

Situación España

Marzo 2023

Mensajes principales. Global



Evolución reciente

Los choques de oferta se han aliviado, mientras que la demanda ha mostrado resiliencia, lo que ha favorecido el crecimiento y reducido la probabilidad de una recesión a corto plazo. La inflación general ha caído, pero la subyacente sigue siendo persistente. Después de un desacople temporal, los mercados se han alineado con la visión de los bancos centrales de que los tipos van a subir más y por más tiempo; aunque la volatilidad financiera más reciente ha cambiado las expectativas.



Perspectivas: crecimiento

El PIB mundial crecerá 2,8% en 2023 (0,5 pp más que la previsión anterior) y 3,3% en 2024 (sin cambios) después de haber aumentado el 3,2% en 2022. Los datos recientes y los menores precios de la energía favorecen una revisión al alza del crecimiento en 2023 en EE. UU. y más aún en la eurozona, mientras que la flexibilización de las políticas contra la covid apoya una recuperación más fuerte en China. El crecimiento se moderará en un contexto de inflación y tipos de interés más altos.



Perspectivas: inflación y tipos

La persistencia de la inflación subyacente y la solidez de los mercados laborales obligarán a los bancos centrales a mantener los tipos de interés en niveles más altos por un período más largo. La inflación caerá a medida que disminuyan los choques de oferta y se debilite la demanda, pero seguirá por encima del objetivo del 2% en EE. UU. y en la eurozona al menos hasta finales de 2024.



Riesgos

El principal riesgo es que la inflación acabe siendo aún más persistente, debido al dinamismo de los mercados laborales, los efectos de segunda ronda, la recuperación de la demanda en China, las nuevas disrupciones creadas por la guerra, etc., desencadenando un mayor endurecimiento monetario y, potencialmente, una recesión, estanflación o, incluso, inestabilidad financiera.

Mensajes principales. España



PIB

El PIB podría avanzar un 1,6% en 2023, 0,4 puntos porcentuales (pp) más que lo esperado en diciembre de 2022, reduciendo la probabilidad de una contracción a corto plazo. La economía se muestra resiliente ante la subida del precio de la energía. Los cuellos de botella van desapareciendo, las previsiones de crecimiento mejoran en el entorno global, y la demanda interna se apoya en el ahorro acumulado en la pandemia y en algunas políticas públicas.



Crecimiento

A pesar de ello, se revisa a la baja la previsión de crecimiento para 2024, del 3,4% al 2,6%. La fortaleza de la actividad explica que la inflación no haya caído más, y amenaza la recuperación del consumo y de la inversión. La mayor subida de los tipos de interés, podría restar alrededor de un punto al crecimiento del PIB del bienio 2023-2024, y aumenta la probabilidad de un ajuste más intenso en EE.UU. y la eurozona, aumentando los riesgos sobre la economía española. Además, algunas medidas recientes pueden ralentizar el crecimiento de la inversión privada.



Inflación

Los riesgos al alza de la inflación y del coste de financiación se mantienen. La política monetaria actúa con retraso y la sensibilidad de hogares y empresas puede acentuarse según se agote el ahorro. Es necesario que el desequilibrio de las cuentas públicas disminuya y reduzca las presiones sobre los precios. El esfuerzo reformador debe proseguir para dar seguridad sobre la sostenibilidad de medio plazo de las finanzas públicas, mejorar el funcionamiento del mercado laboral, incrementar la competencia, aumentar el nivel de formación y consolidar un marco regulatorio que continúe atrayendo inversión.

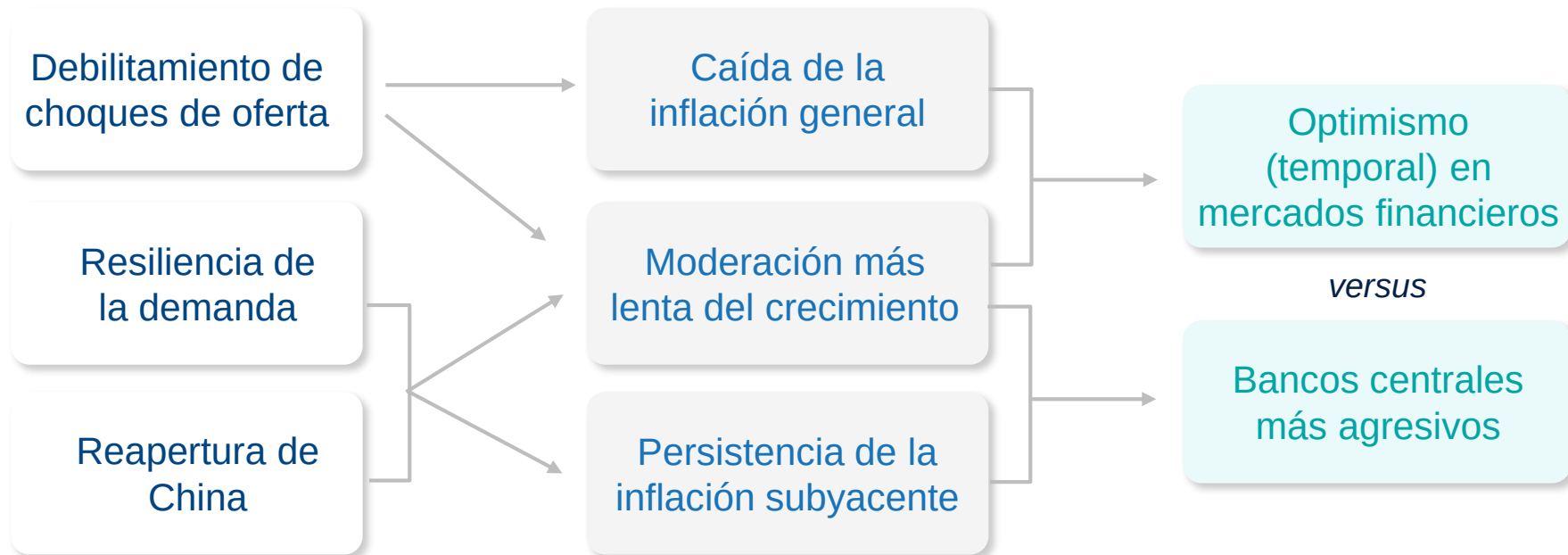
01

Situación Global

Marzo 2023

Las mejoras en la oferta, la resiliencia de la demanda y la reapertura de China respaldan el crecimiento y presionan a la inflación pese las caídas recientes

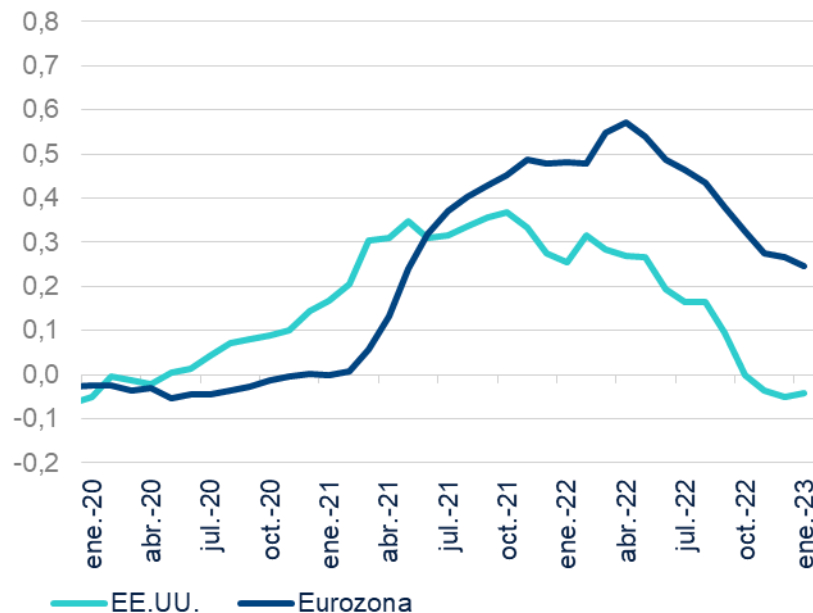
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA MUNDIAL



Menores presiones de oferta: mejoras en cuellos de botella y materias primas; el clima y los inventarios han contribuido a la caída del precio del gas

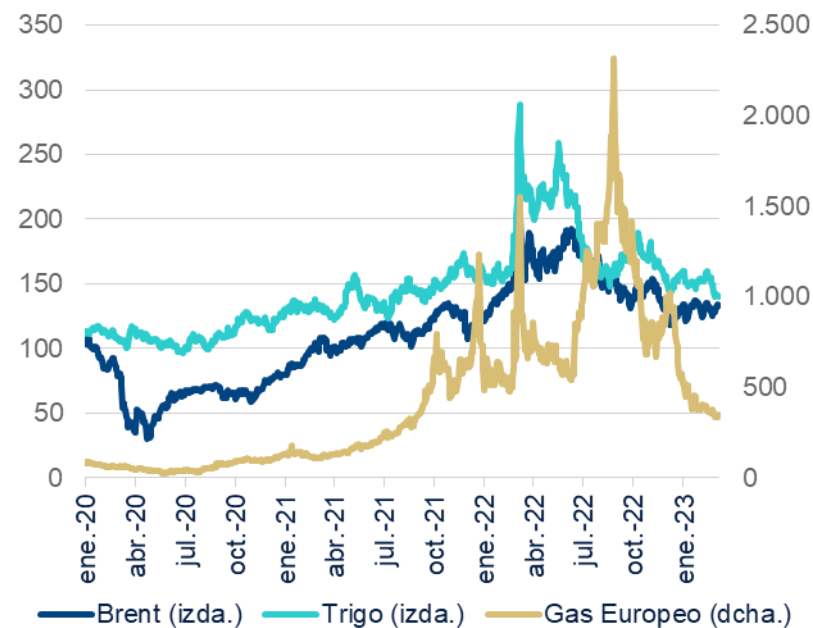
ÍNDICE DE CUELLOS DE BOTELLA BBVA RESEARCH

(ÍNDICE: MEDIA DESDE 2003 = 0)



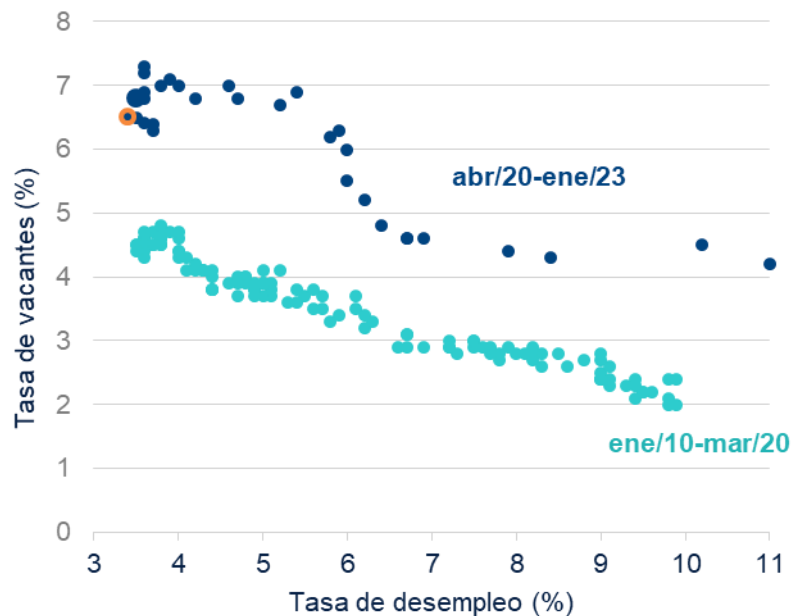
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

(ÍNDICE: MEDIA DE 2019 = 100)



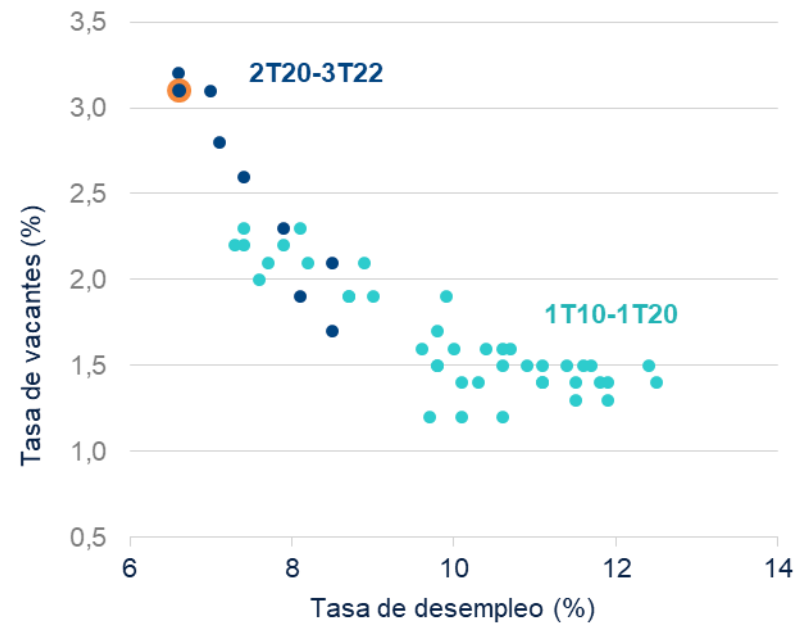
Resiliencia de la demanda: los mercados laborales siguen fuertes, apoyando al consumo privado y contribuyendo a la persistencia de la inflación

EE. UU.: CURVA DE BEVERIDGE (*) (DATO DEL MES MÁS RECIENTE DESTACADO)



(*)Desempleo: proporción de la fuerza laboral. Vacantes: proporción de la suma de empleo y vacantes.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de FRED.

EUROZONA: CURVA DE BEVERIDGE (*) (DATO DEL TRIMESTRE MÁS RECIENTE DESTACADO)

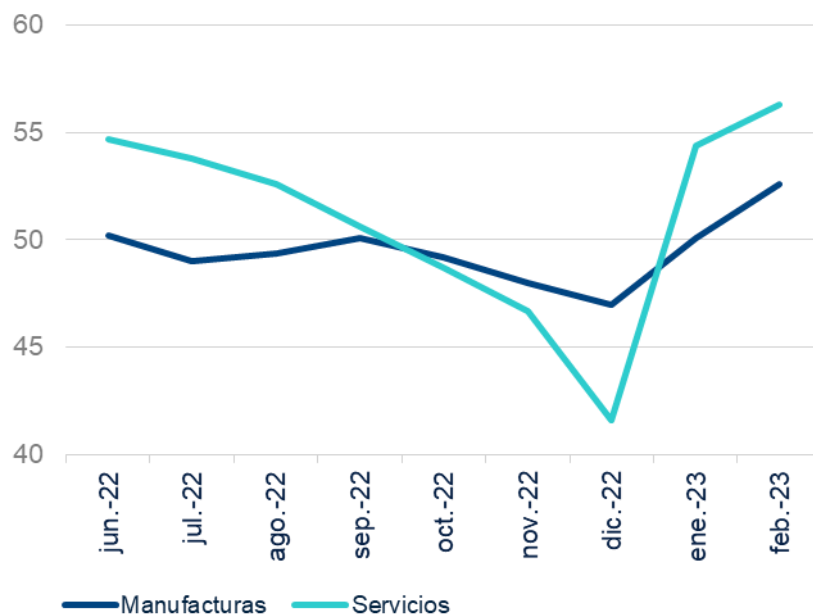


(*)Desempleo: proporción de la fuerza laboral. Vacantes: proporción de la suma de empleo y vacantes.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Eurostat.

Reapertura de China: tras un impacto inicialmente negativo, la flexibilización de las restricciones por covid ha impulsado la actividad económica

CHINA: INDICADORES PMI

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



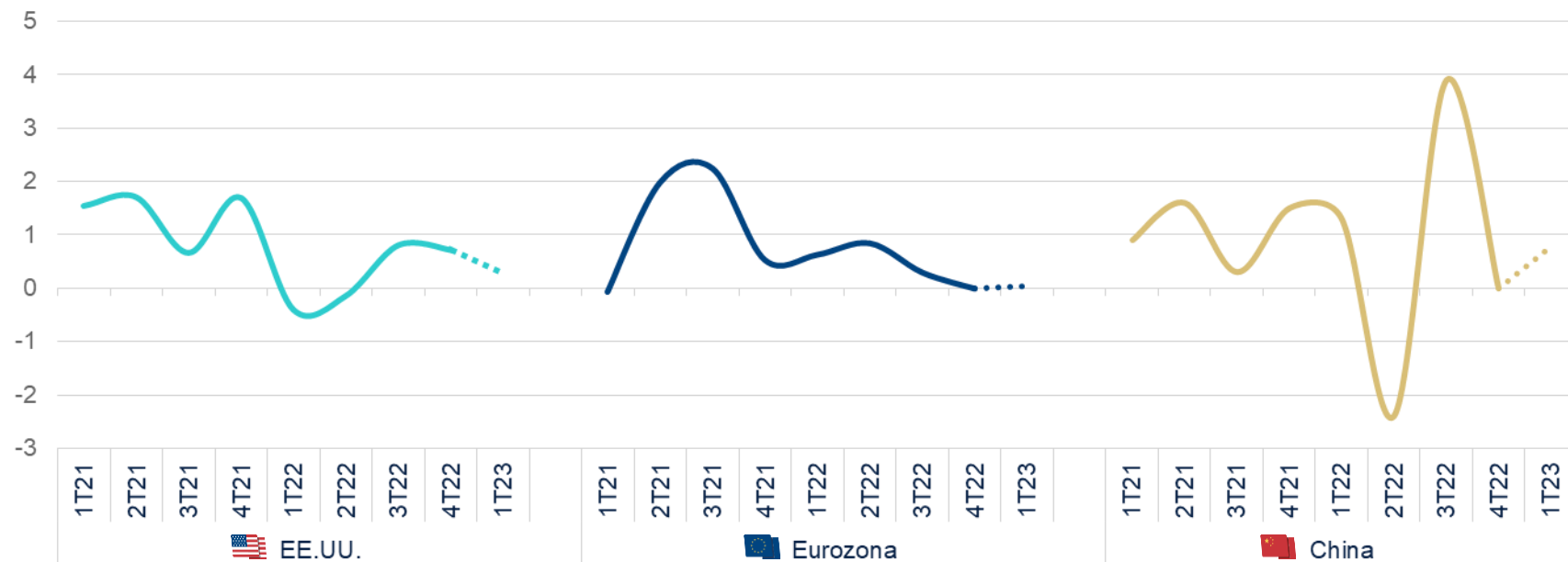
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

- La flexibilización de las políticas contra la covid de China fue más rápida de lo esperado; junto con las medidas de estabilización del mercado inmobiliario, sugiere que el foco ahora está en apoyar al crecimiento.
- La reapertura, inicialmente, aumentó los contagios por covid, contribuyendo a la fuerte sorpresa a la baja del PIB del 4T22.
- Parece que ya está en marcha una sólida recuperación, según los datos más recientes.
- El ritmo de mejora de la demanda, comparado al de normalización de la oferta, en un entorno de proteccionismo, será clave para el crecimiento y la dinámica de la inflación a nivel global.

El crecimiento se ha moderado menos de lo previsto, y sugiere que ahora es menos probable una recesión. Tras un débil 4T22, China se recupera

CRECIMIENTO DEL PIB (*)

(T/T %, AJUSTADO POR ESTACIONALIDAD)

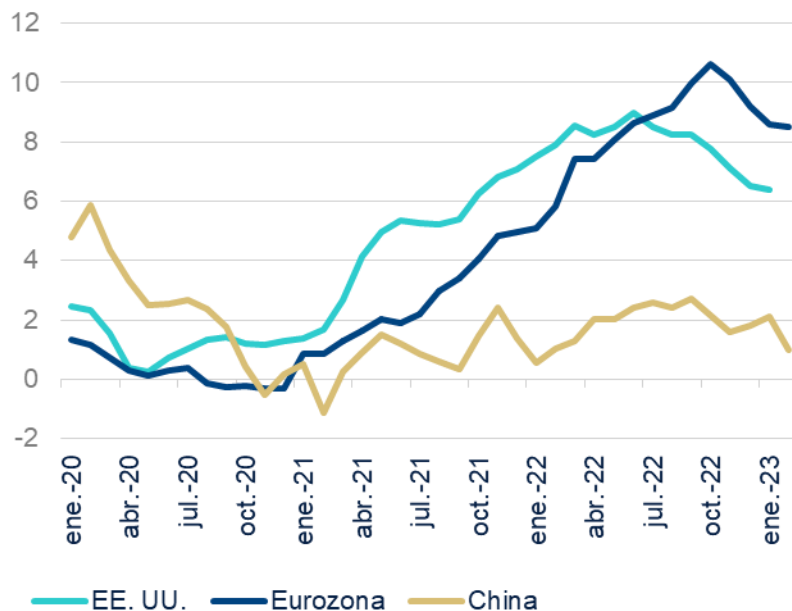


(*): Previsiones de BBVA Research para el 1T23
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

La inflación general sigue cayendo, en línea con la bajada de los precios de la energía, pero la subyacente continúa muy presionada por el consumo privado

INFLACIÓN GENERAL: IPC

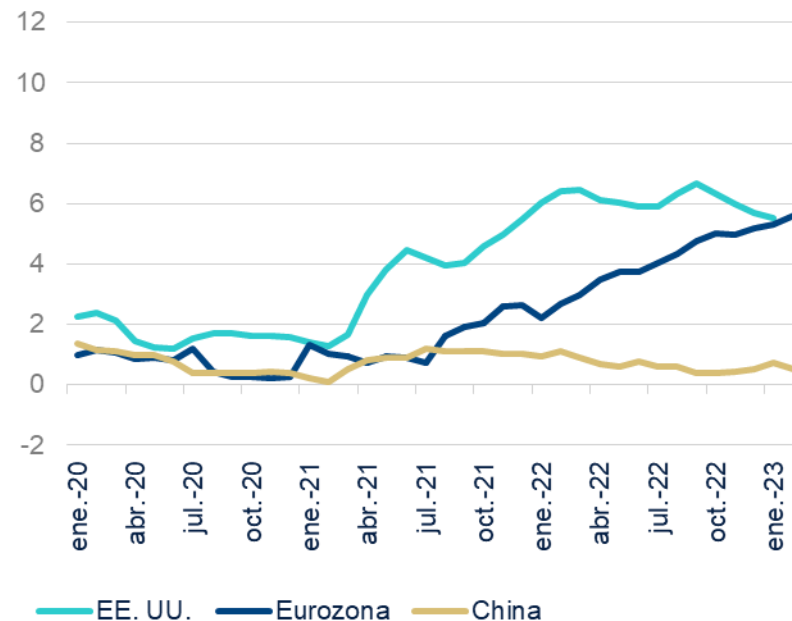
(INTERANUAL %)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

INFLACIÓN SUBYACENTE: IPC

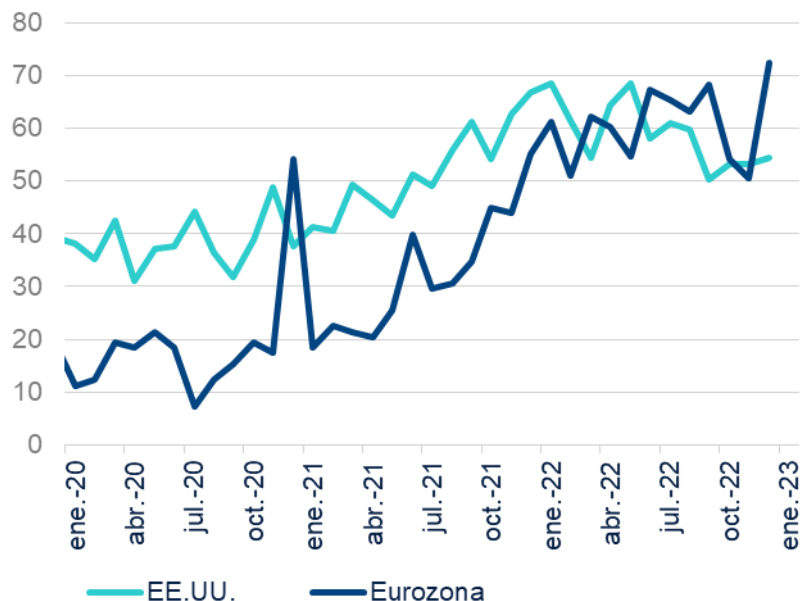
(INTERANUAL %)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

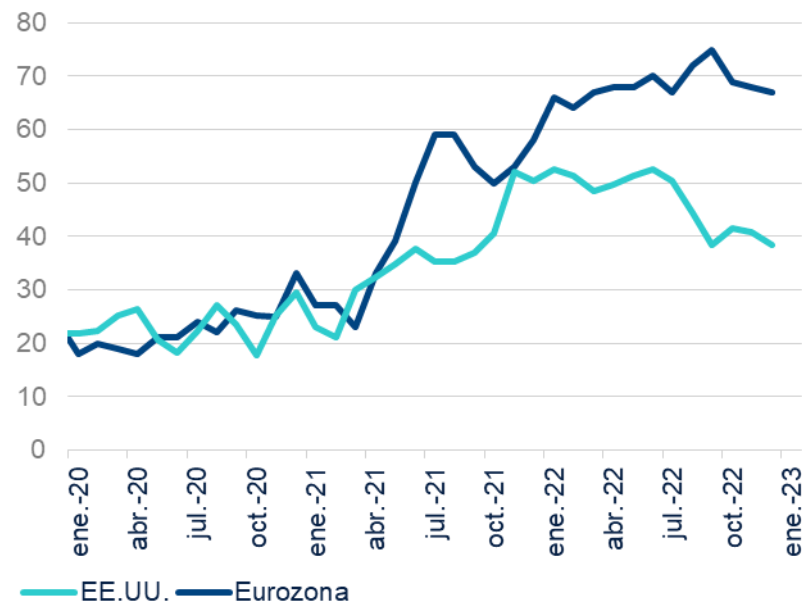
Los ajustes de precios se han vuelto menos generalizados y frecuentes en EE. UU., pero aún no hay signos claros de mejora en la eurozona

ARTÍCULOS DE LA CESTA IPC CON UNA INFLACIÓN MENSUAL ANUALIZADA SUPERIOR AL 4%
(PORCENTAJE DEL TOTAL DE PARTIDAS DE 2 DÍGITOS DEL IPC)



Fuente: BBVA Research a partir de datos del BLS y Eurostat.

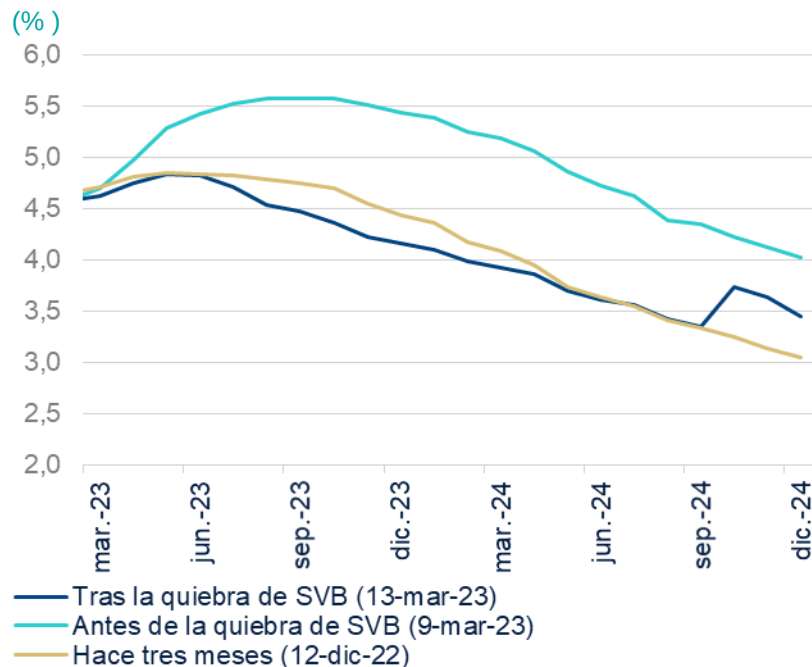
ARTÍCULOS DE LA CESTA IPC CON TRES SUBIDAS DE PRECIOS MENSUALES CONSECUTIVAS
(PORCENTAJE DEL TOTAL DE ARTÍCULOS DE 2 DÍGITOS DEL IPC)



Fuente: BBVA Research a partir de datos del BLS y Eurostat.

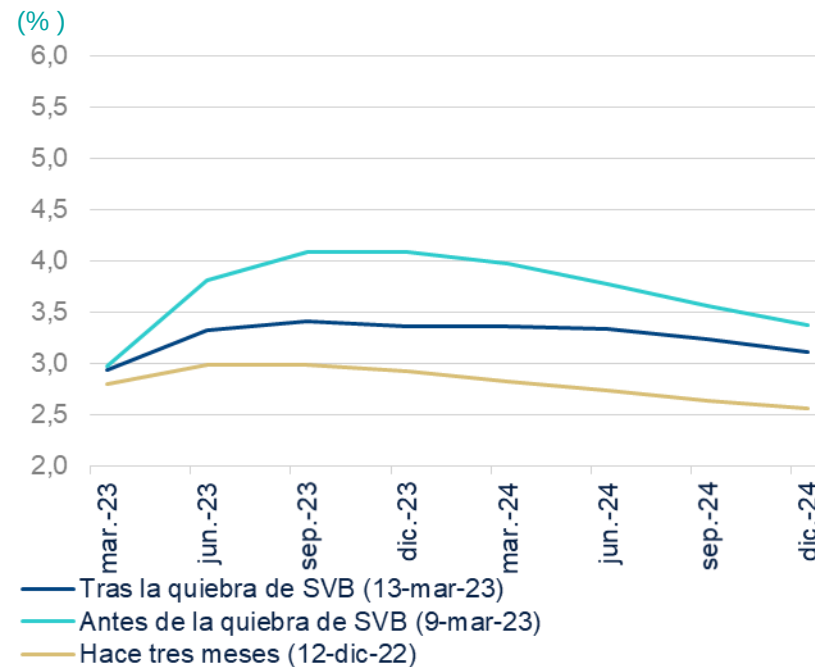
Los mercados se alinearon con los bancos centrales en tipos más altos por más tiempo, pero la volatilidad reciente ha cambiado, por ahora, la expectativa

TIPOS DE INTERÉS DE LA FED IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

TIPOS DE INTERÉS DEL BCE IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS (*)



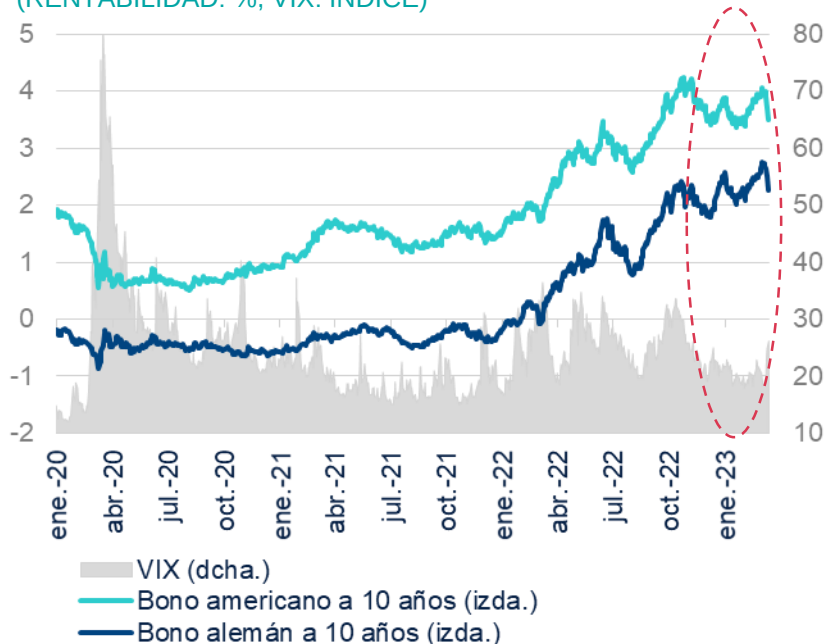
(*) Tipos de interés de la facilidad de depósito del BCE.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

La rentabilidad de la deuda también se ha alineado con la retórica de la política monetaria, pero con volatilidad

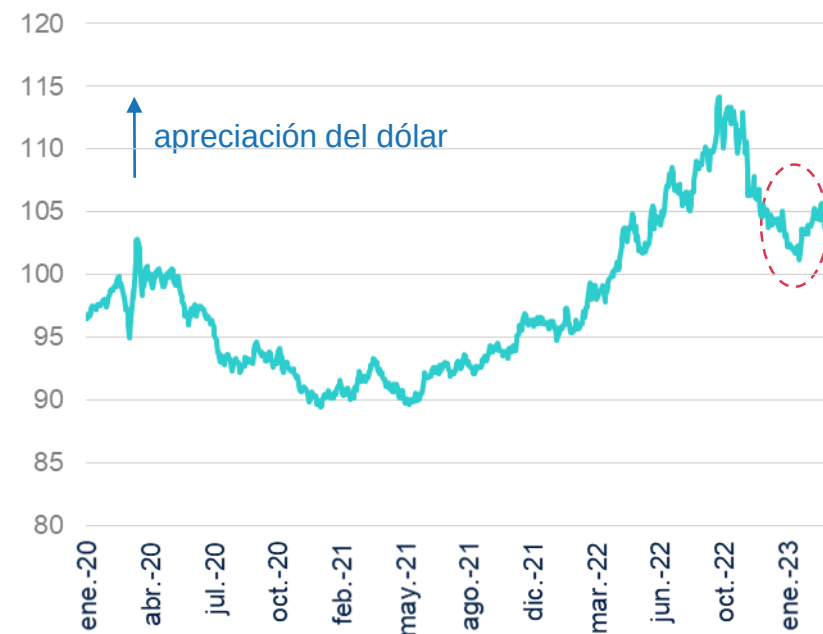
RENTABILIDAD DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS Y VOLATILIDAD (VIX)

(RENTABILIDAD: %, VIX: ÍNDICE)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

ÍNDICE DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE: DXY (ÍNDICE)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

Escenario central de BBVA Research: los tipos de interés se mantendrán más altos por más tiempo para ralentizar la demanda y curvar la inflación

ESCENARIO CENTRAL DE BBVA RESEARCH: PRINCIPALES HIPÓTESIS Y CARACTERÍSTICAS



MATERIAS PRIMAS Y CUELLOS DE BOTELLA

Los precios de materias primas se situarán por debajo de los niveles de 2022, aunque la demanda de China y los problemas de oferta acotarán las correcciones a la baja y favorecerán la subida del precio del petróleo en el 2S23.

Los cuellos de botella seguirán normalizándose.



GAS EUROPEO

Los precios se mantendrán algo más altos que los niveles actuales.

Las reservas de gas serán suficientes para evitar la escasez, incluso en escenarios relativamente desfavorables.



CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS

Política monetaria más restrictiva, también a través de programas de *quantitative tightening*.

Se esperan un dólar fuerte, mayores rentabilidades de los bonos soberanos y modestos flujos hacia activos de riesgo.



ACTIVIDAD Y PRECIOS

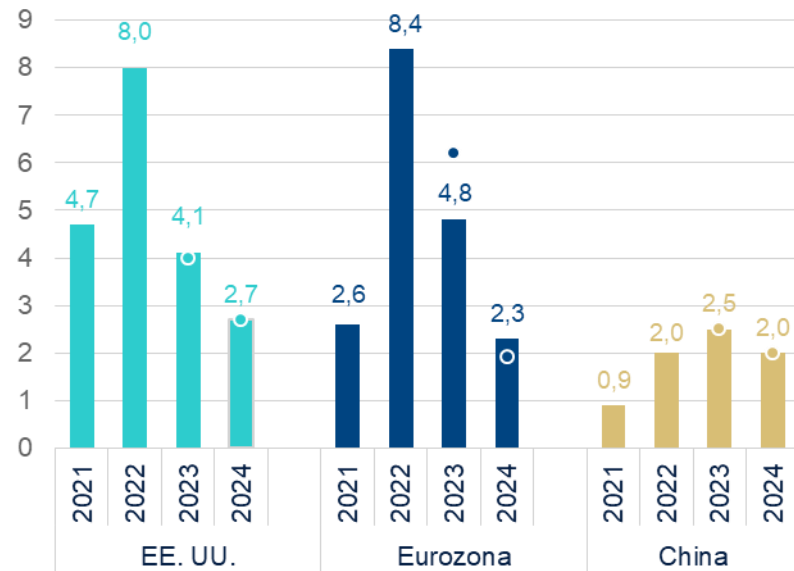
El endurecimiento monetario ralentizará la demanda.

Las presiones sobre los precios y salarios disminuirán gradualmente y se evitarán espirales de precios y salarios.

La inflación seguirá cayendo, pero una moderación más lenta de la demanda impedirá su convergencia hasta el objetivo en los dos próximos años

INFLACIÓN:IPC

(INTERANUAL %, MEDIA DEL PERIODO)



● Previsiones anteriores (4T22) ■ Previsiones actuales (1T23)

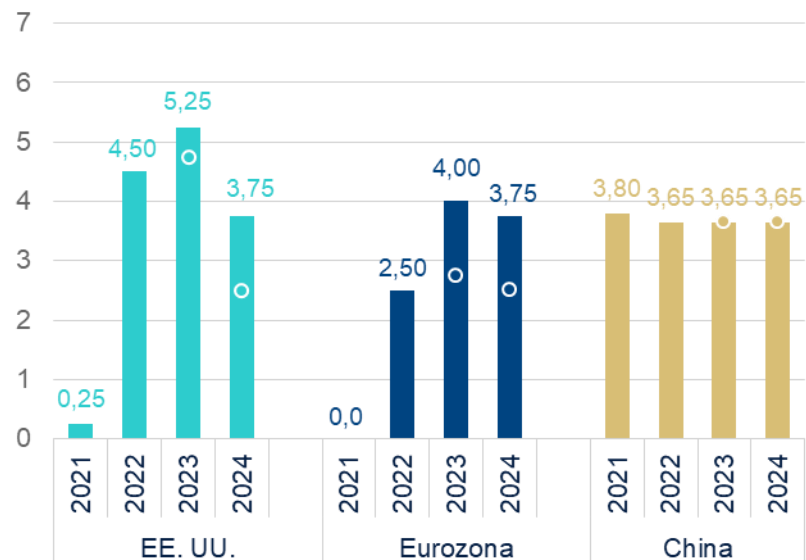
Fuente: BBVA Research.

- La inflación general será menor de lo esperado en el corto plazo en EE. UU. y en Europa, sobre todo por las recientes sorpresas a la baja.
- Asimismo, la inflación seguirá alta por más tiempo que lo previsto, por la persistencia de la subyacente, el dinamismo del consumo y el margen acotado para caídas adicionales en los precios de la energía.
- En China, la inflación probablemente seguirá controlada, pero el riesgo es que la mayor demanda interna, unida al impacto de las medidas proteccionistas, más que compense la normalización de la oferta, lo que añadiría presión a la inflación global.

Los bancos centrales seguirán enfocados en la inflación: los tipos de interés subirán más y se mantendrán elevados más tiempo de lo previsto

POLÍTICA MONETARIA: TIPOS DE INTERÉS (*)

(%, FIN DE PERIODO)



● Previsiones anteriores (4T22) ■ Previsiones actuales (1T23)

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

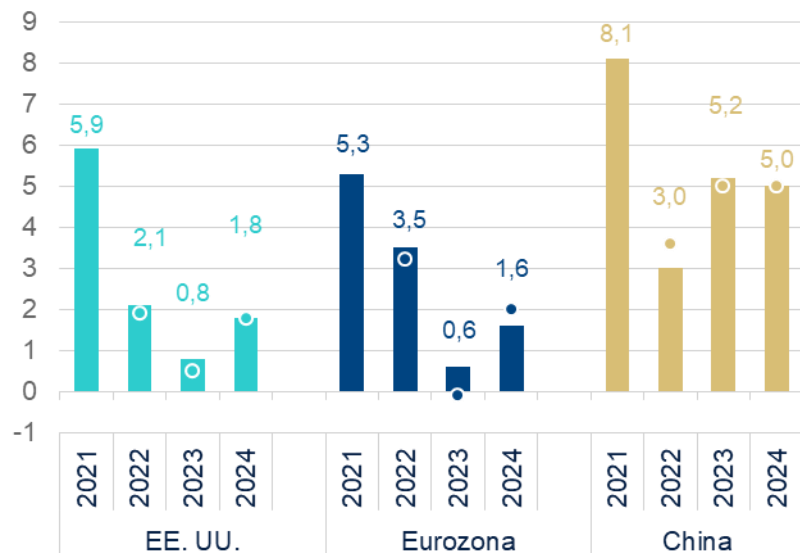
Fuente: BBVA Research.

- El tipo de interés terminal será más alto de lo previsto, pero hay incertidumbre sobre el calendario y el alcance por la reciente turbulencia en los mercados tras la quiebra de SVB, la dinámica volátil de la inflación, la inesperada resistencia de la demanda y las dudas sobre la actual potencia de la política monetaria.
- Lo más probable es que los tipos alcancen pronto, al menos, el 5,25% en EE. UU. y el 4,00% en la eurozona.
- Cabe esperar tipos altos por más tiempo, dado el lento proceso de desinflación.

Mejores perspectivas de crecimiento en 2023: una moderación más suave en EE. UU. y la eurozona, y un repunte más fuerte en China

PIB: CRECIMIENTO ANUAL EN TÉRMINOS REALES (*)

(%)



● Previsiones anteriores (4T22) ■ Previsiones actuales (1T23)

(*) Previsiones anteriores: 0,5% en 2023 y 1,8% en 2024 en Estados Unidos, -0,1% en 2023 y 2,0% en 2024 en la eurozona, 5,0% en 2023 y 5,0% en 2024 en China.

Fuente: BBVA Research.

- El PIB mundial crecerá cerca del 2,8% (0,5 pp más que lo previsto) en 2023 y del 3,3% (0,0 pp) en 2024, tras aumentar el 3,2 % en 2022.
- Revisión al alza de las previsiones para 2023 en EE. UU. y en la eurozona, por los recientes datos positivos y los menores precios de la energía.
- Revisión al alza del PIB de 2023 también en China: la reapertura favorecerá el consumo y la normalización de la oferta; los estímulos respaldarán la inversión.
- Las perspectivas de desaceleración se mantienen debido al endurecimiento monetario y la alta inflación, pero algunos factores (los balances del sector privado, NGEU en Europa) serán de apoyo y es probable que se evite una recesión profunda.

El principal riesgo es que la inflación requiera un endurecimiento monetario adicional y desencadene una recesión o, incluso, inestabilidad financiera



PRINCIPALES RIESGOS

INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS AÚN MÁS ALTOS:

- presiones de demanda (mercados laborales, estímulos)
- recuperación de la demanda en China
- mayores precios de la energía por la guerra u otro factor
- espiral de precios y salarios



**RECESIÓN GLOBAL O
ESTANFLACIÓN**

**INESTABILIDAD
FINANCIERA**



PRINCIPALES INCERTIDUMBRES

**TENSIONES
GEOPOLÍTICAS**

**RIVALIDAD CHINA - EE. UU.
(DESGLOBALIZACIÓN)**

**TRANSICIÓN ENERGÉTICA
Y CAMBIO CLIMÁTICO**

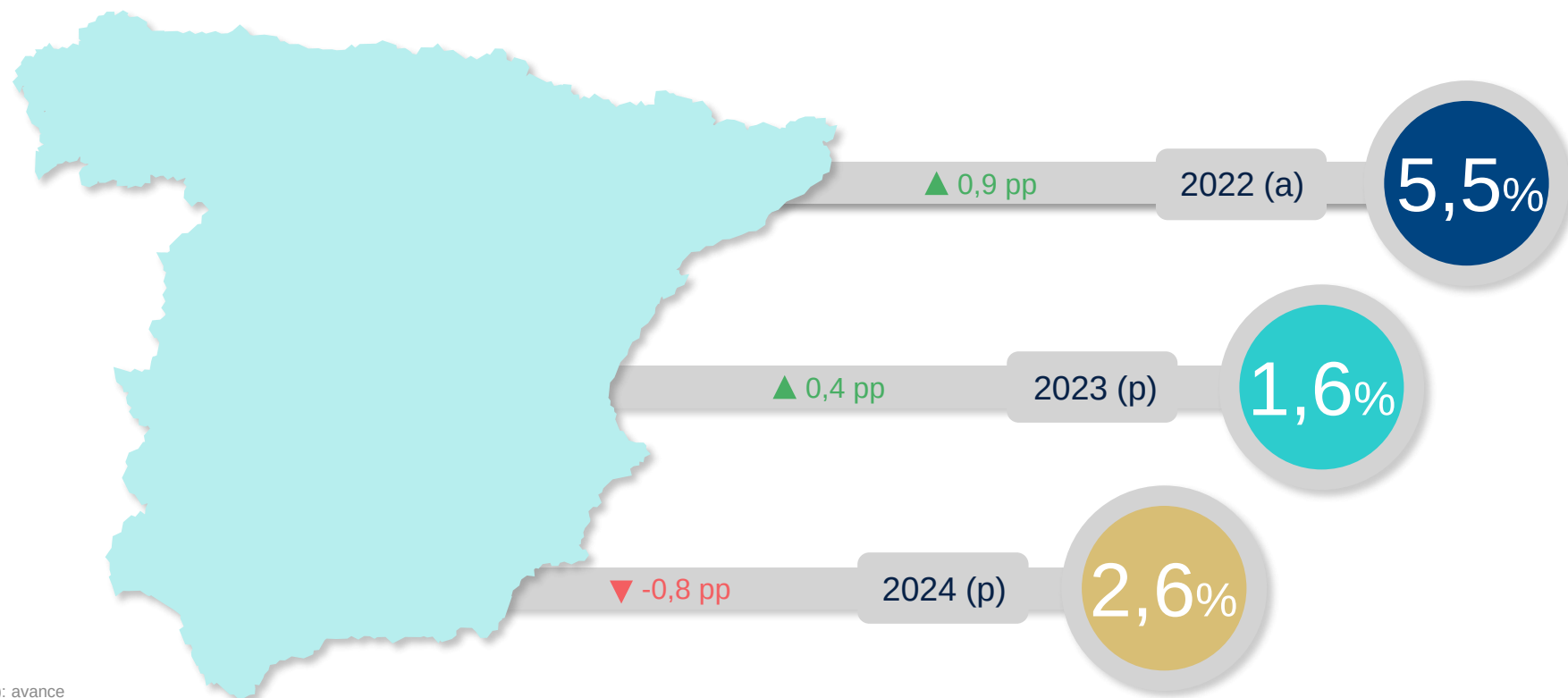
**TENSIONES SOCIALES
Y POPULISMO**

02

Situación España

Marzo 2023

Revisiones al alza en 2022 y 2023, y a la baja en 2024



(a): avance
(p): previsión.

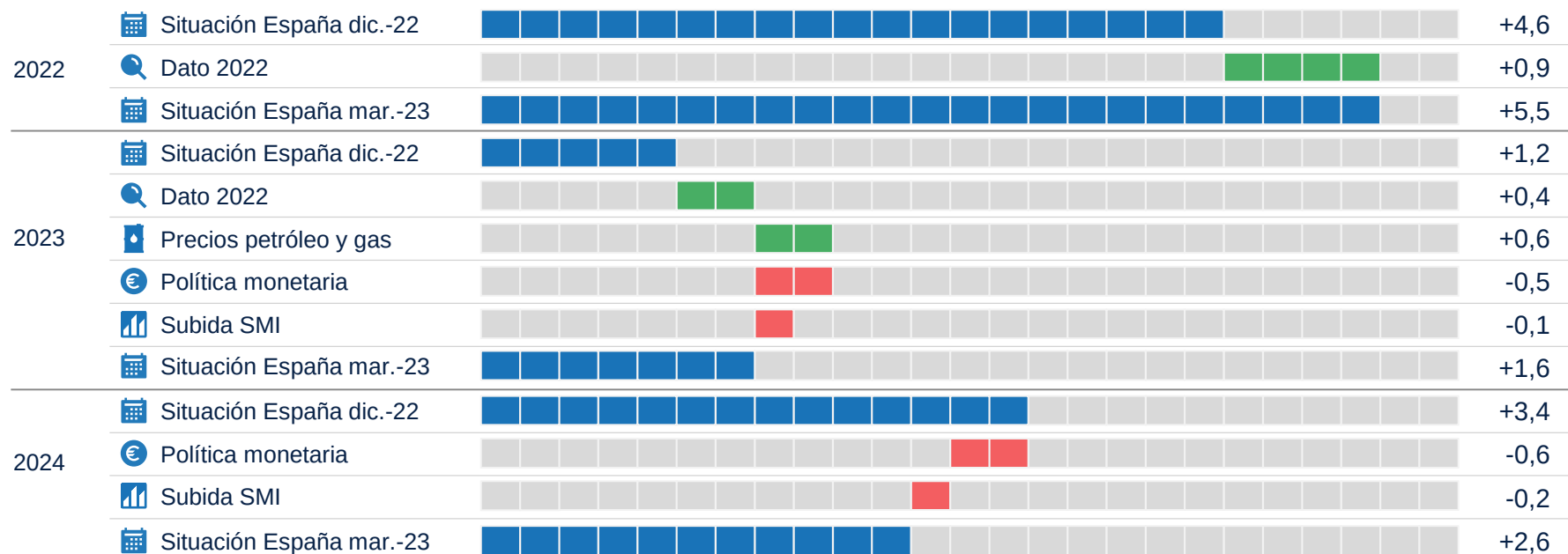
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

▲ Previsión revisada al alza ▶ Previsión sin cambios ▼ Previsión revisada a la baja

Revisiones al alza en 2022 y 2023, y a la baja en 2024

DESCOMPOSICIÓN DE LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB

(PUNTOS PORCENTUALES)



(a): avance

(p): previsión.

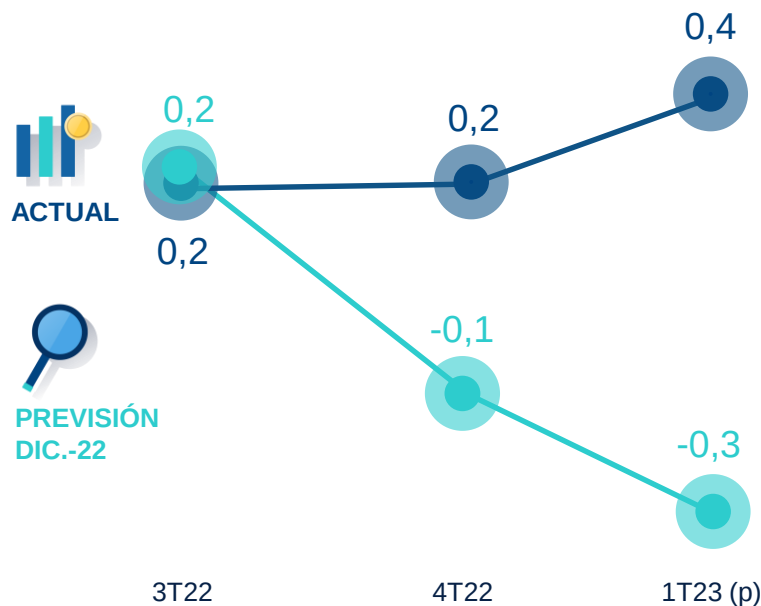
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

La economía resiste mejor de lo esperado

No solo se evita la recesión, sino que el crecimiento se acelera

VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL DEL PIB

(%)



- El PIB podría aumentar en el primer trimestre del año entre el 0,3% y el 0,5% trimestral (0,2% en el 4T22), lejos de mostrar una contracción, como se esperaba hace tres meses.
- 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.

(p): previsión.

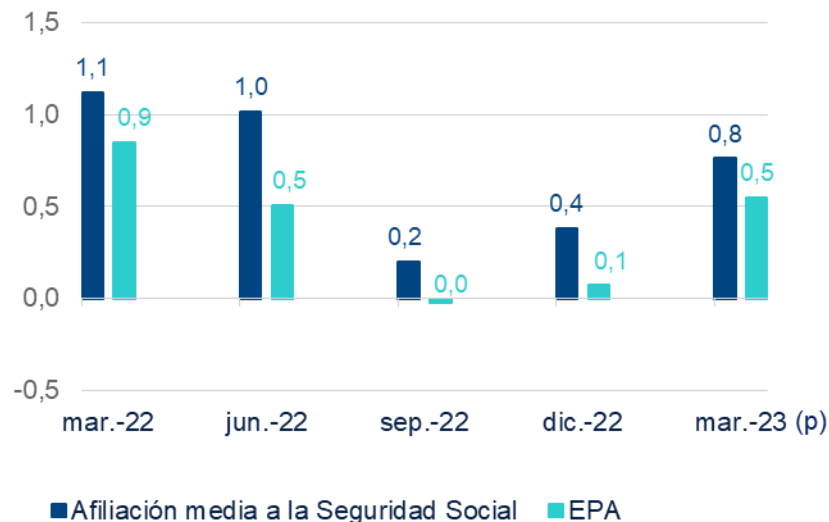
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Se revisa al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,6%

Fortaleza del empleo y mejora de la confianza

AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL Y EPA

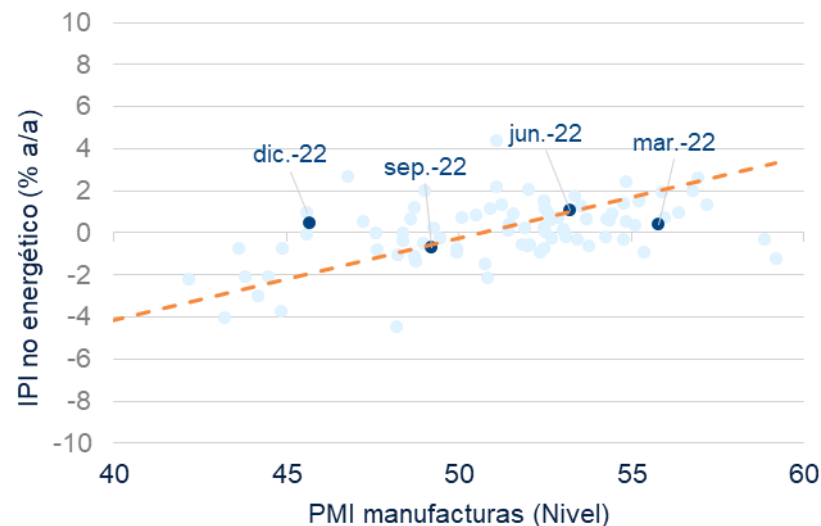
(DATOS CVEC. VARIACIÓN TRIMESTRAL EN %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

IPI NO ENERGÉTICO Y PMI MANUFACTURERO

(CRECIMIENTO INTERANUAL EN % Y NIVEL, 2000-2022)



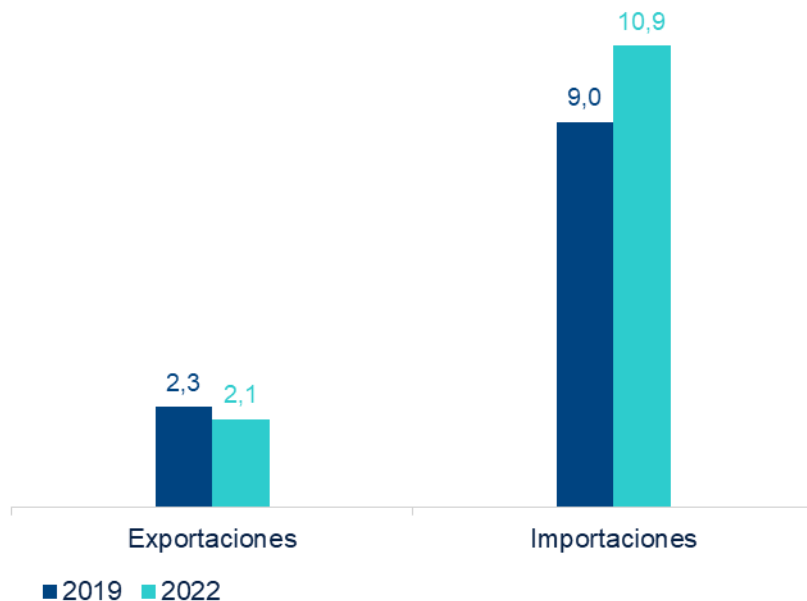
Fuente: BBVA Research a partir de INE y S&P.

La afiliación a la Seguridad Social podría estar avanzando a un ritmo del 0,8% trimestral en el primer trimestre del año (0,4% en el 4T22). A esta fortaleza del empleo se une la mejora de las encuestas realizadas a las empresas, como la reflejada por los índices PMI.

Se revisa al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,6%

Un entorno global más favorable reforzará el dinamismo de la economía

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES NOMINALES DE BIENES DE ESPAÑA CON CHINA (PESO SOBRE EL TOTAL DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES, RESPECTIVAMENTE)



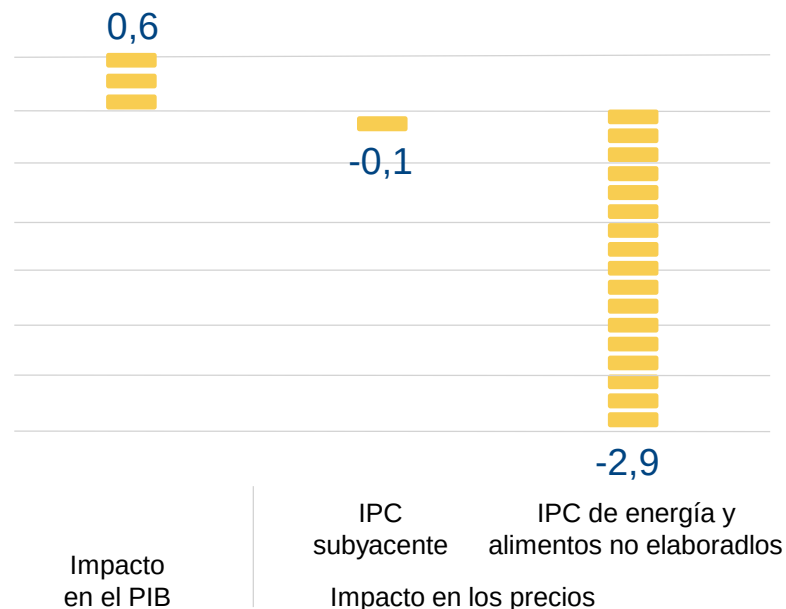
- Se prevé que el PIB de la eurozona aumente, en promedio, un 0,6% en 2023, frente a la caída de 0,1% que se apuntaba hace tres meses.
- BBVA Research estima que cada punto porcentual de mejora en las expectativas de crecimiento del PIB de la UEM se traslada en la misma proporción al PIB de España.
- China ha dejado atrás el confinamiento y la actividad parece recuperarse con fuerza. 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.

Se revisa al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,6%

Reversión parcial del aumento en el coste de la energía

IMPACTO DE LA REVISIÓN A LA BAJA EN LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y EL GAS

(PP DE LA TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE 2023)



- Una parte del deterioro en los términos de intercambio se ha corregido, lo que mejora las perspectivas a corto plazo.
- El descenso imprevisto de los costes debería añadir hasta 0,6 pp al crecimiento del PIB en 2023, aunque el precio de la electricidad generada con gas se mantiene en niveles históricamente elevados.
- 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, impulsar una recuperación en estos sectores.

Se revisa al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,6%

La desaparición de los cuellos de botella impulsa al sector de automoción

PRODUCCIÓN DE VEHÍCULOS DE MOTOR Y MATRICULACIONES DE AUTOMÓVILES EN 2022/23

(DATOS CVEC. 2019 = 100. PROMEDIO MENSUAL)



ene.-22 – jul.-22 75,4

ago.-22 – ene.-23 92,0



ene.-22 – jul.-22 59,0

ago.-22 – feb.-23 72,9

- Entre enero y julio del año pasado, la producción del sector del automóvil fue un 22% menor que la del mismo período de 2019 y se vendieron un 40% menos de turismos.
- Desde entonces, se observa un punto de inflexión: entre agosto de 2022 y enero de 2023 la industria produjo 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 escasez de oferta.

Se revisa al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,6%

La industria resiste mejor de lo esperado

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

(%)

	VARIACIÓN PROMEDIO ANUAL EN 2022	PESO EN EL IPI
 Desconfinamiento (calzado, textil, joyería, alimentación, bebidas)	4,8	8,5
 Cambio de modelo productivo (Maquinaria y equipo)	8,2	6,5
 Vehículos de motor, componentes, aeronáutica	9,0	9,6
 Covid (Productos farmacéuticos, equipo médico, limpieza)	9,1	6,0
 Energía eléctrica y producción de motores / generadores eléctricos	10,7	15,8

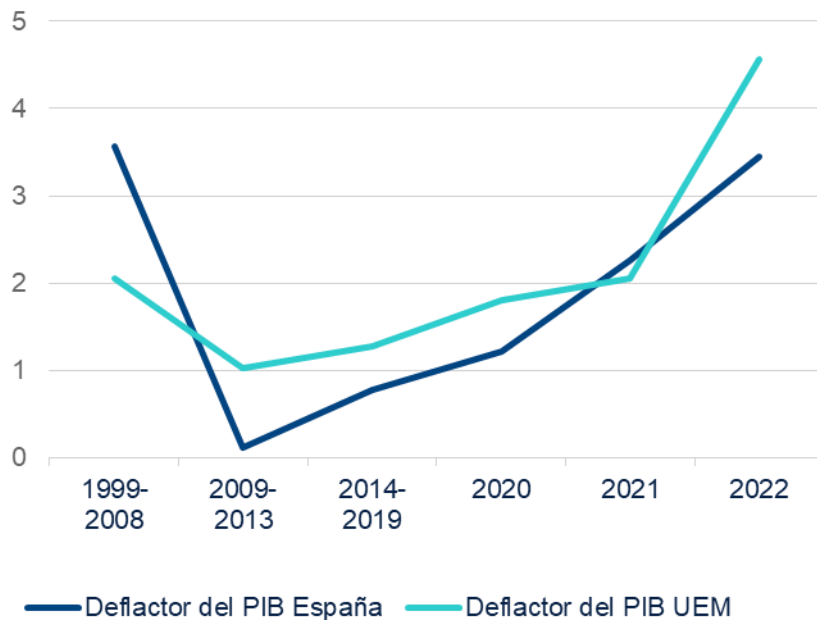
- Pese al aumento de los costes energéticos, la producción industrial aumentó casi un 3% en 2022. Los sectores que más contribuyeron a este crecimiento son aquellos donde la demanda creció como consecuencia de la covid, como productos farmacéuticos, equipo médico y artículos de limpieza.
- Otros se han recuperado con el desconfinamiento como el textil, el calzado, la joyería o el de las bebidas.
- El cambio de modelo productivo o el impulso hacia energías renovables explica un crecimiento significativo de la producción de maquinaria y equipo o de bienes necesarios para la electrificación.

Se revisa al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,6%

Continúa mejora de la competitividad gracias a márgenes y CLU

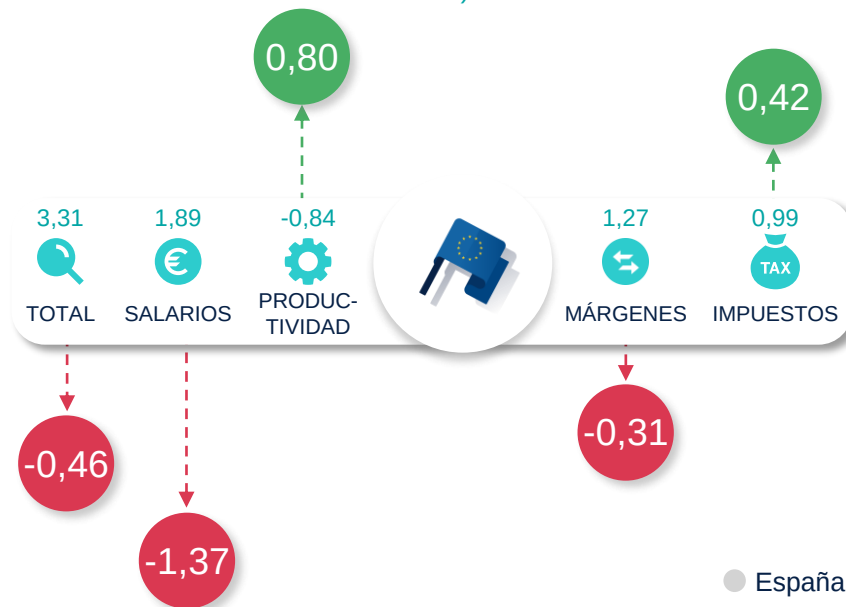
DEFLACTOR DEL PIB

(VARIACIÓN PROMEDIO INTERANUAL EN %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat.

DEFLACTOR DEL PIB EN LA EUROZONA-12 Y DIFERENCIAS CON ESPAÑA* (TASAS DE VARIACIÓN ACUMULADA 2020-2022 EN % Y PP)



(*): Diferencia de la variación acumulada del deflactor de España 2020-22 respecto al de la eurozona-12.

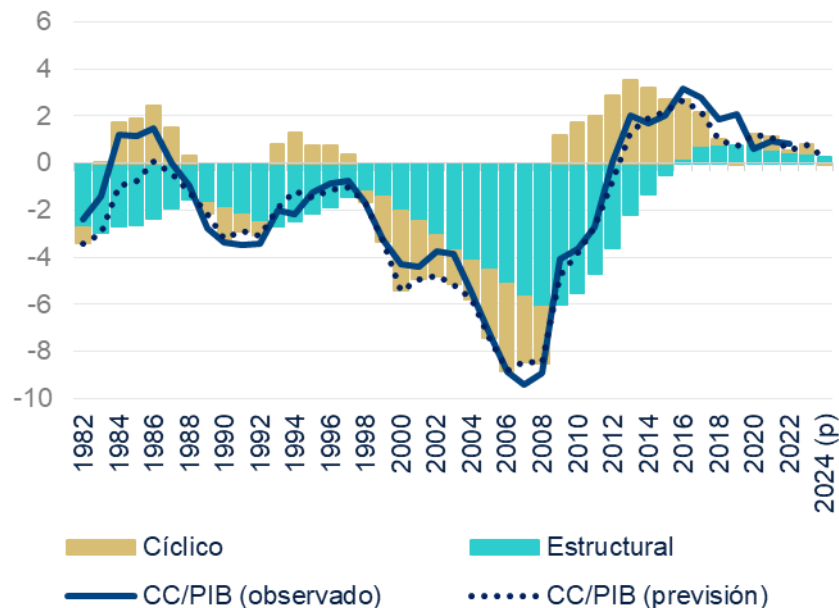
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat.

Se revisa al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,6%

La economía muestra un saldo estructural positivo en la cuenta corriente

SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

(% DEL PIB)



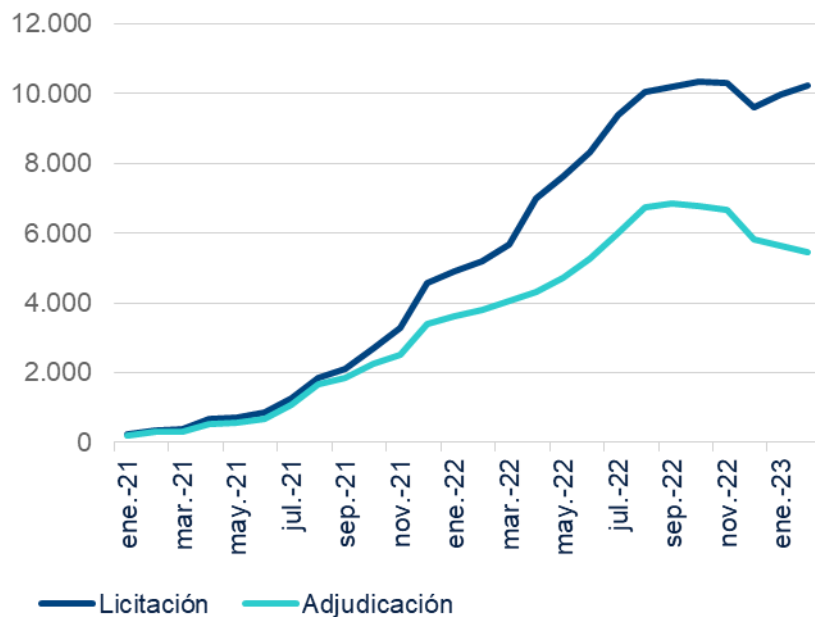
- Históricamente, la economía española ha retrocedido tras acumular desequilibrios que le han llevado a un aumento de la deuda externa. Además, con cada episodio de incremento en el precio del petróleo, la cuenta corriente entraba en déficit.
- En esta ocasión, ha mantenido un excedente (0,9% del PIB en 2022) y continuado el proceso de desapalancamiento frente al resto del mundo, a pesar del deterioro de la balanza comercial de bienes por el aumento en el coste de la energía importada.
- El comportamiento positivo de la cuenta corriente ha sido posible gracias a la buena evolución del sector servicios, principalmente del turismo, y a la reducción del déficit público.

Se revisa al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,6%

Algunas políticas públicas estarían apoyando a la demanda interna

LICITACIÓN OFICIAL FINANCIADA CON EL MRR

(DEPURADA DE LAS DERIVADAS DE ACUERDOS MARCO. SUMA MÓVIL DOCE MESES. MILLONES DE EUROS)

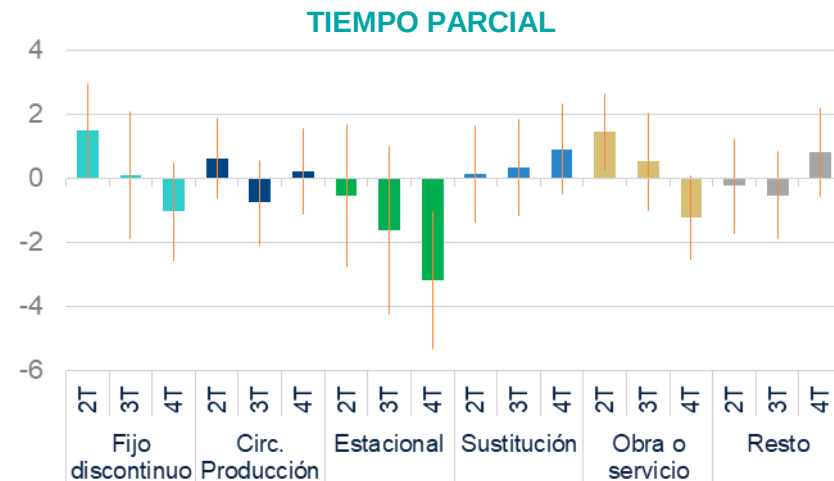
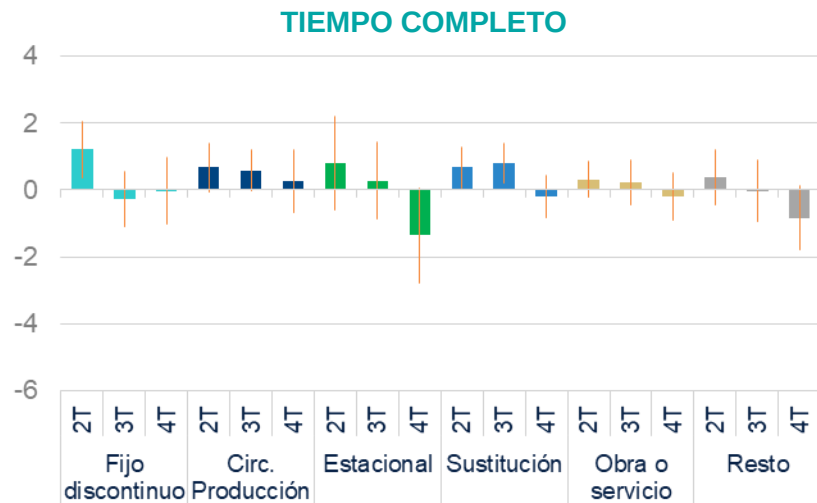


- Se estima que **podrían haber llegado a la economía real unos 13.000 millones de euros** relacionados con los fondos del Next Generation EU (NGEU).
- Las cifras conocidas para el comienzo de 2023 son **alentadoras**. Durante este año se podrían ejecutar entre 15.000 y 20.000 millones de euros.
- El incremento de las pensiones y del Salario Mínimo Interprofesional (SMI), habría tenido un impacto positivo sobre el consumo privado a corto plazo, sobre todo de los hogares con renta más baja dentro de los colectivos beneficiados.

Se revisa al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,6%

Disminuye la temporalidad, sin coste en el número de horas trabajadas

EFECTO DE LA REFORMA SOBRE EL DIFERENCIAL DE HORAS TRABAJADAS ENTRE LOS INDEFINIDOS ORDINARIOS Y LOS RESTANTES TIPOS DE CONTRATO (TRIMESTRES DE 2019 VS TRIMESTRES DE 2022)



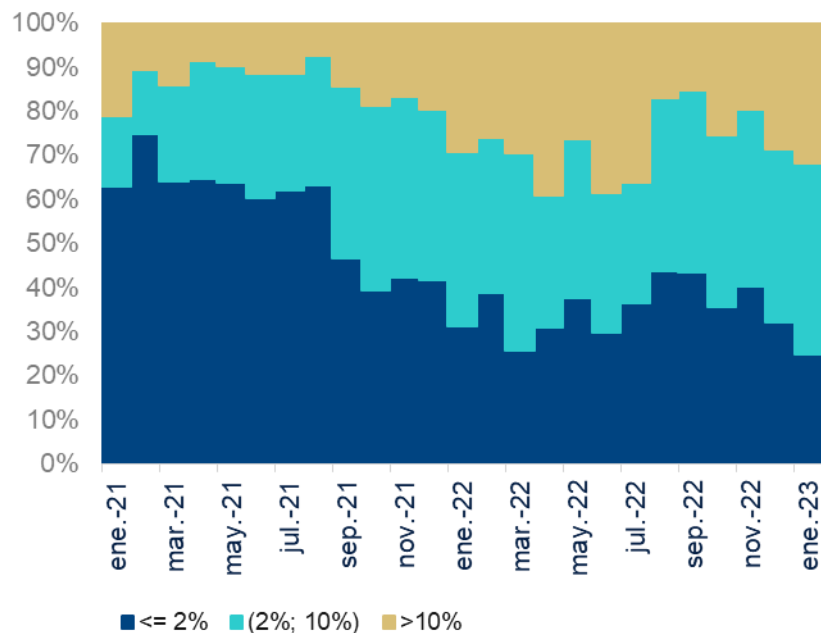
Nota: --- IC al 95%. Para más detalle sobre los resultados véase [Relación entre horas trabajadas y tipo de contrato: ¿ha cambiado tras la reforma?](#).
Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA).

La reforma laboral habría disminuido la volatilidad del empleo, al incrementar el coste del despido y reducir la temporalidad. Por el momento, no se percibe que haya reducido las horas semanales trabajadas. Será importante evaluar si da lugar a un incremento en la productividad a medio plazo, que de momento no se ha producido.

Se prevé una recuperación menos intensa en 2024

La inflación total cae, pero la subyacente se acelera

DISTRIBUCIÓN DE LA CESTA DE CONSUMO SEGÚN LAS PRESIONES INFLACIONISTAS SOPORTADAS (%)

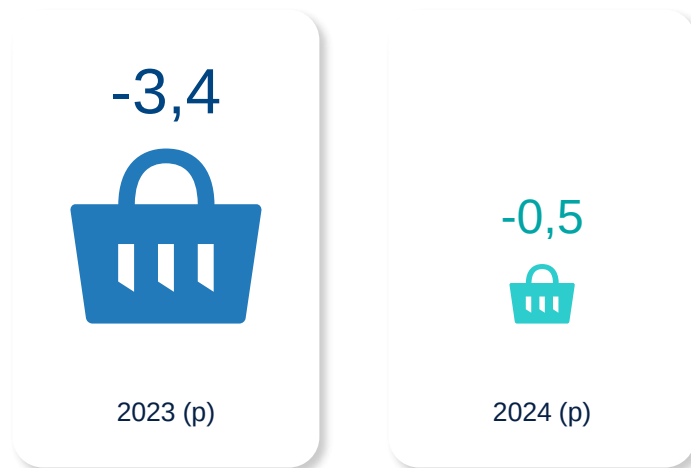


- La pérdida de poder adquisitivo es **generalizada**. Reducir la inflación hasta el 2% será difícil y llevará tiempo.
- Así lo muestran los indicadores que adelantan la evolución de los precios, como el porcentaje de bienes y servicios cuya inflación mensual anualizada es menor o igual al 2% (25%, en mínimos desde el inicio de la pandemia) o superior al 10% (32%, en máximos).
- En ausencia de reducciones adicionales en el coste de la energía, o de una desaceleración más intensa de la economía, **se espera que la inflación total caiga hasta el entorno del 4% en promedio este año y que la subyacente se mantenga entre el 5 y el 6%, para que ambas se sitúen en el 3% en 2024.**

Se prevé una recuperación menos intensa en 2024

Los tipos de interés aumentarán más de lo esperado

CONTRIBUCIÓN DEL CAMBIO EN LOS TIPOS DE INTERÉS REALES AL CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO* (PP)



- Se prevé que el BCE continúe aumentando el coste de financiación, al menos, hasta el 4%. Esto implica 125 puntos básicos más que lo que se esperaba en diciembre.
- 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 de hogares y empresas.

*Tipos hipotecarios deflactados con el deflactor del consumo privado.

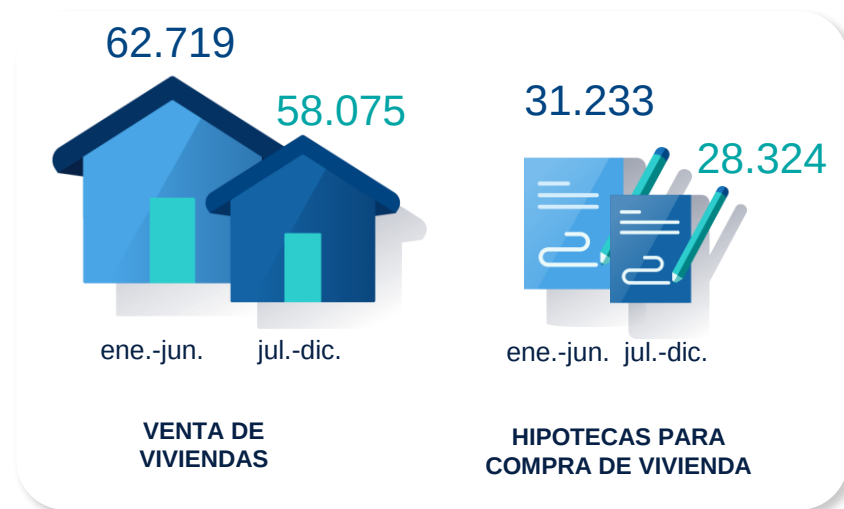
Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

Se prevé una recuperación menos intensa en 2024

Los tipos de interés aumentarán más de lo esperado

VENTA DE VIVIENDAS E HIPOTECAS EN 2022

(PROMEDIO MENSUAL, DATOS CVEC)



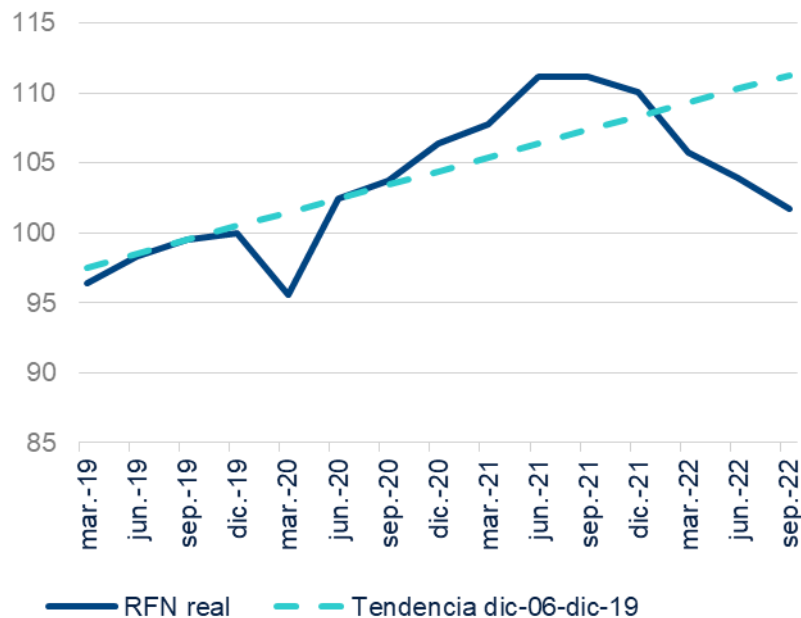
- Los efectos del encarecimiento de la financiación sobre la economía española ya son tangibles. La venta de viviendas ha pasado de mantenerse, en promedio, alrededor de las 63.000 unidades por mes en el primer semestre del 2022 a caer hasta las 58.000 unidades en el segundo.
- La financiación hipotecaria y empresarial han vuelto a caer, a pesar del repunte de la inflación y de los costes de producción en 2022 y de la puesta en marcha de un plan de inversión pública sin precedentes en los últimos años.

Se prevé una recuperación menos intensa en 2024

La inflación ha reducido el poder adquisitivo del ahorro

RIQUEZA FINANCIERA NETA REAL*

(DATOS CVEC, MILES DE MILLONES DE EUROS DE 2015)



- El sobreahorro acumulado durante la pandemia se habría reducido drásticamente, lo que limitará el avance futuro de la demanda interna.
- La riqueza financiera neta de los hogares en términos reales habría descendido casi un 9% en 2022, regresando a niveles similares a los observados en 2019.
- Más allá del incremento en el consumo o la inversión, el mayor causante de la caída en la riqueza de los hogares en términos reales fue la inflación.

*RFN nominal deflactada con el deflactor del consumo privado.

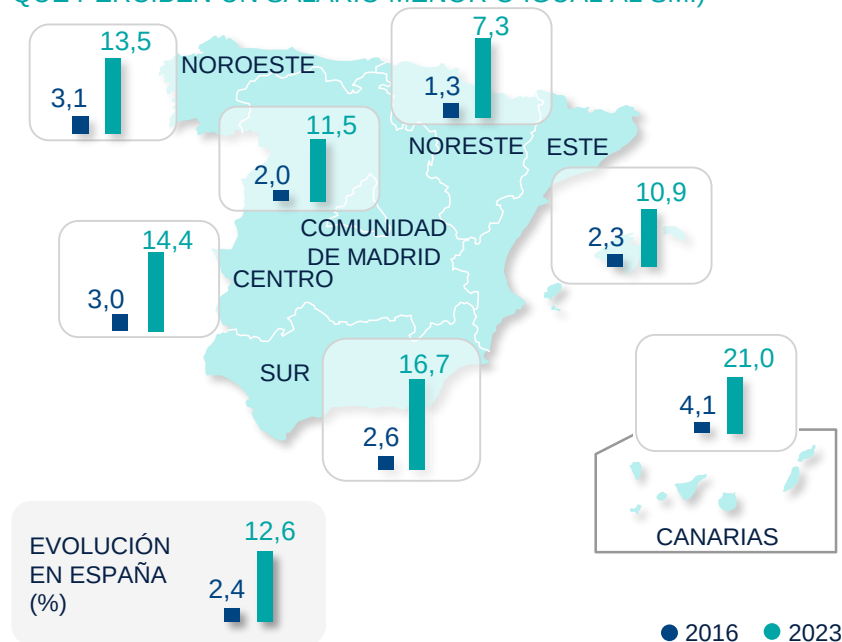
Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE.

Se prevé una recuperación menos intensa en 2024

Con el aumento de la cobertura del SMI crecen los riesgos en el empleo

COBERTURA DEL SMI*

(% DE ASALARIADOS EQUIVALENTES A JORNADA COMPLETA QUE PERCIBEN UN SALARIO MENOR O IGUAL AL SMI)



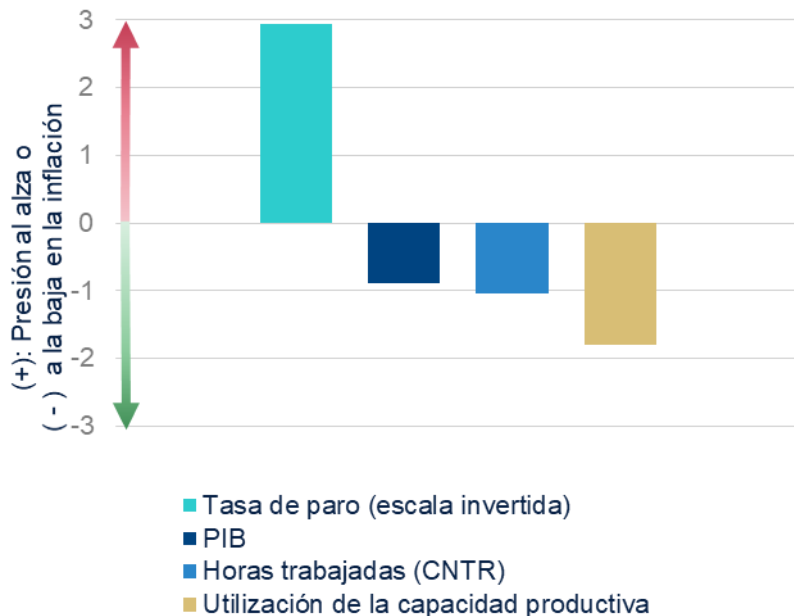
- Estimamos que el porcentaje de asalariados que perciben una retribución inferior o igual al SMI podría sobrepasar el 12% en el conjunto de España, y el 20% en algunas regiones, como Canarias.
- El impacto en la creación de empleo del aumento del SMI podría fluctuar entre 0,2 y 1,2 puntos menos de crecimiento en 2023.
- Las decisiones sobre el SMI deberían ser: acordadas entre sindicatos, organizaciones empresariales y Gobierno; predecibles (senda plurianual que reduzca la incertidumbre); y diseñadas y evaluadas continuamente por una comisión independiente similar a la de algunos países europeos.

Riesgos

Sin capacidad ociosa y con precios al alza

BRECHAS EN LA ACTIVIDAD Y EL MERCADO LABORAL

(DIFERENCIA EN EL NIVEL RESPECTO AL INICIO DE LA CRISIS COVID. PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

- La inflación continuará siendo uno de los principales riesgos sobre la actividad económica. Varios indicadores apuntan a que las presiones de demanda son fuertes y explican, en parte, la reciente evolución de la inflación.
- El pacto de rentas implícito entre los agentes sociales corre el riesgo de romperse. Sindicatos y organizaciones empresariales deben tratar de llegar a un acuerdo que limite el futuro crecimiento de los precios.
- 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 público continúa elevado.

Riesgos

Se puede empezar a perder competitividad en algunos sectores

RECUPERACIÓN DEL SECTOR TURÍSTICO EN ESPAÑA (VARIACIÓN 2019-2022)



- Aunque en 2022 las pernoctas y el grado de ocupación no alcanzaron los niveles precrisis, la oferta hotelera prácticamente se recuperó.
- En 2022 los precios y los ingresos por habitación disponible, en términos reales, se situaron un 7% y un 3%, respectivamente, por encima de los de 2019. Parte de este avance se debe al repunte de los costes, pero otra parte podría haber favorecido una mayor rentabilidad y ayudado a sanear la posición financiera del sector.
- Con menor margen en la oferta para continuar creciendo, con una demanda menos vigorosa y con más competencia, se prevé que la contribución del turismo al aumento del PIB sea menos intensa.

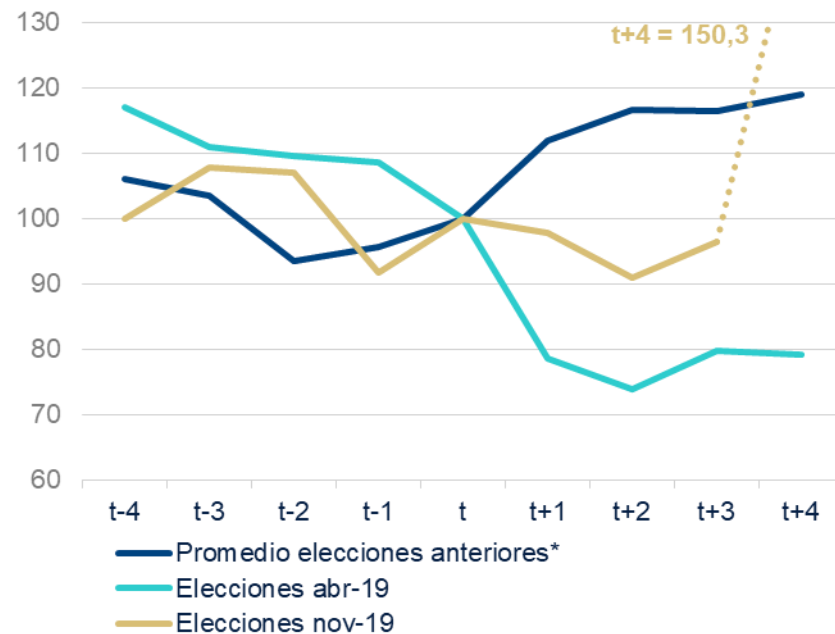
(*) Deflactado usando el deflactor del sector servicios (CNTR).
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Riesgos

Incertidumbre de política económica

PRIMA DE RIESGO EN ESPAÑA

(MES DE EVENTO ELECTORAL = 100)



*Elecciones autonómicas mar-15, generales dic-15 y moción de censura may-18.

Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg.

- Por el momento, la prima de riesgo que paga el Gobierno de España por financiarse en los mercados internacionales se mantiene estable y en niveles por debajo de su equilibrio de medio plazo. Esto es el resultado del cumplimiento de los compromisos adquiridos con el resto de Europa y de la acción del BCE.
- En un contexto en el que el BCE comienza a marcar el paso de salida hacia la reducción de su balance, y en el que hay incertidumbre sobre el aumento necesario de los tipos de interés necesario para controlar la inflación, las medidas que den seguridad a los inversores sobre la sostenibilidad a medio plazo de las cuentas públicas serán clave.

Previsiones

Previsiones

% a/a	2021	2022 (a)	2023 (p)	2024 (p)
Gasto en consumo final nacional	5,1	2,8	1,2	2,7
Consumo privado	6,0	4,3	1,0	2,8
Consumo público	2,9	-0,9	2,0	2,4
Formación bruta de capital fijo	0,9	4,3	3,0	10,5
Equipo y maquinaria	6,3	3,8	0,9	9,9
Construcción	-3,7	4,2	3,3	11,1
Vivienda	-4,8	2,7	0,9	10,6
Demanda interna*	5,2	2,8	1,9	4,2
Exportaciones	14,4	14,9	3,2	5,3
Exportaciones de bienes	10,6	2,8	3,9	5,1
Exportaciones de servicios	27,0	53,6	1,4	5,7
Consumo final de no residentes en el territorio económico	77,0	119,1	-2,3	8,0
Importaciones	13,9	7,7	3,8	9,4
Demanda externa*	0,3	2,6	-0,2	-1,6
PIB real pm	5,5	5,5	1,6	2,6

* Contribución al crecimiento del PIB.

(a): avance

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

Previsiones

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

(a): avance

(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.bbvarsearch.com.

Situación España

Marzo 2023