

BCE

## Situación y perspectivas de la economía española

Pep Ruiz / Alfonso Arellano

Septiembre 2023

### La incertidumbre de política económica aumenta

Se revisa al alza el crecimiento del PIB para 2023, desde el 1,6% hasta el 2,4%, y a la baja el de 2024 hasta el 2,1% desde el 2,6% previsto en marzo pasado. En parte, la mejora se explica por revisiones estadísticas, pero también por una sorprendente y positiva evolución de las exportaciones. Aunque se espera que varios factores contribuyan a revertir la caída reciente de la demanda interna, existen dudas sobre si el actual ritmo de expansión y creación de empleo es sostenible hacia 2024, en línea con las mayores incertidumbres para el próximo año en la economía mundial. Si bien el aumento en tipos de interés estaría cerca de finalizar, la transmisión de la política monetaria se produce con rezago. Las previsiones de una inflación en la eurozona algo mayor de lo esperado y la persistencia de su componente subyacente sesgan al alza los tipos de interés del BCE, que podrían mantenerse elevados durante más tiempo. Sectores clave como la construcción de vivienda, el turismo, o el agroalimentario verán limitado su avance por restricciones de oferta. La formación de capital fijo muestra una preocupante debilidad, a pesar del soporte de los fondos NGEU. Finalmente, la incertidumbre de política económica ha repuntado, en un contexto en el que se tendrá que acelerar la reducción del déficit público en 2024.

**La reversión parcial de algunos de los factores que han limitado el avance del consumo y de la inversión anticipa una mayor contribución al crecimiento por parte de la demanda interna durante los próximos trimestres.** La disminución de los precios de las materias primas y, principalmente, de los combustibles ha permitido una reducción de la inflación hasta el entorno del 3% en mayo. De mantenerse, se estima que el cambio en las perspectivas que se ha observado desde hace seis meses en el coste de la energía podría añadir casi 1,0 pp al PIB en 2023 (frente a un escenario en el que los precios hubieran continuado relativamente elevados). Por otra parte, **el ajuste a la baja en las expectativas de inflación en la UEM apunta a que el final del ciclo de subidas en el coste de financiación está próximo**<sup>1</sup>. BBVA Research prevé que el tipo de interés de política monetaria podría aumentar sólo 50 pb más, alcanzando el 4,25%, después de haber subido 250 pb en el segundo semestre 2022 y 375 pb hasta mayo de este año. Finalmente, dada la buena evolución de la renta disponible y la contracción del consumo privado, la tasa de ahorro se habría incrementado nuevamente por encima de lo que pueden explicar sus fundamentales tradicionales, tanto en el cuarto trimestre de 2022 como en el primero de 2023. Estos recursos acumulados durante el último semestre podrían convertirse en mayor gasto en la medida en que disminuya la incertidumbre sobre el coste de la cesta de consumo, se consolide la confianza sobre la situación del mercado laboral y se confirme la finalización del encarecimiento del coste de financiación.

**Aunque la llegada de los fondos NGEU parece tomar velocidad, existe incertidumbre sobre su impacto a corto plazo en la inversión.**

**La política fiscal podría tomar un tono contractivo el siguiente año, en la medida en que vuelvan a ser efectivas las reglas fiscales en la UEM.**

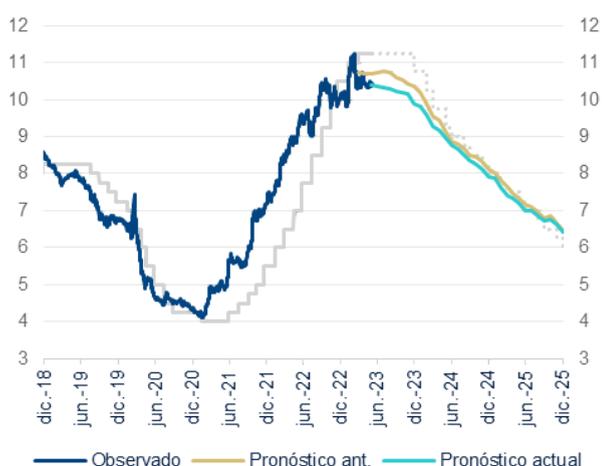
<sup>1</sup>: Tras el anuncio de las nuevas reglas fiscales por parte de la Comisión Europea (CE), se tendrá que pensar en cómo realizar el ajuste durante los próximos años.

- Anticipamos un menor crecimiento en 2S23 por debilitamiento de la demanda externa en un entorno de altas tasas de interés y apretamiento de las condiciones de financiamiento en EE. UU.
- Por su parte, las cifras del mes de abril del indicador de actividad industrial (0,4% MaM) sugieren que continúa la normalización en este sector, especialmente en la manufactura (con un crecimiento mensual de 6.6% en el sector automotriz).
- De acuerdo con datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la población ocupada se encuentra actualmente 5,7% por arriba del nivel previo a la pandemia (febrero de 2020). Desde entonces, se han creado 3.200.000 empleos.
- Respecto al empleo formal, los registros del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) muestran cifras de generación de empleo récord. De enero a mayo de 2023 se han creado un total de 490.000 empleos.

Respecto a la política monetaria, prevemos que Banxico mantendrá una pausa prolongada durante 2T y 3T23 después de iniciarla en mayo tras mantener la tasa monetaria sin cambios en 11,25%, independientemente de un posible aumento de la Fed en el mes de julio.

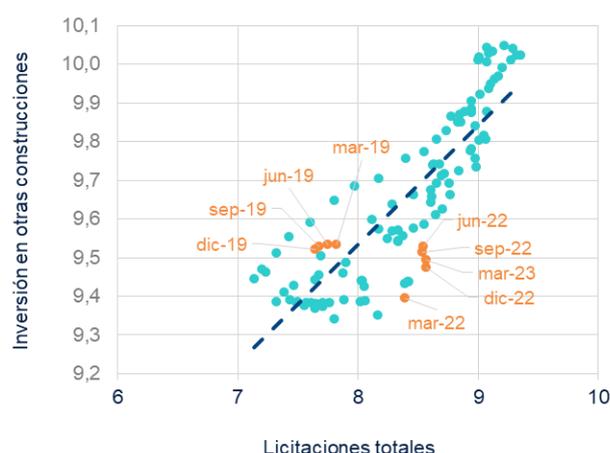
El BCU ha tomado nota de las señales de desaceleración y ha sido el primer banco central en la región en bajar la tasa de política monetaria. En la última reunión de abril recortó 0,25 pp dejando la misma en 11,25% luego de alcanzar un máximo de 11,5% tras haber arrancado de 4,5% de sep-20, momento en que se mantenía negativa<sup>2</sup> en términos reales para mitigar los efectos de la pandemia. La dinámica reciente de las expectativas de inflación para los próximos 24 meses se ubican en 6,7%, bien por sobre el rango meta, y no muestran una tendencia definida a la baja lo que nos lleva a estimar que el BCU se mantendrá una pausa hasta por lo menos el 3T para luego retomar los recortes de tasa, en la medida que las expectativas de inflación para el horizonte relevante de política monetaria converjan al rango de 3-6%, y terminar el año en 10,25%.

Gráfico 1. **RENDIMIENTO DE BONOS M A 2 AÑOS (%)**



La línea gris sólida (observado) y punteada (pronóstico) indica la tasa objetivo de Banxico. Fuente: BBVA Research, Bloomberg.

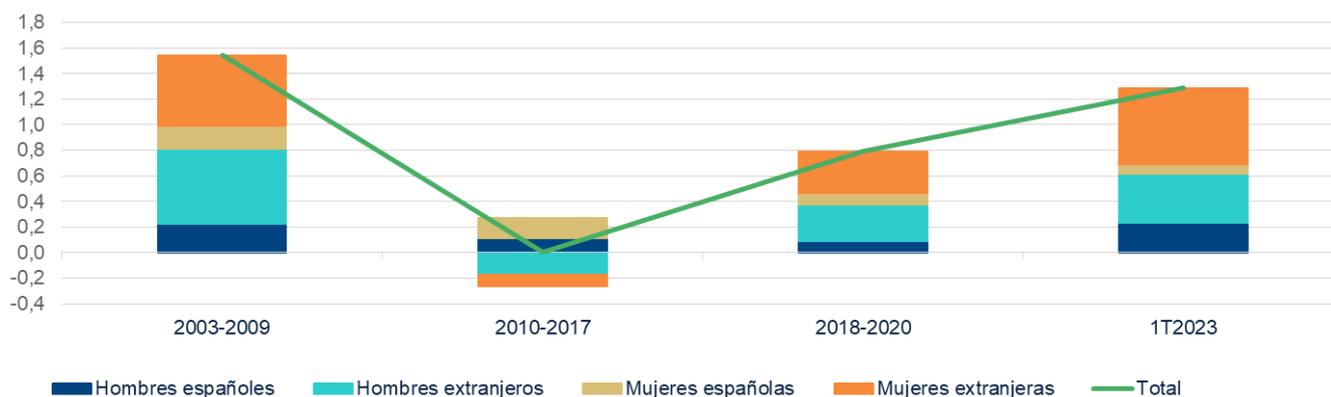
Gráfico 2. **LOREM IPSUM**



Fuente: BBVA Research

<sup>2</sup>: Esto toma al sector privado sin desequilibrios, con niveles de endeudamiento incluso por debajo de los del conjunto de la UEM.

Gráfico 3. TIPO DE CAMBIO (PESOS/USD)



Fuente: BBVA Research, INEGI.

Prevedemos que hacia el último trimestre de 2023, en un entorno de clara tendencia a la baja de la inflación y en el que la FED ya habría culminado su ajuste monetario, el BCRP empezará a recortar la tasa de referencia, aunque inicialmente de manera gradual. Proyectamos que la tasa de política cerrará el año en 7,25%, con lo que el BCRP iniciará un proceso de normalización de la posición de la política monetaria que se aceleraría en 2024 para llevar la tasa a 5,0% a fines de ese año.

Tabla 1. PREVISIONES MACROECONÓMICAS

( Mill. €)	2016	Variación 2016 / 2015	
		2023p	2024p
PBI (% a/a)	17.059	3,9	14,9
Inflación (% a/a, fdp)	24.653	4,1	14,2
Consumo Público (% a/a)	11.862	4,4	16,9
<b>Tasa de desempleo (% fin fdp)</b>	<b>3.475</b>	<b>31,5</b>	<b>61,2</b>

Fuente: BBVA Research

Tabla 2. **TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EEUU	2,1	2,4	1,8	1,3	4,7	8,0	4,3	3,1
Eurozona	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,7
China	1,5	2,1	2,9	2,5	0,9	2,0	1,5	2,0
Mundo	3,3	3,9	3,6	3,6	5,1	9,3	7,4	6,4

Fecha de cierre de previsiones: 02 mayo 2023  
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  
[www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)