

**Análisis Regional España**

# Todas las expansiones mueren, sólo hay que darles tiempo

Expansión (España)

**Miguel Cardoso**

Las que fueron buenas noticias pueden convertirse en malas. La resistencia mostrada por la demanda interna durante los últimos meses estaría detrás de una parte del reciente aumento de la inflación. En consecuencia, se comenzaron a descontar mayores subidas en los tipos de interés. La pérdida de poder adquisitivo, junto con el crecimiento de la carga financiera y la volatilidad en los mercados, pueden llevar a que, en lugar de una recesión moderada y puntual, se observe un período prolongado de bajo crecimiento.

Los indicadores conocidos hasta la primera quincena de marzo apuntan a que lejos de mostrar una contracción, el PIB en España podría aumentar en el 1T23 entre el 0,3% y el 0,5% (0,2% en el 4T22). Mientras que la afiliación a la Seguridad Social estaría avanzando a un ritmo del 0,9% en el 1T23 frente al 0,4% en el 4T22, las encuestas muestran una mejora de la confianza de las empresas, como la reflejada por los índices PMI.

Esta resiliencia de la demanda interna se debe al uso del ahorro acumulado en la pandemia, al incremento en el ingreso tanto de los jubilados como de los perceptores del SMI y del IMV, y al impacto que está teniendo la aceleración de la ejecución de los fondos NGEU. Adicionalmente, hay que considerar que la política monetaria impacta con retraso en la economía, por lo que sólo una parte de sus efectos se ha dejado sentir hasta el momento.

Sin embargo, la fortaleza de la demanda ha tenido un efecto negativo: el deterioro en las perspectivas de la evolución de los precios. Aunque la inflación total desciende, lo hace por el comportamiento 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 (7,6% en febrero).

Más aún, la tendencia apunta a que la inflación seguirá elevada durante los próximos meses. Lo muestran los indicadores que anticipan la evolución de los precios, como el porcentaje de bienes y servicios cuya inflación mensual anualizada es menor o igual al 2%, que se sitúa en el 25%, cuando lo normal es que esté alrededor del 60%. Asimismo, el peso de los bienes que han presentado incrementos de precios por tres meses seguidos alcanza ya el 40%, el doble de lo normalmente observado.

Este contexto de moderado crecimiento de la actividad y elevada inflación puede perdurar durante los próximos meses. La reversión de la inflación es más difícil una vez que se ha generalizado a sectores intensivos en el uso de mano de obra o con productividad reducida dada la poca flexibilidad a la baja de los salarios y las pobres mejoras en eficiencia que se dan en parte de los servicios. La actividad se verá limitada por los problemas que persisten en la oferta, por la pérdida de poder adquisitivo de las familias o por la incidencia negativa del incremento en costes sobre la competitividad de los exportadores. Finalmente, el aumento en la carga financiera continuará dada la lentitud de la transmisión de la política monetaria y los efectos de la reciente volatilidad en los mercados.

Para ayudar a la contención de la inflación en un contexto de incertidumbre financiera tan elevada, el Gobierno debería intentar intermediar un acuerdo entre trabajadores y empresarios que limite el repunte de los precios. Además, sería importante anunciar un incremento de los recursos para monitorizar la competencia y avanzar en la independencia de las autoridades responsables. Finalmente, la política fiscal debería también contribuir. El actual

nivel de déficit público es inconsistente con la baja tasa de paro, con la fuerte recuperación en el sector servicios o con la ejecución de los fondos NGEU. Habría que reducir el desequilibrio, manteniendo las ayudas a los colectivos vulnerables, eliminando medidas costosas que no discriminan por nivel de renta. Esto, junto con la certidumbre sobre el coste energético y la progresiva desaparición de los cuellos de botella en la industria, podrían ayudar a que la actual expansión no muera prematuramente.

## 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)