

# Situación España

Octubre 2022

## Mensajes principales. Global



### Entorno actual

La economía global da señales crecientes de desaceleración. Los precios de las materias primas y los cuellos de botella se suavizan. En Europa los precios del gas crecen por los recortes de oferta de Rusia. La inflación sigue elevada a pesar de signos de moderación, llevando a los bancos centrales a endurecer las condiciones monetarias de forma más agresiva, aumentando la volatilidad financiera y los temores de recesión. La incertidumbre sigue alta, principalmente por la guerra de Ucrania.



### Perspectivas macro (I)

Las perspectivas macroeconómicas se han deteriorado: la inflación será más alta, la política monetaria más estricta y el crecimiento más débil de lo previsto. El endurecimiento monetario de la Fed (los tipos en EE.UU. probablemente alcanzarán el 4,75%) augura un crecimiento más débil y una leve recesión a mediados de 2023. Es probable que el BCE suba los tipos hasta el 2,75%, lo que, junto con elevados precios del gas, creará las condiciones para que el PIB de la zona euro se contraiga en los próximos trimestres. Asimismo, las existencias relativamente elevadas, las medidas de ahorro y los flujos de fuentes alternativas deberían evitar una gran escasez de gas en Europa.



### Perspectivas macro (II)

Se prevé que el crecimiento mundial se reduzca del 6,2% en 2021 al 3,2% (-0,2pp en comparación con la previsión anterior) en 2022 y al 2,4% (-0,1pp) en 2023. La inflación se reducirá gradualmente a medida que las condiciones monetarias se endurezcan, la demanda se modere y los choques actuales se desvanezcan, pero seguirá alta, por encima de los objetivos, al menos hasta 2024.



### Riesgos

El principal riesgo es que las presiones inflacionistas requieran subidas aún mayores de los tipos de interés, llevando a la economía mundial a una profunda recesión y aumentando la probabilidad de turbulencias financieras. Suponen otros riesgos a la baja el deterioro de la guerra de Ucrania (que podría generar escasez de energía en Europa) u otras tensiones geopolíticas.

## Mensajes principales. España



### PIB

Se revisa al alza la estimación de crecimiento del PIB para 2022 hasta el 4,4%, pero las perspectivas se deterioran de cara al 2023, cuando el avance podría alcanzar sólo un 1,0%. La evolución reciente sitúa a la economía en un mejor punto de partida de cara a la desaceleración que ya se observa en los datos. En línea con lo previsto hace tres meses, distintos factores han comenzado a afectar negativamente al gasto de las familias.



### La economía se habría debilitado

La economía podría permanecer prácticamente estancada durante los próximos trimestres, o incluso registrar caídas moderadas, como consecuencia del aumento de la incertidumbre, del incremento en las expectativas de inflación y de la subida de los tipos de interés.



### La recuperación vendrá a inicios de 2023

El período de estancamiento será corto y la recuperación se reactivará a partir de los primeros meses del siguiente año. Hogares y empresas gozan de una mejor posición respecto al anterior ciclo de subidas de tipos; el ahorro acumulado durante el período de confinamiento sigue siendo elevado; y la inversión se sostendrá gracias a los fondos NGEU.



### Riesgos

Es posible un escenario de **restricción de gas** en Europa. Se percibe un punto de inflexión en la **inflación**, aunque se mantendrá elevada por un tiempo. Es prioritario formalizar un “**pacto de rentas**” y acelerar la implementación de los fondos europeos **NGEU**. A medio plazo, el sesgo dependerá de las **reformas** que se implementen durante los próximos meses.

01

# Situación Global Octubre 2022

# La persistencia de la inflación obliga a los bancos centrales a adelantar las subidas de los tipos de interés

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

### MODERACIÓN DEL CRECIMIENTO

Por la inflación, la subida de tipos, la guerra y la moderación de China, pese a la fortaleza de los mercados laborales.



### MERCADOS DEL GAS

Notable subida de precios debido a los cortes de oferta de Rusia.



### OTRAS MATERIAS PRIMAS

Precios altos, pero bajando por perspectivas de menor demanda.



### CUELLOS DE BOTELLA

Aún en niveles elevados, pero suavizándose, sobre todo en EE.UU.



### LA INFLACIÓN PERMANECE ALTA

La inflación sorprende al alza, pero las señales de moderación sugieren que pronto podría tocar máximos.



### SUBIDA ANTICIPADA DE LOS TIPOS DE INTERÉS

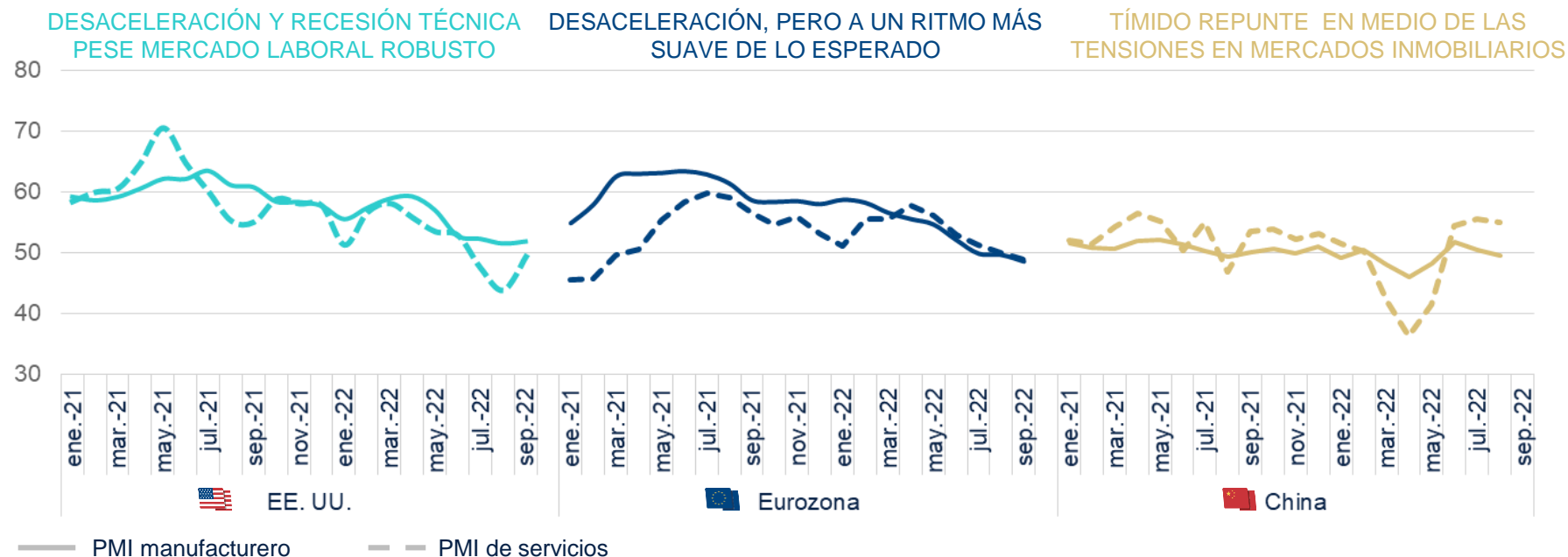
Un endurecimiento monetario más rápido y brusco de lo previsto, dado el compromiso de los bancos centrales con la estabilidad de los precios.



# El crecimiento pierde impulso ante la ralentización del proceso de reapertura, la inflación, las subidas de tipos, el gas en Europa y la COVID en China

## INDICADORES PMI

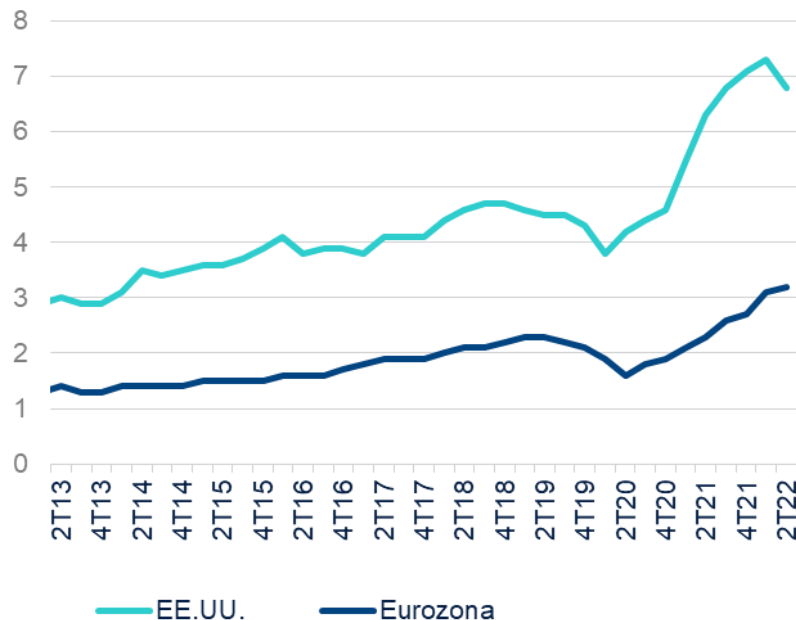
(MÁS DE 50: EXPANSIÓN; MENOS DE 50: CONTRACCIÓN)



# Los mercados laborales muestran fortaleza a pesar de la desaceleración de la actividad; los salarios crecen, pero a un ritmo más lento que la inflación

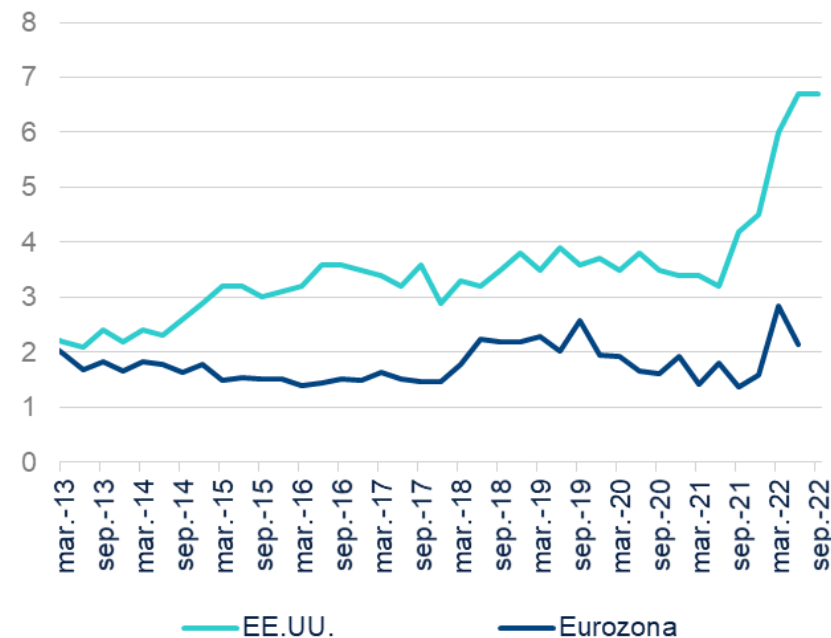
## MERCADO LABORAL: TASA DE VACANTES\*

(%, PROMEDIOS TRIMESTRALES)



## INDICADORES DE CRECIMIENTO SALARIAL

(% INTERANUAL, DATOS TRIMESTRALES)



\* Vacantes en proporción de la suma del empleo total y el número de vacantes

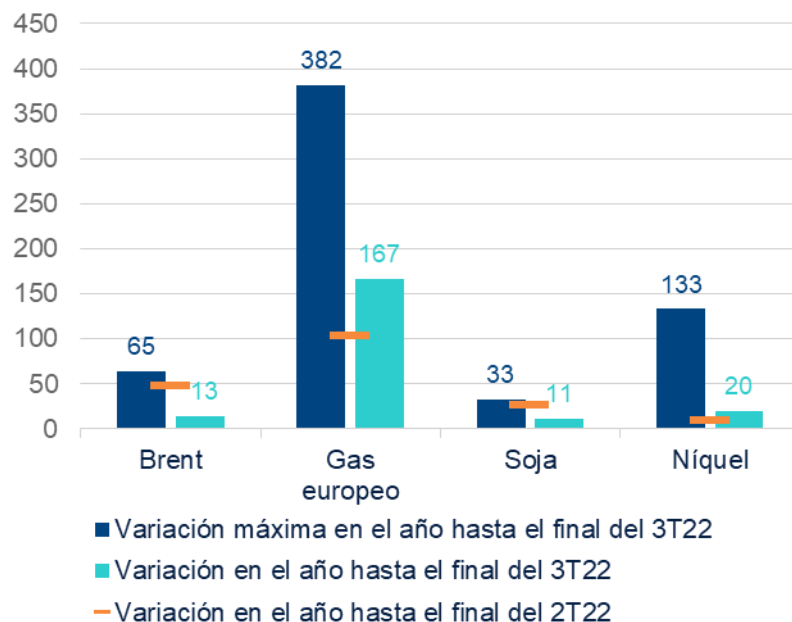
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de la Fed de Atlanta (*Wage Growth Tracker*) y del BCE (*Negotiated Wages*)

## Los precios del gas se disparan por los recortes rusos; los precios de otras materias primas se ajustan a la baja por las señales de moderación mundial

### PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

(%)

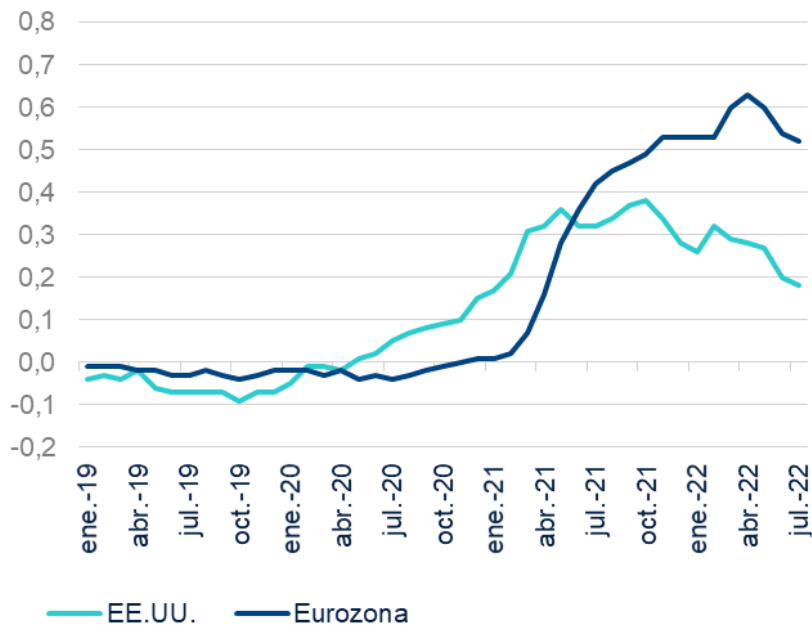


- Los precios del gas natural en Europa han subido un 31% en el 3T22 por la fuerte disminución del suministro de Rusia.
- Los precios del petróleo, los alimentos y los metales se redujeron recientemente por la ralentización global; los temas de oferta impidieron una corrección más brusca.
- Los precios del Brent han caído 23% en el 3T22, pese el recorte de oferta de la OPEP y el embargo de la UE a las exportaciones rusas.
- El acuerdo para desbloquear las exportaciones ucranianas de granos ha contribuido a una bajada de los precios.



# Los cuellos de botella disminuyen, pero siguen siendo muy altos, principalmente en Europa

## ÍNDICE DE CUELLOS DE BOTELLA BBVA RESEARCH (ÍNDICE: MEDIA DESDE 2003 = 0)



Fuente: BBVA Research.

## PRECIO DEL TRANSPORTE DE CONTENEDORES: GLOBAL Y BÁLTICO (INDEX: 2012 = 100)

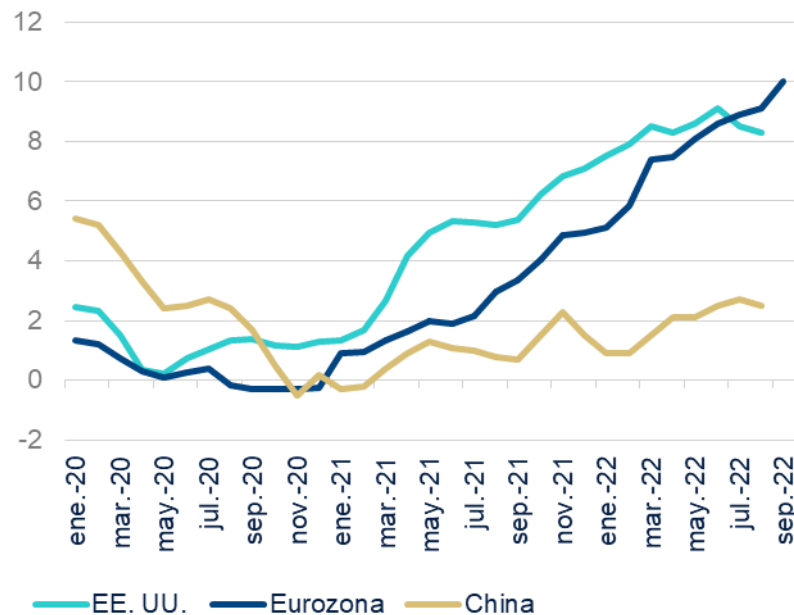


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

# La inflación sigue muy elevada y continúa sorprendiendo al alza, pero cada vez hay más signos de moderación

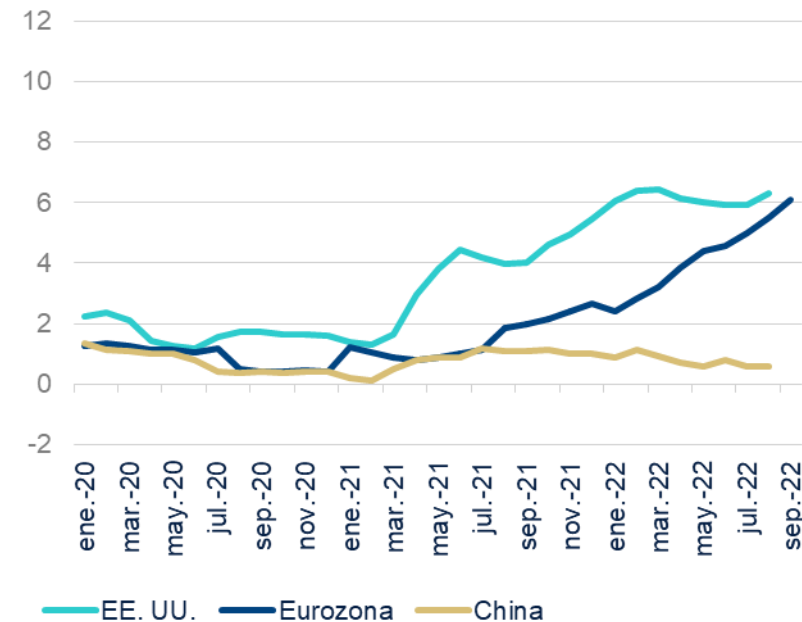
## INFLACION: IPC

(INTERANUAL %)



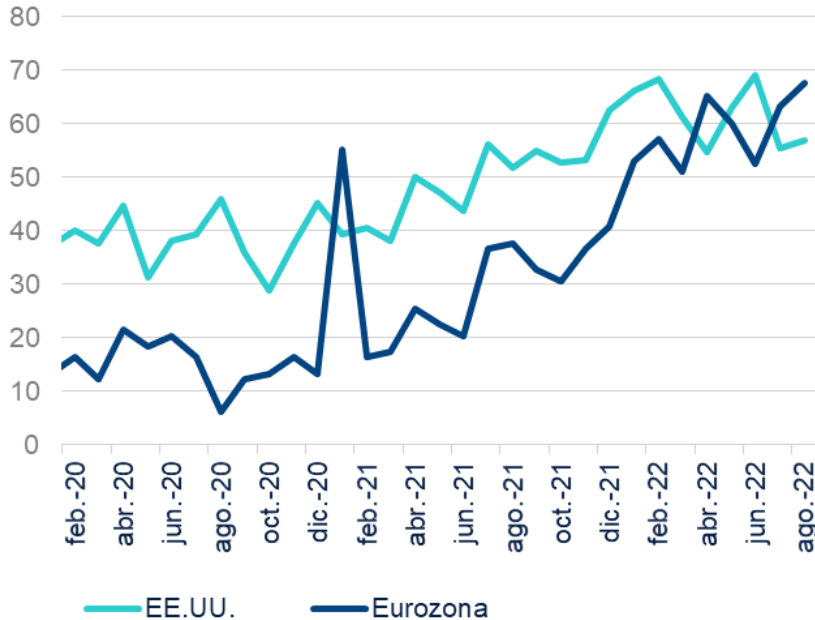
## INFLACIÓN SUBYACENTE: IPC

(INTERANUAL %)

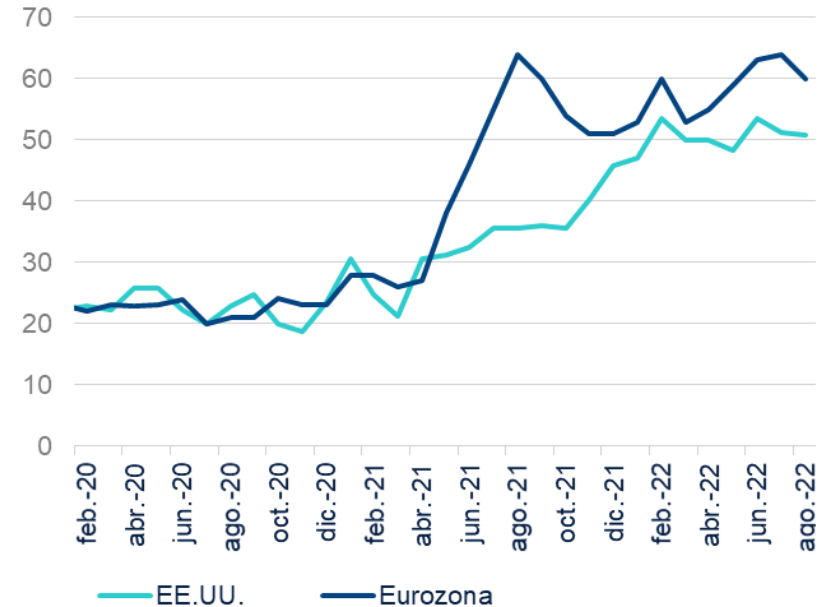


# Los ajustes de precios se han generalizado y también son más frecuentes

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



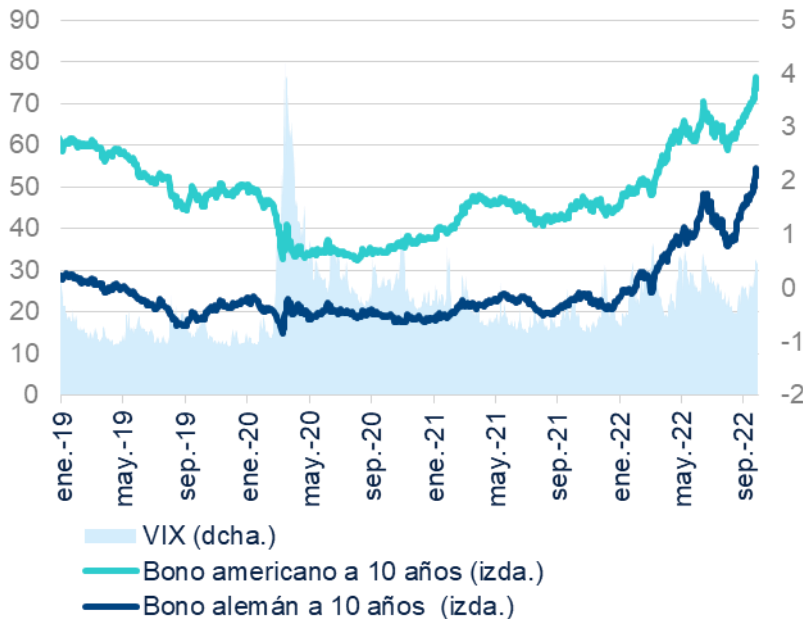
**ARTÍCULOS DE LA CESTA IPC CON TRES SUBIDAS DE PRECIOS MENSUALES CONSECUTIVAS**  
(PORCENTAJE DEL TOTAL DE ARTÍCULOS DE 2 DÍGITOS DEL CPI)



# Las agresivas subidas de los tipos ha generado volatilidad financiera; los rendimientos de los bonos soberanos subieron y el dólar se fortaleció

## RENDIMIENTOS SOBERANOS A 10 AÑOS Y VOLATILIDAD FINANCIERA

(RENDIMIENTOS: %, VOLATILIDAD: ÍNDICE VIX)



- La Fed ha subido los tipos de interés en 300 pb en el año hasta el 3,25% en septiembre, y ha allanado el camino para más ajustes.
- El BCE ha abandonado los tipos negativos; las tasas de refinanciación han alcanzado el 1,25% y se prevé que sigan aumentando; el nuevo programa de compra de activos (TPI) ayuda a reducir los riesgos de fragmentación.
- La mayoría de divisas se ha debilitado ante el dólar, reforzando las presiones inflacionistas y el riesgo de sobresaltos financieros
- La volatilidad, los rendimientos soberanos y las primas de riesgo han subido rápidamente ante perspectivas de mayor endurecimiento monetario, la incertidumbre por la guerra y las recientes tensiones en Reino Unido.

# Un nuevo deterioro de las perspectivas macroeconómicas: inflación más alta, política monetaria más restrictiva y crecimiento más débil de lo previsto

## BBVA RESEARCH ESCENARIO CENTRAL: PRINCIPALES HIPÓTESIS E IMPACTOS

### ENDURECIMIENTO MONETARIO

Tipos de interés más altos por un período de tiempo más largo dado el foco en la inflación

### MERCADOS DE GAS

Precios cerca de los niveles actuales, pero las medidas de ahorro, los flujos de fuentes alternativas e inventarios evitan escasez

### OTRAS MATERIAS PRIMAS

Precios a la baja por moderación de la demanda, pero relativamente altos

### CUELLOS DE BOTELLA

Mejora gradual a medida que los efectos de los choques actuales se desvanecen



### DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO

El crecimiento mundial se reducirá desde el 6,2% en 2021 al 3,2% (-0,2pp) en 2022 y al 2,4% (-0,1pp) en 2023. Recesiones suaves en la Eurozona, debido a las interrupciones en el mercado de gas, y en EE. UU., por las subidas de los tipos. Crecimiento bajo en China.



### LA INFLACIÓN SE MODERA LENTAMENTE

Inflación por encima de los objetivos hasta 2024, pero a la baja desde 2023 a medida que los choques actuales pierden fuerza, las subidas de tipos controlan las expectativas y los efectos de segunda vuelta no se materialicen.



### VOLATILIDAD FINANCIERA

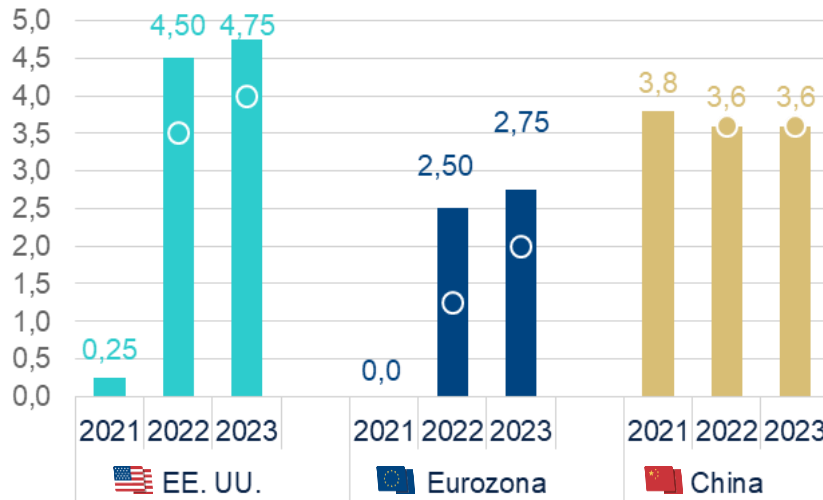
Dólar fuerte, primas de riesgo altas, salidas de capital de los mercados emergentes.



# Los bancos centrales seguirán centrados en controlar la inflación pese a la ralentización del crecimiento: tipos de interés más altos por más tiempo

## POLÍTICA MONETARIA: TIPOS DE INTERÉS\*

(%, FIN DE PERIODO)



● Previsiones anteriores (Jul/22) ■ Previsiones actualizadas (Sep/22)

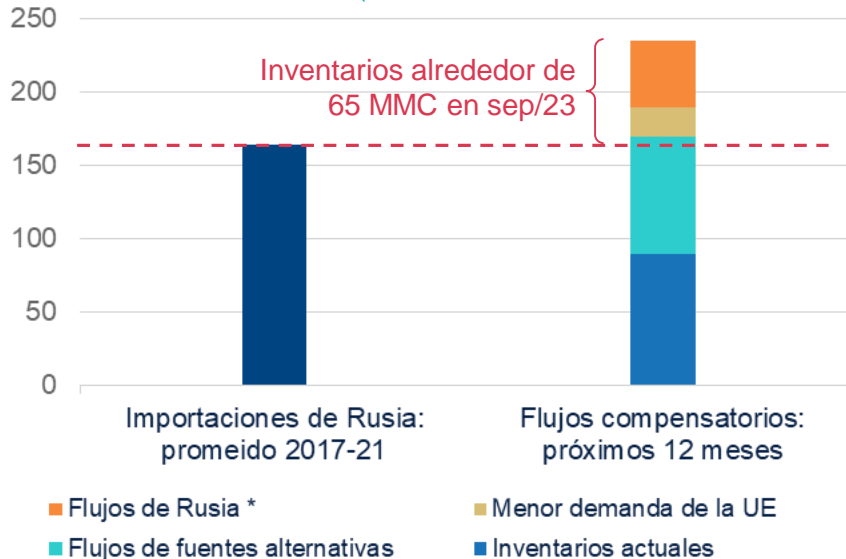
\* En el caso de la Eurozona, tipos de interés de las operaciones de refinanciación.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

- Es probable que la Fed suba los tipos hasta el 4,75% y los mantenga en ese nivel contractivo hasta el final de 2023, con el fin de desacelerar la economía (los mercados laborales en particular) y reducir la inflación.
- Se espera que el BCE suba los tipos de interés hasta el 2,75%, por encima de los niveles neutrales, presionado por la inflación y una Fed más agresiva, y a pesar de las sombrías perspectivas de crecimiento.
- La política fiscal será más expansiva en la zona euro que en EE. UU., sobre todo a través de los fondos NGEU y la suspensión de las reglas fiscales hasta 2023.
- En China, se espera que las políticas sigan mostrando un **tono ligeramente expansivo**.

# Mercados de gas europeos: las reservas elevadas, las medidas de ahorro y los flujos de fuentes alternativas probablemente evitarán escenarios de escasez

## GAS EN LA UE: IMPORTACIONES DE RUSIA Y FLUJOS PARA COMPENSAR LOS CORTES DE OFERTA EN LOS PRÓXIMOS 12 MESES (MILES DE MILLONES DE METROS CÚBICOS)



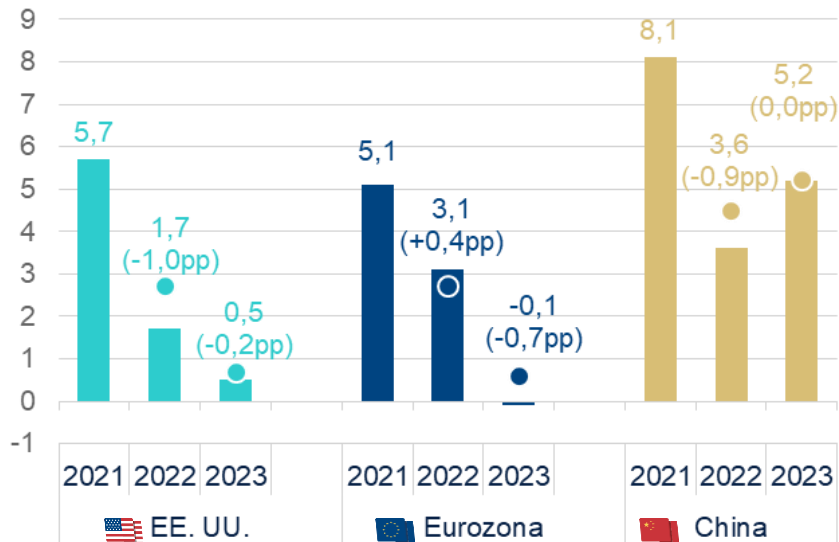
\* Suponiendo que las importaciones de Rusia se mantengan en los niveles actuales: unos 40 mil millones de metros cúbicos (25% del suministro total), a través de los gasoductos de Turquía y Ucrania y de los envíos de GNL, pero no a través de los gasoductos Nord Stream y Bielorrusia.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de, Bruegel, EUROSTAT, ENTSOG (European Network of Transmission System Operators for Gas).

- Escenario base: precios elevados (cerca de los niveles actuales), sin escasez de gas: los flujos de otras fuentes, las existencias y las medidas de ahorro compensarían la menor oferta en 2023-24, al menos si las importaciones de Rusia siguen en los niveles actuales y las temperaturas se mantienen cerca de los promedios históricos.
- Si Rusia reduce aún más el suministro por gasoductos, habría suficiente gas para el invierno de 2023, pero sería necesario un racionamiento adicional en 2024.
- Si Rusia recorta el suministro de gas natural licuado (GNL), el impacto no sería muy significativo: los mercados de GNL son globales, lo que implica que la UE acabaría importando GNL de otros productores.

# El crecimiento se ralentizará por la inflación, el aumento de los tipos, las disrupciones en los mercados de gas y el menor dinamismo en China

## PIB: CRECIMIENTO ANUAL EN TÉRMINOS REALES

(%)



● Previsiones anteriores (Jul/22) ■ Previsiones actualizadas (Sep/22)

\* Cambio de previsión entre paréntesis.

Fuente: BBVA Research.

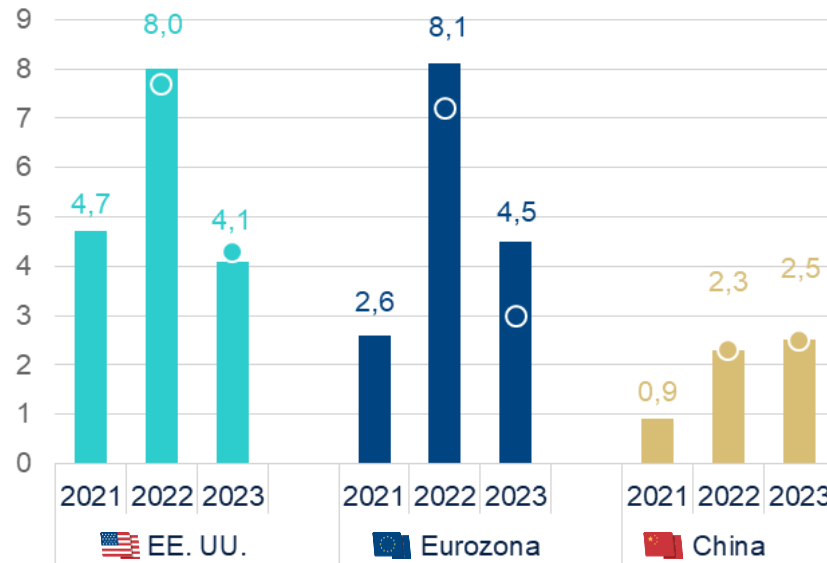
- En EE. UU., el crecimiento en 2022 se revisa a la baja por la caída del PIB en el 1S22 y el ajuste monetario; se espera una ligera recesión a mediados de 2023.
- En la Eurozona, los datos recientes del PIB apoyan una revisión al alza en 2022, pero la actividad se moderará hacia delante por los problemas en los mercados del gas y la subida de los tipos; una recesión en los próximos trimestres es probable.
- Las recesiones esperadas serán leves, dada la fortaleza de los balances de los hogares, las empresas y los bancos.
- En China, se recorta el crecimiento de 2022 por el impacto de la COVID y las tensiones en los mercados inmobiliarios; se espera una recuperación en 2023.



# La inflación seguirá elevada y muy por encima de los objetivos de los bancos centrales, pero se prevé que se flexione a la baja a partir de 2023

## INFLACIÓN: IPC

(INTERANUAL %, MEDIA DEL PERIODO)



● Previsiones anteriores (Jul/22) ■ Previsiones actualizadas (Sep/22)

Fuente: BBVA Research.

- Las previsiones de inflación se revisan al alza, en línea con evidencia de ajustes de precios más generalizados y más frecuentes y, en la Eurozona, también por los mayores precios del gas y el debilitamiento del euro.
- Con todo, los indicios de moderación (sobre todo en EE. UU.), refuerzan la visión de que la inflación se atenuará a medida que los choques actuales pierdan fuerza y las condiciones monetarias se endurezcan.
- La inflación tardará en converger al objetivo, pero se prevé que las **expectativas se mantengan mayormente ancladas**.
- La **desaceleración del crecimiento reducirá el margen para aumentos salariales sustanciales**, haciendo improbable efectos significativos de segunda vuelta.

# Riesgos: no se pueden descartar, en el actual contexto, una desaceleración más brusca del crecimiento global y episodios de turbulencias financieras

## PRINCIPALES RIESGOS A CORTO PLAZO PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL

### PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN

Efectos de segunda ronda, las nuevas perturbaciones o la mala gestión de las políticas podrían estimular la inflación, lo que exigiría unos tipos de interés más alto

### GUERRA DE UCRANIA Y GEOPOLÍTICA

Un empeoramiento de la guerra y nuevos conflictos geopolíticos; una importante escasez de gas en Europa son algunos de los principales riesgos

### ATERRIZAJE FORZOSO EN CHINA

La política de "covid cero", junto con las tensiones inmobiliarias y otros problemas locales, podrían allanar el camino hacia un crecimiento más débil en China

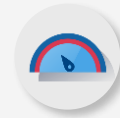
### TENSIONES SOCIALES Y POPULISMO

La debilidad macroeconómica y la polarización política, entre otros motivos, podrían desencadenar disturbios sociales y políticas populistas



### UNA DESACELERACIÓN MÁS BRUSCA DEL CRECIMIENTO

El crecimiento mundial podría desacelerarse más rápida y significativamente de lo previsto, aumentando las probabilidades de una recesión mundial



### TURBULENCIAS FINANCIERAS

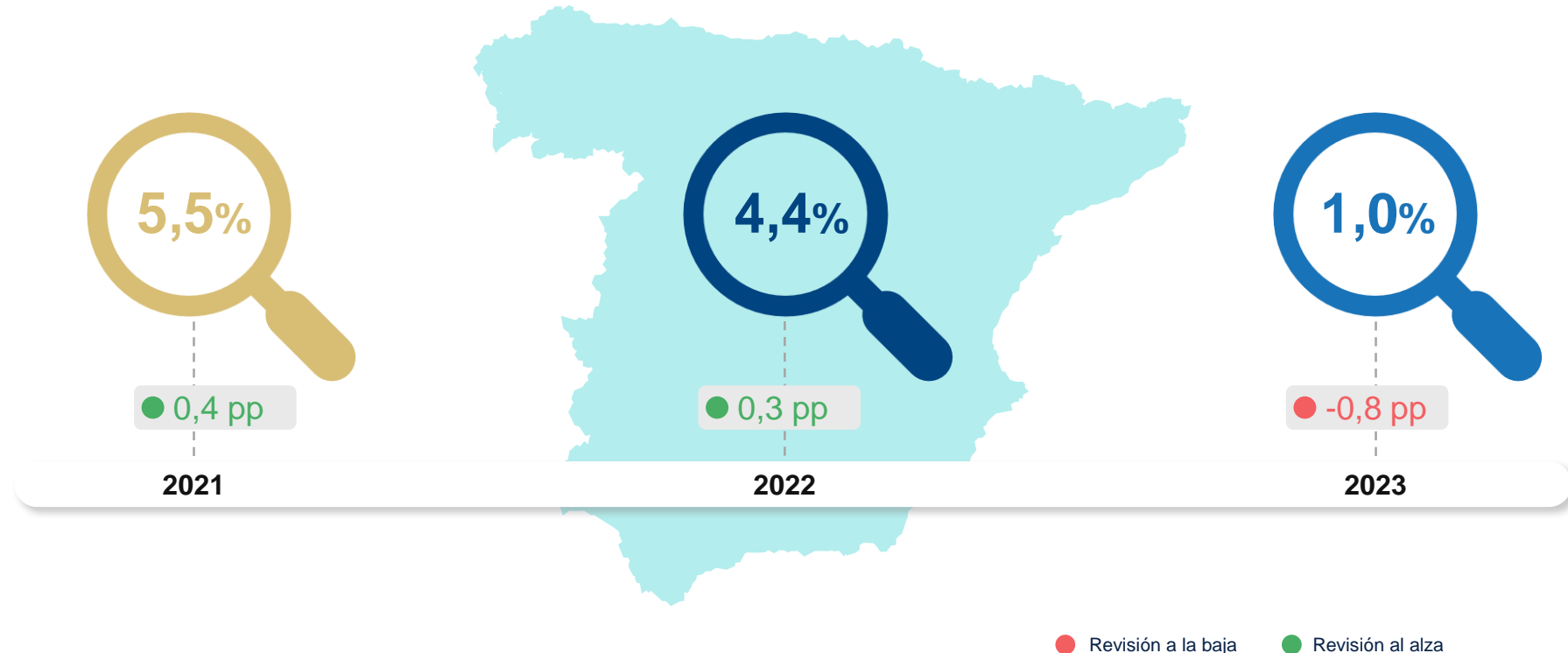
El aumento de los tipos de interés y la aversión al riesgo podrían desencadenar crisis financieras, en particular en los mercados de deuda y de los mercados emergentes



02

# Situación España Octubre 2022

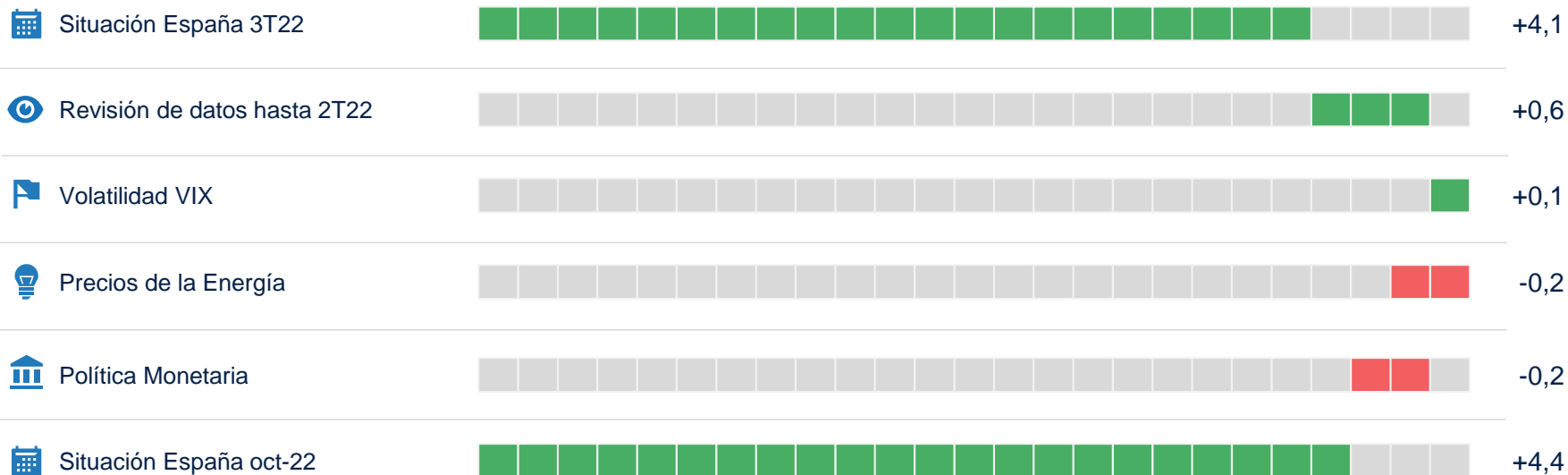
## Se revisa al alza la previsión de crecimiento para 2022 y a la baja la de 2023



# Se revisa al alza la previsión de crecimiento para 2022 y a la baja la de 2023

## DESCOMPOSICIÓN DE LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE 2022

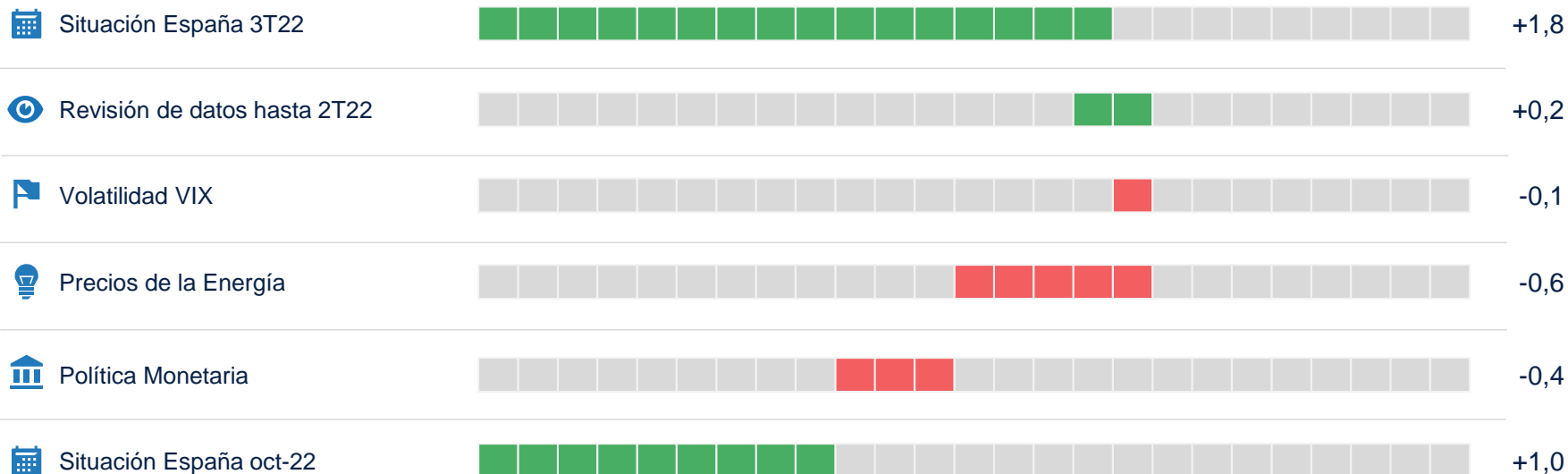
(ESCENARIO CENTRAL PUNTOS PORCENTUALES)



# Se revisa al alza la previsión de crecimiento para 2022 y a la baja la de 2023

## DESCOMPOSICIÓN DE LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE 2023

(ESCENARIO CENTRAL PUNTOS PORCENTUALES)



# El crecimiento del PIB se aceleró en el segundo trimestre del año, pero los datos avanzan un estancamiento en el tercero

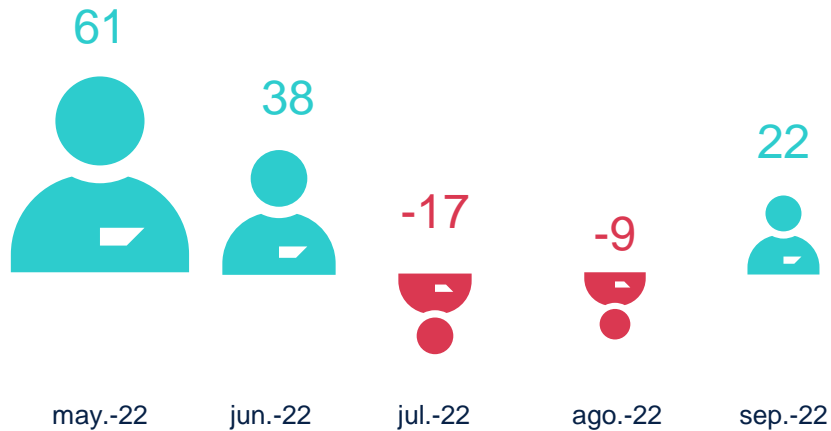
## VARIACIÓN DEL PIB (CRECIMIENTO TRIMESTRAL EN %)



- El crecimiento del PIB se aceleró puntualmente en el segundo trimestre del año. El efecto positivo sobre el consumo de la vacunación generalizada contra la COVID-19 ha sido mayor en los servicios y, en particular, los turísticos.
- Sin embargo, los datos de los últimos meses muestran el agotamiento del impacto de la vacuna. Es posible que la actividad se haya estancado en el tercer trimestre, lo que explicaría el debilitamiento en la evolución del empleo, que se ha acentuado en los últimos meses.

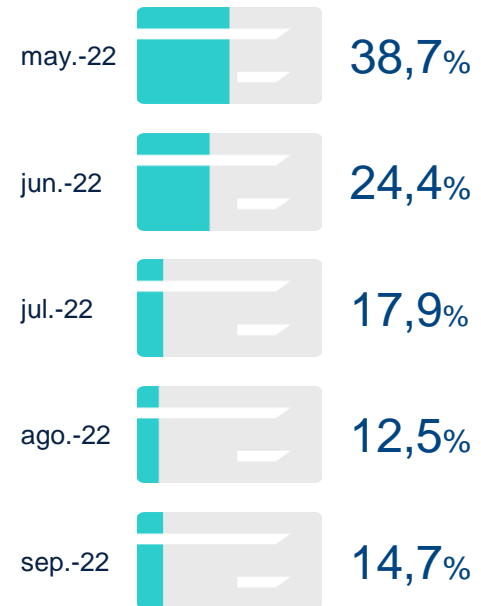
# Los datos de los últimos meses indican una desaceleración de la actividad

## AFILIACIÓN MEDIA A LA SEGURIDAD SOCIAL (DATOS CVEC. VARIACIÓN MENSUAL EN MILES DE PERSONAS)



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

## GASTO PRESENCIAL CON TARJETA REALIZADO FUERA DE LA PROVINCIA HABITUAL DE RESIDENCIA (VARIACIÓN INTERANUAL, %)



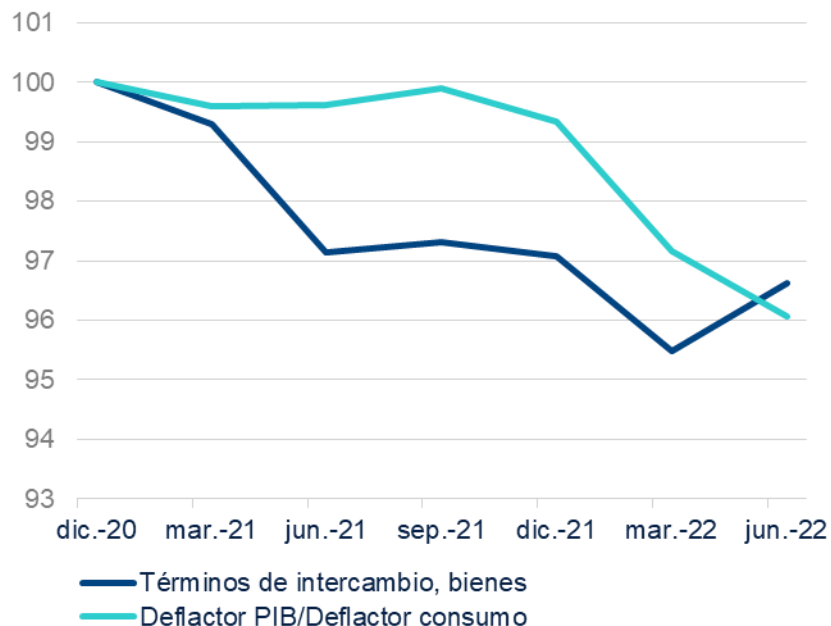
Fuente: BBVA Research a partir de BBVA.



# La economía podría permanecer prácticamente estancada como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo

## PRECIOS RELATIVOS Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

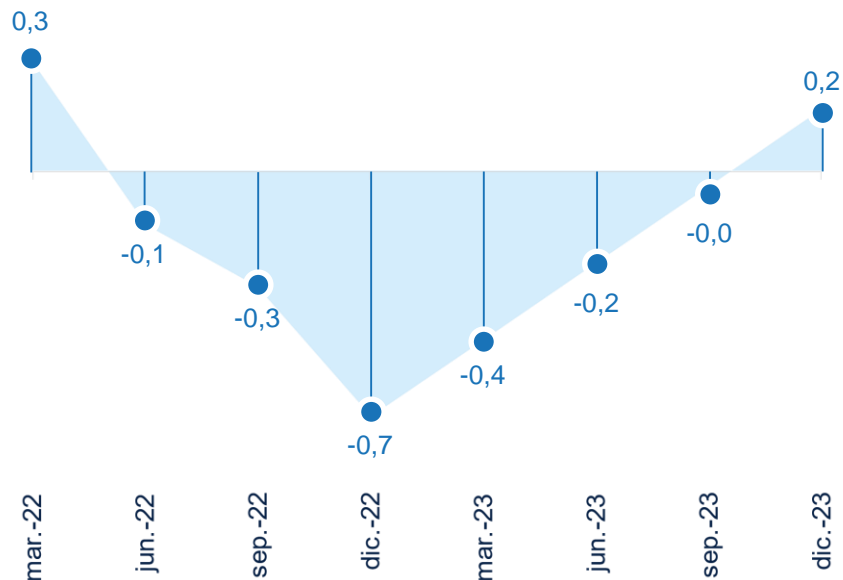
(4T20=100, BASE 2015, CVEC)



- El incremento del precio de las importaciones ha provocado un empobrecimiento generalizado. Hay un deterioro en los términos de intercambio en España, que afecta directamente a la competitividad de las empresas españolas y a la capacidad de compra de los hogares.
- Las decisiones de recorte de gasto tienden a ser mayores en la medida en que se mantienen las sanciones a Rusia, aumentan los cortes de gas y el incremento en el precio de la energía se vuelve más duradero.

## La economía podría permanecer prácticamente estancada como consecuencia del aumento en la incertidumbre

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



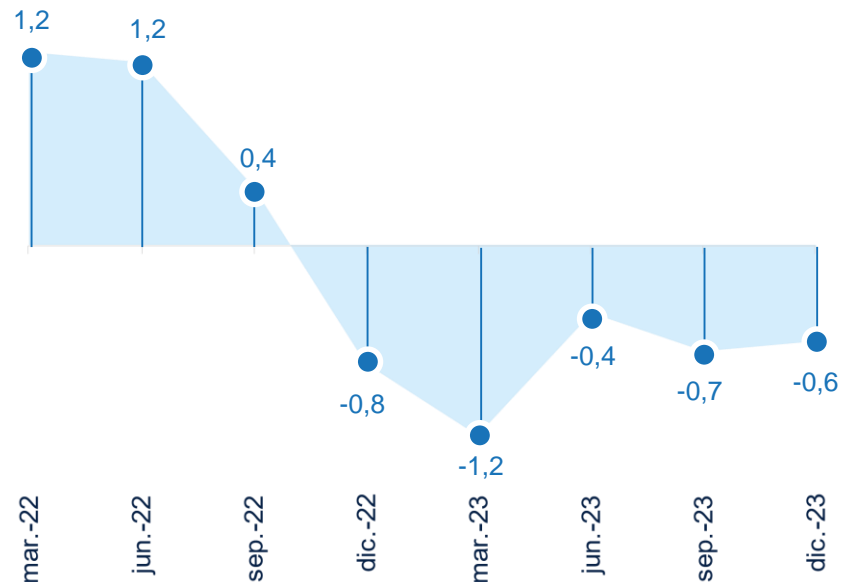
- La invasión rusa a Ucrania, el incremento en la inflación y la expectativa de alza en los tipos de interés **han incrementado la incertidumbre hacia delante.**
- La incertidumbre de política económica aumenta conforme se acercan los procesos electorales. Los indicadores de confianza comienzan a entrar en valores **consistentes con una recesión.**
- El empeoramiento que se ha observado durante los últimos meses podría saldarse con una **reducción del consumo de los hogares de 0,6 pp en el cuarto trimestre del año.**

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

Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea.

## La economía podría permanecer prácticamente estancada como consecuencia del incremento en los tipos de interés

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

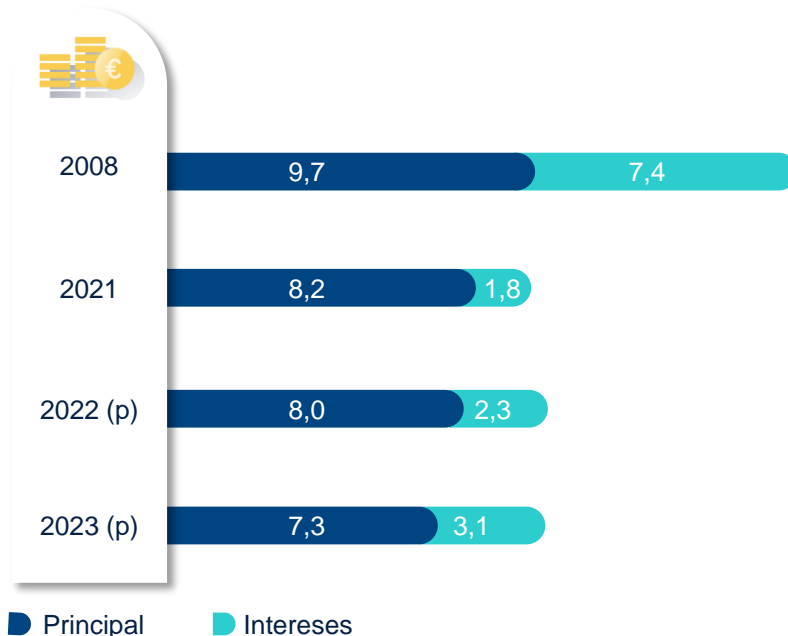


\*Tipo de interés del saldo vivo de crédito hipotecario deflactado por el deflactor del consumo privado.  
Fuente: BBVA Research

- Con el fin de luchar contra la inflación, el BCE ha adelantado el aumento en los tipos de interés, además de apuntar a un punto de llegada superior al que se planteaba hace unos meses.
- La política monetaria contractiva podría comenzar a impactar de manera negativa en el consumo privado a partir del 4T22 (-0,8 pp). Se estima que el incremento en los tipos de interés reales podría restar alrededor de 2,2 pp al avance del consumo privado en 2023.
- El aumento en los tipos de interés y la ralentización en el avance del empleo podrían frenar las decisiones de inversión en el sector inmobiliario.

# El período de estancamiento será corto y la recuperación se reactivará a partir de los primeros meses del siguiente año

## CARGA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (% DE LA RENTA BRUTA DISPONIBLE NOMINAL)



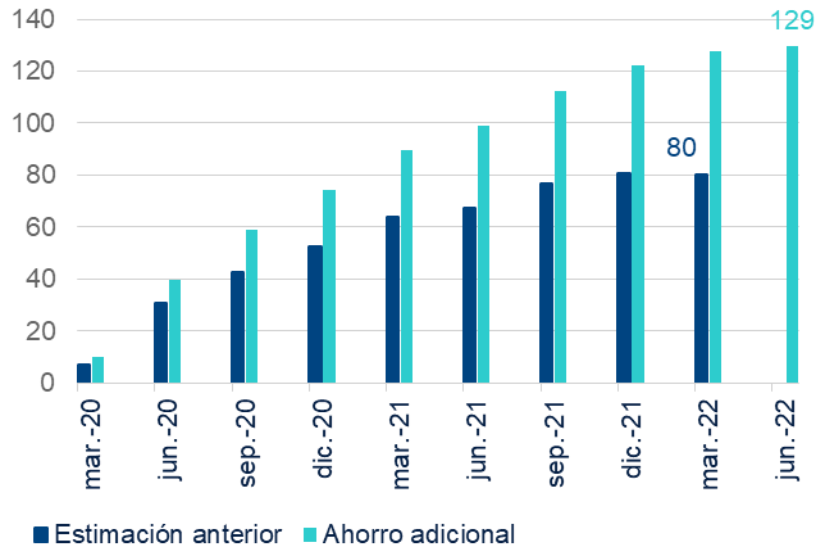
P: previsión.  
Fuente: BBVA Research.

- Distintos factores amortiguarán el impacto de la subida de los tipos de interés sobre el consumo y la inversión.
- Los hogares están en mejor posición para afrontar la subida de los tipos de interés que en la crisis financiera de 2008.
- Se parte de tipos históricamente reducidos, con un buen porcentaje de los créditos negociados con pagos fijos y una parte de los saldos con una antigüedad elevada. Con el empleo resistiendo y los salarios aumentando, la renta disponible nominal crecerá. Por último, el ahorro acumulado durante el período de confinamiento sigue siendo elevado.

# El exceso de ahorro acumulado por los hogares contribuirá a sostener el consumo y la inversión

## EXCESO DE AHORRO DE LOS HOGARES\*

(MILES DE MILLONES DE EUROS ACUMULADOS DESDE 4T19)



\*Véase García, J. R., Ulloa, C. y Veiga, R. (2021): El ahorro de los hogares españoles en tiempos de pandemia. Observatorio BBVA Research. Disponible en:

<https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/el-ahorro-de-los-hogares-espanoles-en-tiempos-de-pandemia>

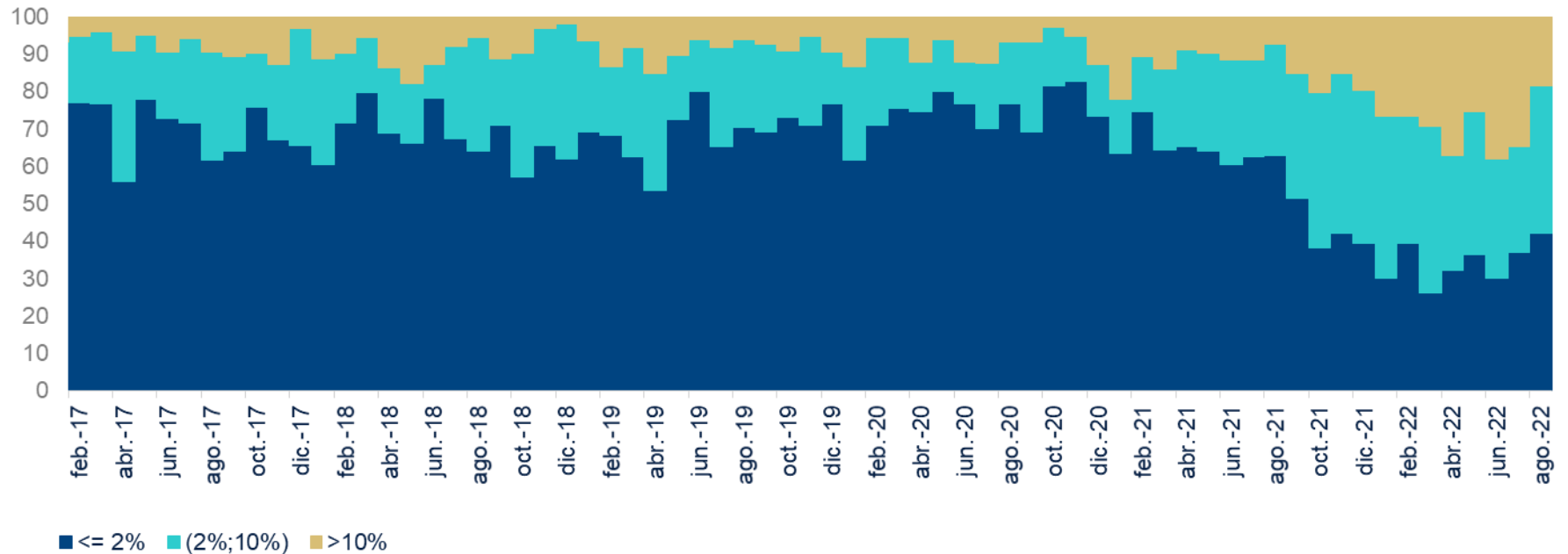
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

- El ahorro acumulado por los hogares desde el primer trimestre de 2020 roza los 130.000 millones de euros tras la revisión al alza de los ingresos y gastos realizada por el INE, lo que permitirá suavizar el efecto del incremento de los precios y los tipos de interés sobre la demanda.
- Si las familias desahorran desde mediados de 2022 al mismo ritmo al que acumularon ahorro desde 2020, su consumo podría crecer tres puntos más en el periodo 2022-2024.
- Una parte del exceso de ahorro se destinará a otros fines, como reducir el endeudamiento e invertir en vivienda.

# La inflación probablemente se acerca a un punto de inflexión, aunque se mantendrá elevada

## DISTRIBUCIÓN DE LA CESTA DE CONSUMO SEGÚN LA INFLACIÓN SOPORTADA

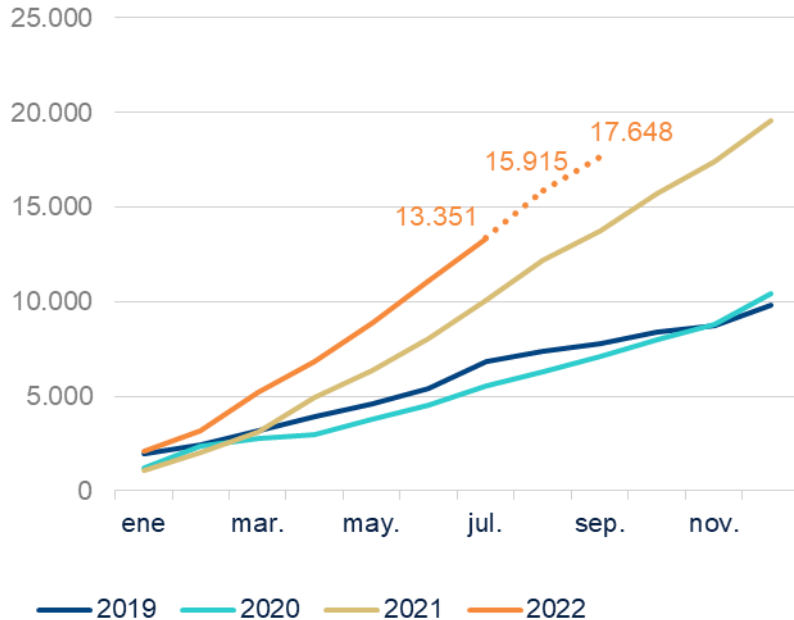
(%)





# La inversión en otras construcciones y en maquinaria y equipo podría sostenerse dependiendo de la ejecución de los fondos NGEU

## LICITACIÓN OFICIAL DE OBRA PÚBLICA (MILLONES DE EUROS, DATOS ACUMULADOS)

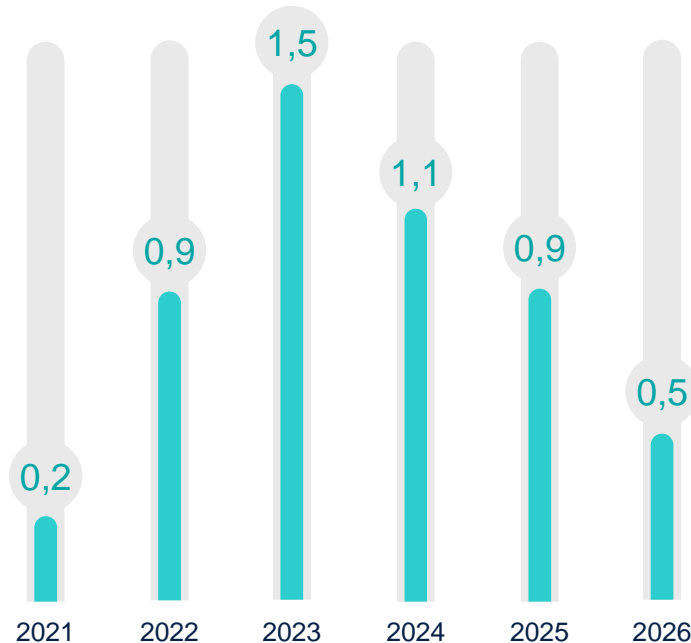


- Desde comienzos del año, la licitación oficial de obra pública ha alcanzado niveles superiores al de los años anteriores.
- La puesta en marcha y ejecución del Plan de Recuperación estaría detrás del mayor volumen licitado desde mediados de 2021. Más del 15% de la licitación de obra pública se está financiando con el Plan.
- La falta de información respecto a la llegada de los recursos a la economía en términos de Contabilidad Nacional, hace que BBVA Research revise a la baja la estimación de ejecución de los fondos NGEU y espere que este gasto termine 2022 entre 9.000 y 15.000 millones de euros. En 2023, la ejecución podría alcanzar los 21.000 millones de euros.



## La inversión en otras construcciones y en maquinaria y equipo podría sostenerse dependiendo de la ejecución de los fondos NGEU

### DESVIACIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB RESPECTO AL ESCENARIO EN AUSENCIA DEL NGEU (PP)

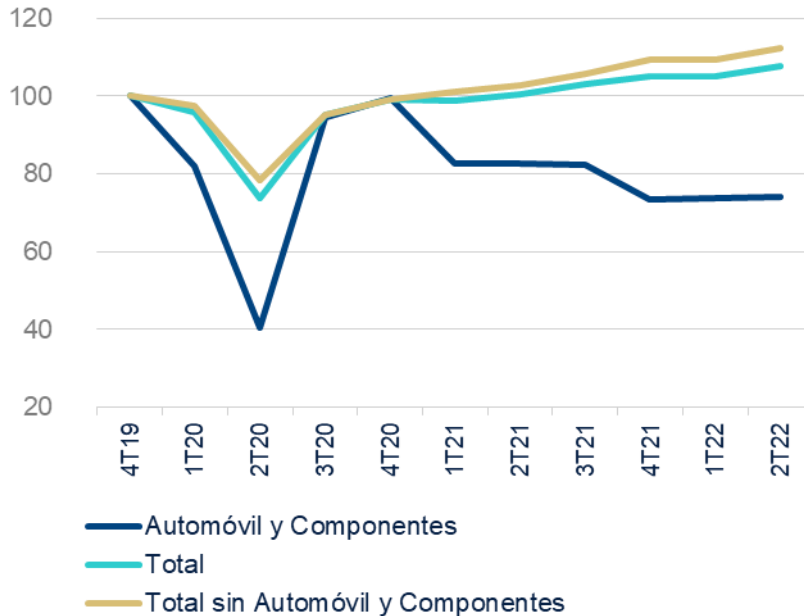


- Aunque la ejecución de los fondos del NGEU está siendo más lenta de lo que se esperaba cuando se aprobó el Plan de Recuperación, se espera que a final de 2026 se sitúe cercana al 100% de lo planificado, y que siga sosteniendo una parte de la inversión.
- La ejecución del importe total del Plan podría tener un impacto acumulado de 5,0pp de PIB. La incertidumbre sobre el ritmo de la realización del gasto hace que se revise a la baja el impacto estimado para 2021 (-0,4pp hasta los 0,2pp), 2022 (-0,2pp hasta los 0,9pp) y 2023 (-1,3pp hasta los 1,5pp).
- Entre 2024 y 2026 la ejecución del Plan podría añadir 2,5pp más sobre el crecimiento del PIB.

# Aunque la demanda externa contribuirá negativamente al crecimiento, las exportaciones muestran fortaleza

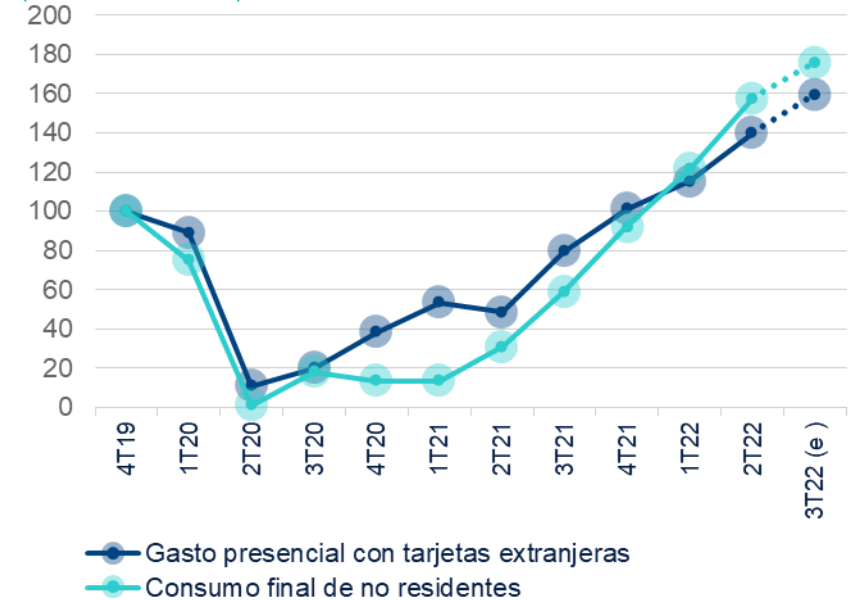
## EXPORTACIONES DE BIENES

(4T19=100, PRECIOS REALES, CVEC)



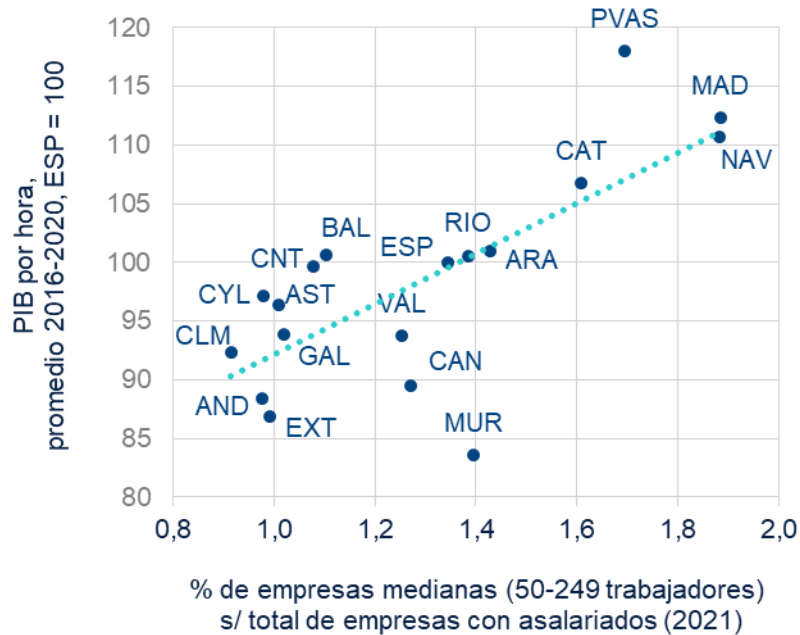
## CONSUMO DE NO RESIDENTES Y GASTO PRESENCIAL CON TARJETAS EXTRANJERAS

(4T19=100, CVEC)



## Impacto positivo de la Ley “Crea y Crece”

### PIB POR HORA TRABAJADA Y TAMAÑO MEDIO DE LAS EMPRESAS



- Son bienvenidos los cambios dirigidos a reducir el coste de inicio de operación de una empresa, como la reducción de la exigencia de un capital social mínimo para crear una sociedad de responsabilidad limitada desde 3.000 a 1 euro o la digitalización de los procesos para su establecimiento.
- Sin embargo, se echan en falta medidas encaminadas a potenciar la consolidación y crecimiento de las empresas.
- Por contraparte, los cambios anunciados para mejorar la unidad de mercado pueden tener un impacto más limitado.

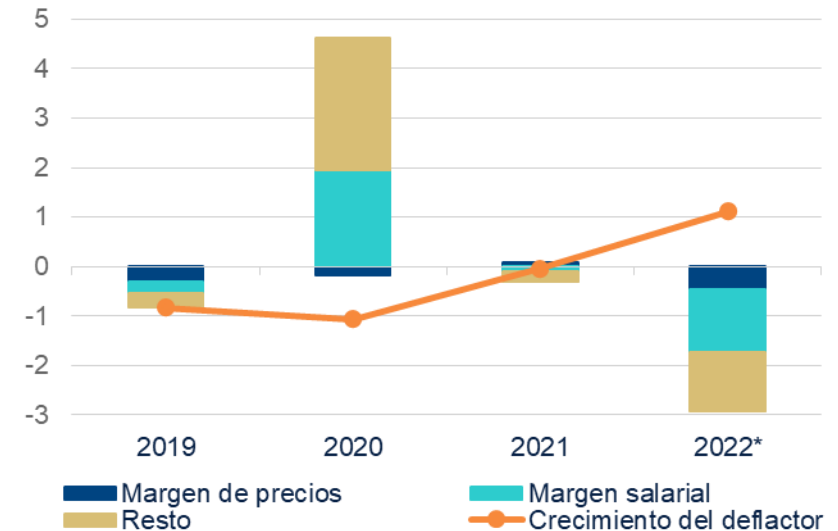
# Riesgo: la contención de la inflación dependerá de la distribución del coste que supone el aumento del precio de las importaciones

## DEFLACTOR DEL PIB

(UEM Y DIFERENCIAS RESPECTO A LA ZONA DEL EURO EN ESPAÑA)

	2019	2020	2021	2022
 <b>DEFLACTOR EUM</b>	1,6	1,6	1,7	1,8
 <b>SALARIOS</b>	0,1	0,4	-1,7	0,6
 <b>MÁRGENES</b>	-0,3	-0,9	-2,9	1,0
 <b>RESTO</b>	0,0	0,1	5,1	-0,7

## TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL DEFLACTOR DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, 1T2019-2T2022. DESVIACIONES RESPECTO AL PROMEDIO MUESTRAL DESDE 1992 (PROMEDIO ANUAL. %)

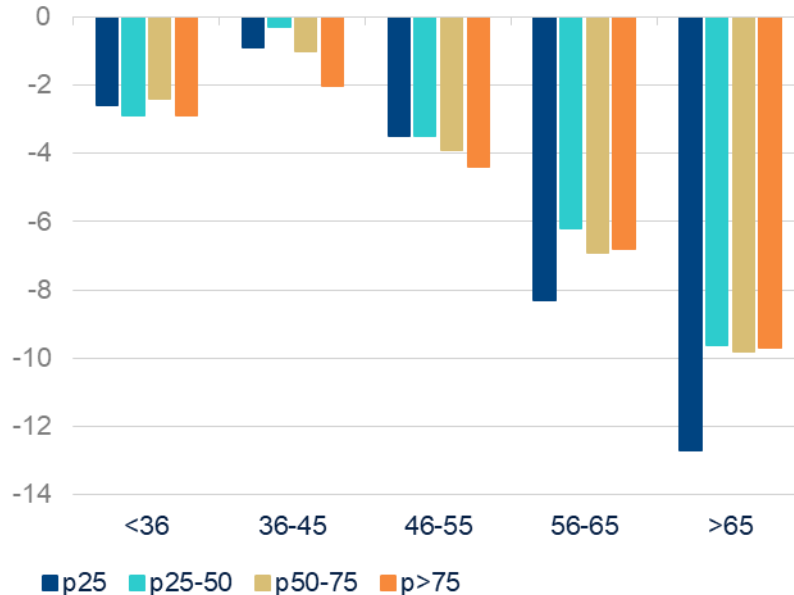


(\*): Promedio enero a junio de 2022.

Fuente: BBVA Research a partir de Bosca et al (2022): "Factores Explicativos del Deflactor del PIB desde el Inicio de la Pandemia." BBVA Research (de próxima publicación).

# Riesgo: la contención de la inflación dependerá de la distribución del coste que supone el aumento del precio de las importaciones

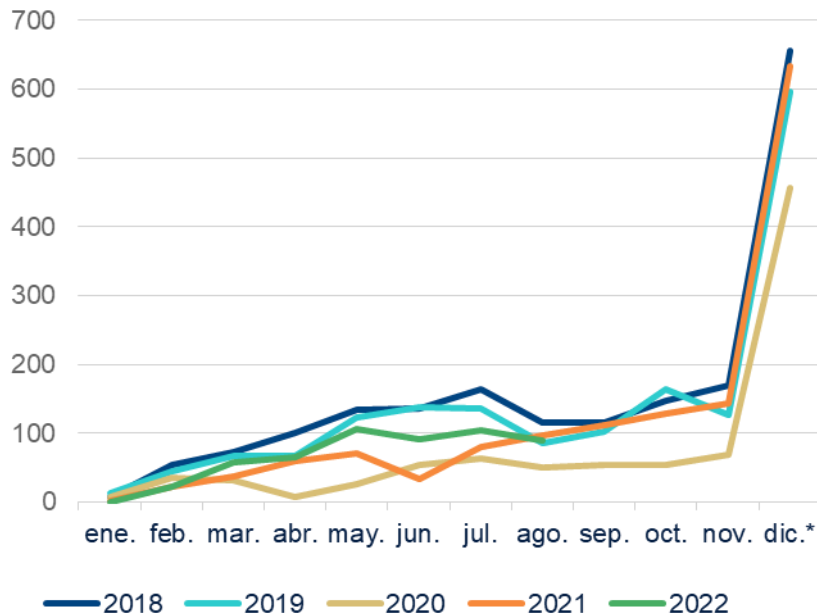
## EFECTO DE LA INFLACIÓN INESPERADA EN LA CAPACIDAD DE AHORRO DE LOS HOGARES (MEDIANA DE LOS EFECTOS TOTALES POR EDAD Y PERCENTIL DE RENTA, % DE LA RENTA)



- Conforme la pérdida de poder adquisitivo y el incremento de los costes se consoliden, se puede poner en peligro el empleo, la supervivencia de las empresas y la paz social.
- Una alternativa para acotar la reducción de la capacidad adquisitiva de los trabajadores y, simultáneamente, evitar que el crecimiento salarial retroalimente la inflación es el abono por parte de las empresas de una paga extraordinaria, puntual y no consolidable.

# Riesgo: la contención de la inflación dependerá de la distribución del coste que supone el aumento del precio de las importaciones

## CONVENIOS COLECTIVOS POR AÑO DE FIRMA Y PERIODO DE REGISTRO\*



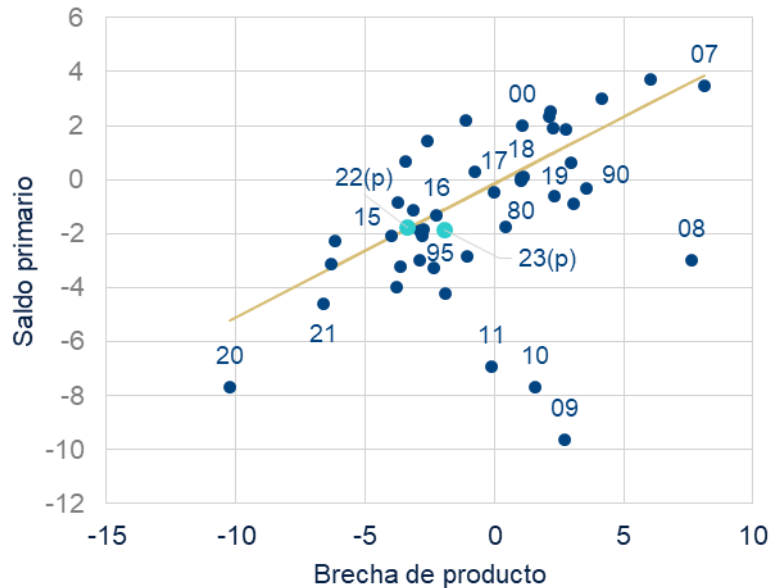
- Siete de cada diez convenios colectivos se firman en el **segundo semestre de cada año o en los primeros meses del año siguiente.**
- A pesar de la demora en la firma de un nuevo Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, el comportamiento de la negociación en 2022 parece replicar el patrón de años anteriores.
- Si no se formaliza un “pacto de rentas”, es probable que **la conflictividad laboral aumente durante los próximos meses**, lo que dañaría la creación de empleo y el crecimiento económico.

\*Los convenios con efectos económicos en el año t registrados con posterioridad al año de firma se incluyen en el último mes del año t.

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

# Riesgo: persiste un elevado desequilibrio estructural en las cuentas públicas

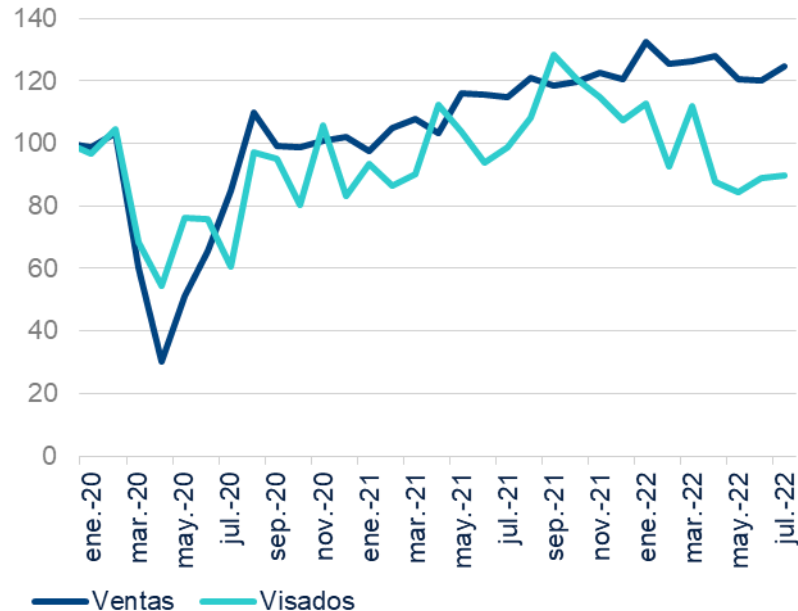
## SALDO PRIMARIO DE LAS AA. PP. VS BRECHA DE PRODUCTO (PP DEL PIB)



- El déficit se comportó mejor de lo que se podría esperar dada la evolución del PIB, gracias a los cambios normativos en el empleo y el tejido productivo que sostuvieron la recaudación de la imposición directa...
- ...y a los subsidios y créditos otorgados, que permitieron que el consumo y la inversión se recuperaran relativamente pronto. Además, la inflación ha permitido un aumento en la carga impositiva.
- En todo caso, **algunos de estos determinantes pueden ser temporales** y el desequilibrio estructural primario estaría alrededor del 1% del PIB. El gasto en intereses añadiría 2,5pp al déficit estructural.

## Riesgo: los obstáculos a la inversión pueden lastrar la competitividad, la disponibilidad de vivienda o ralentizar el impacto de los fondos NGEU

### VENTA DE VIVIENDAS Y VISADOS DE OBRA NUEVA (DIC-19 = 100)



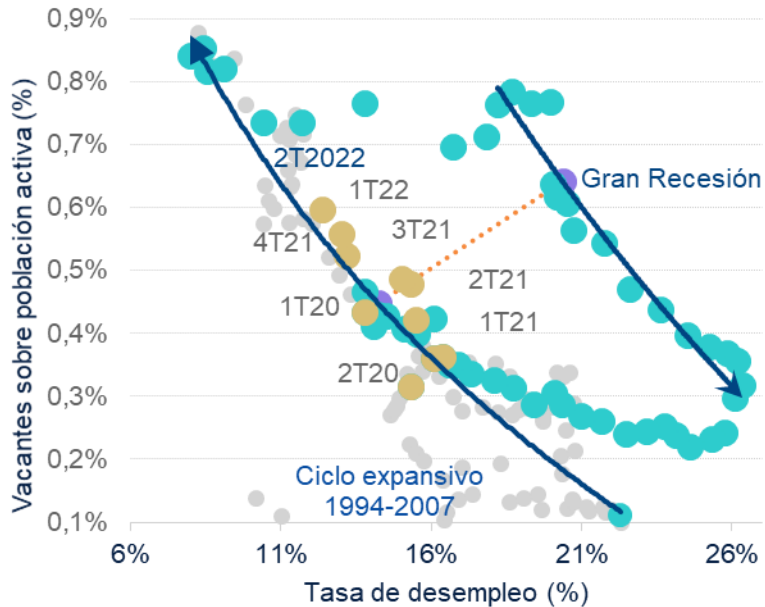
- Desde el final de la pandemia la oferta de vivienda nueva no ha sido capaz de responder a una demanda relativamente fuerte.
- La actividad constructora podría estar acusando la falta de suelo urbanizable, el retraso en la concesión de permisos, la incertidumbre relacionada con la negociación de la nueva Ley de Vivienda en el Congreso, la falta de mano de obra cualificada o al incremento en el coste de los insumos.
- Dotar de suelo, simplificar y acelerar los procesos para conseguir licencias y propiciar la colaboración público-privada son aspectos relevantes para favorecer la construcción de viviendas.



# Riesgo: falta de mano de obra cualificada necesaria para cubrir la demanda que requieren las empresas

## CURVA DE BEVERIDGE 1T1994-2T2022 (%)

(%)



- Con la reducción del desempleo, el tiempo que se tarda en cubrir una vacante se está incrementando, una debilidad de la economía dada la elevada tasa de paro.
- Es necesario que el sistema educativo incremente la interacción entre estudiantes y empresas en busca del mayor beneficio mutuo.
- También es bienvenida la reforma del Reglamento de Extranjería, que contribuirá a suavizar las restricciones que impondrá la caída esperada de la población en edad de trabajar y la falta de encaje entre demanda y oferta en algunas partes del mercado laboral.

# Riesgo: falta de mano de obra cualificada necesaria para cubrir la demanda que requieren las empresas

## PARTICIPACIÓN DE LA POBLACIÓN ACTIVA EN ACTIVIDADES EDUCATIVAS Y FORMATIVAS (%)

(%)



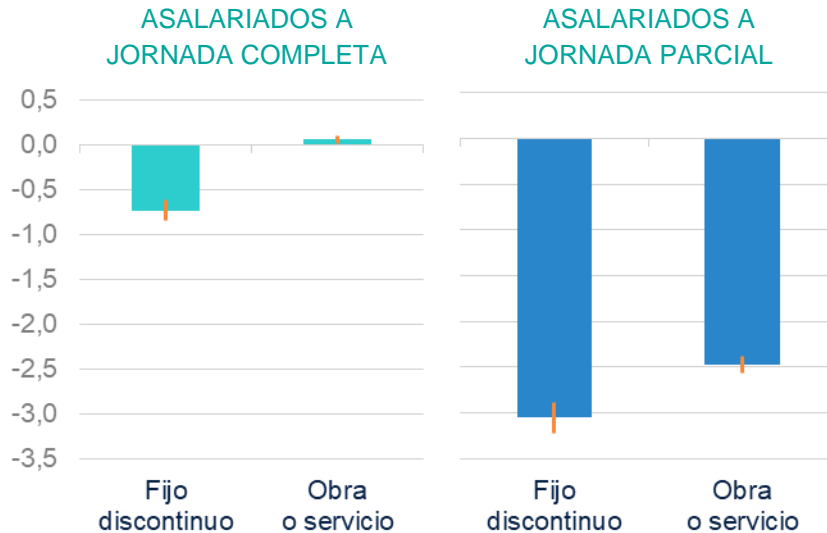
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

- Otra respuesta puede ser la incentivación del retraso en la jubilación.<sup>1</sup> Las tasas de actividad y empleo de la población española de 55 y más años aún se sitúan lejos de las que tienen las economías líderes de la OCDE, en parte por diferencias en capital humano.
- Para revertir esta tendencia es necesario facilitar la posibilidad de compatibilizar trabajo y pensión. Se puede conseguir eliminando los obstáculos que entorpecen la retención y contratación de trabajadores de mayor edad y mejorando su empleabilidad y productividad.
- La implicación de los trabajadores de edad avanzada en acciones formativas es reducida en comparación con la de los jóvenes.

(1): Véase Arellano, A., Doménech, R. y García, J. R. (2022): "Prolongar la vida laboral: ¿Por qué? ¿Dónde estamos? ¿Cómo hacerlo?"

# Riesgo: que la transición desde temporales a fijos discontinuos implique una reducción de las horas trabajadas

## EFECTO DEL TIPO DE CONTRATO SOBRE LAS HORAS TRABAJADAS (DIFERENCIAS CON RESPECTO A LOS INDEFINIDOS ORDINARIOS EN NÚMERO DE HORAS, 1T07-2T22)



Intervalo de confianza al 95%

Modelo bietápico que estima los determinantes de la jornada laboral efectiva entre 1T07 y 2T22  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

- La reforma laboral ha simplificado las modalidades de contratación temporal, restringido su utilización y flexibilizado la contratación indefinida (en particular, la fija discontinua), lo que redundará en puestos de trabajo más estables.
- Los trabajadores con contrato indefinido ordinario trabajan más horas que el resto de asalariados, con independencia de sus características personales y laborales, las de la empresa en la que trabajan y el ciclo económico. La reforma laboral aun no ha modificado este resultado.
- Para incrementar la intensidad en el empleo, sería deseable que las transiciones desde la temporalidad se realicen al contrato indefinido ordinario, sobre todo en los trabajos a tiempo parcial, en lugar de al fijo discontinuo.

# Previsiones

# Previsiones

% a/a	2020	2021	2022 (p)	2023 (p)
<b>Gasto en consumo final nacional</b>	-8,4	5,1	0,3	1,0
Consumo privado	-12,2	6,0	1,0	0,9
Consumo público	3,5	2,9	-1,5	1,5
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	-9,7	0,9	4,5	5,1
Equipo y maquinaria	-13,3	6,3	4,9	3,8
Construcción	-10,2	-3,7	3,8	4,3
Vivienda	-11,4	-4,8	2,7	1,3
<b>Demanda interna*</b>	<b>-9,1</b>	<b>5,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>
<b>Exportaciones</b>	-19,9	14,4	16,5	-1,5
Exportaciones de bienes	-8,8	10,6	-0,4	1,1
Exportaciones de servicios	-43,3	27,0	70,3	-6,3
Consumo final de no residentes en el territorio económico	-75,8	77,0	192,3	-13,6
<b>Importaciones</b>	-14,9	13,9	6,5	0,3
<b>Demanda externa*</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,8</b>
<b>PIB real pm</b>	<b>-11,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>1,0</b>

\* Contribución al crecimiento del PIB.

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

# Previsiones

% a/a	2020	2021	2022 (p)	2023 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-6,8	6,6	3,3	0,8
Empleo, EPA	-2,9	3,0	3,1	0,6
Tasa de paro (% población activa)	15,5	14,8	13,0	13,3
IPC (media anual)	-0,3	3,1	9,3	4,9
Deflactor del PIB	1,1	2,4	2,8	1,5
Déficit Público (% PIB)	-9,9	-6,8	-4,2	-4,4

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

# Situación España

Octubre 2022