4,7	8,0	4,0	2,7
Eurozona	0,3	2,6	8,4	4,8	2,3
China	2,5	0,9	2,0	2,5	2,0
Mundo	3,6	5,1	9,2	7,1	5,0

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

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2023.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2020	2021	2022	2023	2024
EE. UU.	0,90	1,44	2,95	3,88	3,89
Alemania	-0,48	-0,31	1,18	2,65	2,72

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2023.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2020	2021	2022	2023	2024
EUR-USD	0,88	0,84	0,95	0,93	0,88
USD-EUR	1,14	1,18	1,05	1,08	1,14
CNY-USD	6,91	6,45	6,73	6,66	6,68

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2023.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2020	2021	2022	2023	2024
EE. UU.	0,25	0,25	4,50	5,25	3,75
Eurozona	0,00	0,00	2,50	4,00	3,75
China	4,35	4,35	4,35	3,65	3,65

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2023.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>-6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>3,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>
Consumo privado	-7,8	3,7	4,0	0,2	1,7
Consumo público	1,0	4,3	1,3	1,0	0,4
Formación bruta de capital fijo	-6,5	3,7	3,4	-0,2	3,1
Inventarios (*)	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>-5,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	-9,2	10,4	7,3	2,3	3,4
Importaciones (bienes y servicios)	-8,7	8,2	7,6	1,6	3,7
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>
<b>Precios</b>					
IPC	0,3	2,6	8,4	4,8	2,3
IPC subyacente	0,7	1,5	3,9	4,1	2,6
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	-1,5	1,4	2,2	0,2	0,2
Tasa desempleo (% población activa)	8,0	7,7	6,7	7,1	7,2
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-7,0	-5,1	-3,3	-3,7	-3,0
Deuda (% PIB)	97,0	95,4	92,8	92,5	93,0
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,6	2,3	-0,8	0,8	1,2

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2023.

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

Fuente: BBVA Research.

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

(Promedio anual, %)	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Actividad</b>					
<b>PIB real</b>	<b>-11,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>
Consumo privado	-12,2	6,0	4,3	1,0	2,8
Consumo público	3,5	2,9	-0,9	2,0	2,4
Formación Bruta de Capital Fijo	-9,7	0,9	4,3	3,0	10,5
Equipo y Maquinaria	-13,3	6,3	3,8	0,9	9,9
Construcción	-10,2	-3,7	4,2	3,3	11,1
Vivienda	-11,4	-4,8	2,7	0,9	10,6
<b>Demanda Interna (contribución al crecimiento)</b>	<b>-9,1</b>	<b>5,2</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>4,2</b>
Exportaciones	-19,9	14,4	14,9	3,2	5,3
Importaciones	-14,9	13,9	7,7	3,8	9,4
<b>Demanda Externa (contribución al crecimiento)</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,6</b>
PIB nominal	-10,2	7,9	10,1	6,9	5,6
(Miles de millones de euros)	1118,0	1206,8	1328,9	1420,6	1500,1
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	-2,9	3,0	3,1	1,2	2,2
Tasa de paro (% población activa)	15,5	14,8	12,9	12,6	11,5
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-6,8	6,6	3,8	1,1	1,7
Productividad aparente del factor trabajo	-4,5	-1,1	1,7	0,5	0,9
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	-0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
IPC (fin de periodo)	-0,5	5,8	5,7	4,4	2,6
Deflactor del PIB	1,1	2,4	4,6	5,2	3,0
Remuneración por asalariado	2,5	-0,8	2,0	4,7	4,2
Coste laboral unitario	7,0	0,3	0,3	4,2	3,3
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	0,4	0,9	0,8	0,4	-1,3
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	120,4	118,3	111,3	108,0	105,6
Saldo AA.PP. (% PIB)*	-9,9	-6,8	-3,9	-3,9	-3,3
<b>Hogares</b>					
Renta bruta disponible	-2,0	3,1	4,1	6,4	5,7
Tasa de ahorro (% renta bruta disponible)	17,6	13,7	7,2	9,0	8,5

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2023.

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

Fuente: BBVA Research.

## AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25  
[bbvarresearch@bbva.com](mailto:bbvarresearch@bbva.com) [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)