

# Situación España

4T21



# Evolución reciente y esperada de la economía española

Octubre 2021

**Se revisan a la baja las previsiones de crecimiento del PIB para 2021 y 2022, desde el 6,5% y el 7,0%, hasta el 5,2% y el 5,5%, respectivamente.** Este deterioro en las perspectivas implica todavía una recuperación robusta, pero refleja también la aparición, o una mayor permanencia de la esperada, de diversos factores negativos, sobre todo por el lado de la oferta, como cuellos de botella, disrupciones en las cadenas de producción y el aumento del precio de la energía. También incide la inesperada caída de la productividad laboral en el segundo trimestre del año, según las cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), así como el retraso en la ejecución de los fondos relacionados con el programa NextGenerationEU (NGEU). En todo caso, la fortaleza que muestra el gasto de los hogares asegura que la recuperación continúa a corto plazo. Hacia 2022 será clave que las incertidumbres que ahora sobrevuelan al comportamiento de la actividad se vayan resolviendo favorablemente cuanto antes.

**El PIB del segundo trimestre de 2021 mostró un avance inferior al esperado.** El crecimiento del 1,1% trimestral fue considerablemente menor que el adelantado por el INE en su primera estimación y el previsto por BBVA Research hace tres meses (2,8% trimestral), a pesar de un fuerte incremento en el consumo de los hogares (4,4% trimestral vs. BBVA Research: 3,0% trimestral). Este se vio beneficiado por la finalización del estado de alarma, la flexibilización de las restricciones de apertura, desplazamiento y reunión, además del avance de la vacunación. Esto permitió una nueva reducción de la tasa de ahorro de las familias, que cayó hasta el 8,8% de la renta bruta de los hogares en el segundo trimestre del año descontado el factor estacional, el nivel más bajo desde finales de 2019, y se situó lejos de los máximos alcanzados hace un año (22,3%). La disminución de la incertidumbre sobre la posibilidad de contagio y la capacidad de volver a realizar gasto en formato presencial tuvieron un impacto positivo en el sector servicios. Por ejemplo, las compras con tarjeta de crédito de clientes de BBVA y en Terminales de Punto de Venta de BBVA, repuntaron desde el 7% interanual en los tres primeros meses de 2021 al 62% interanual entre abril y junio (en promedio). Más aún, la participación de los servicios en el total del gasto se incrementó de un 50% en el primer trimestre a un 55% en el segundo. Los principales beneficiarios fueron la restauración, el ocio, el entretenimiento, el alojamiento o el transporte.

**La caída de la inversión y una contribución más negativa de la demanda externa neta, por el sorprendente aumento de las importaciones, explican el menor crecimiento de lo esperado en el segundo trimestre.**

Después de una recuperación intensa, los indicadores relacionados con la formación bruta de capital fijo fueron deteriorándose desde hace tres meses. Esto sucedió particularmente con las compras de maquinaria y equipo, que se vieron negativamente afectadas por varios factores. En primer lugar, por las interrupciones en las cadenas de valor del sector manufacturero a nivel mundial. En segundo lugar, por el incremento en los costes de transporte. En tercer lugar, por el retraso en la ejecución de los fondos NGEU. Finalmente, la contribución del sector exterior al crecimiento fue bastante más negativa de lo esperado. Esto no se debió al comportamiento de las exportaciones, que cerraron en positivo, tanto las de bienes como las de servicios, sino a un incremento de las importaciones sorprendentemente elevado.

**La reversión de algunos datos atípicos del 2T21 ayudaría a que el crecimiento en el 3T21 fuera notable y se aproximara al 4,0% trimestral.** Los datos de afiliación a la Seguridad Social, de trabajadores en Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE), de autónomos con prestación y el mismo gasto con tarjeta de crédito

apuntan a que el PIB habría vuelto a mostrar un avance en el tercer trimestre del año. A esto habrá que sumar la expectativa de que el comportamiento sorpresivo de la productividad por hora trabajada, de la inversión en construcción, o de las importaciones de bienes de consumo no se repita, e incluso se revierta. Respecto al primer indicador, el PIB y las horas trabajadas tienden a moverse en la misma dirección y mantienen una relación relativamente estable. Lo anterior implicaría que, ante el aumento de casi un 4,0% trimestral en el segundo trimestre del año de las horas totales, lo normal habría sido ver un crecimiento del PIB cercano al 3,0% (tal y como había estimado el INE inicialmente). El que se haya observado sólo un crecimiento del 1,1% indica una caída atípica de la productividad por hora trabajada. Una posible explicación sería que los trabajadores hubieran sido reincorporados a la actividad desde los ERTE ante la perspectiva de un repunte de la demanda que no tuvo lugar, o bien que la eficiencia de los nuevos trabajadores hubiera caído. También es posible que la falta de insumos haya impedido la producción. En todo caso, llama la atención que los empresarios pudieran haber renunciado a las ayudas sin haber observado una recuperación de la demanda de sus bienes y servicios, o no hubieran estado preparados para el regreso de sus trabajadores. Por otro lado, sorprende el comportamiento de la inversión y del empleo en el sector de la construcción. Mientras que la formación bruta de capital fijo lleva ya tres trimestres consecutivos cayendo, lo contrario pasa con el número de trabajadores en el sector. De hecho, según la Encuesta de Población Activa (EPA), en el segundo trimestre del año ya se habría sobrepasado el nivel de empleo anterior a la crisis. Nuevamente, la relación histórica entre ambos indicadores nos dice que este comportamiento debería ser temporal y que en algún momento se observará un incremento en la inversión más consistente con la contratación en el sector. Finalmente, es sorprendente el fuerte aumento de las importaciones de bienes, sobre todo, las de consumo en un contexto en el que, aunque el crecimiento del gasto ha sido particularmente elevado, los principales beneficiados han sido los servicios, que contienen un alto valor añadido doméstico. De igual manera, la relación histórica entre la variación del consumo y la de importaciones de este tipo de bienes apunta a que se debería ver una reversión de esta tendencia en el tercer trimestre del año.

**El turismo y, en general, los servicios, habrían mostrado una recuperación significativa en el tercer trimestre del año.** El gasto total con tarjeta de crédito se habría acelerado en el 3T21, aumentando un 31% respecto al mismo período de 2019 y por encima de lo visto en el 2T21 (18%). La compra de bienes habría mantenido una velocidad constante, al incrementarse un 22% frente a lo observado en 2019 (22% en el 2T21). La mejora se concentró en los sectores donde la transacción se realiza de manera presencial. Así, el consumo de servicios aumentó en un 65% frente al mismo período de 2019 (46% en el 2T21). Los componentes que mayor recuperación mostraron fueron aquellos relacionados con el turismo, como alojamiento, ocio y entretenimiento, restauración o transporte. Cabe destacar el excelente comportamiento del gasto turístico de residentes en España dentro del país. Así, el consumo que realizaron los españoles fuera de su provincia de residencia aumentó un 19% frente al mismo período de 2019 (-13% en el 2T21). El avance en el proceso de vacunación, junto con la flexibilización de las restricciones a la movilidad doméstica y la decisión de no viajar al extranjero, dieron como resultado un verano excepcional para el turismo interno.

**La contribución de la demanda externa neta volvería a ser positiva en el tercer trimestre del año.** Para ello, habría sido fundamental la recuperación del consumo de los no residentes en España. En particular, los mismos factores que impulsaron el incremento en el gasto turístico nacional habrían convencido a los extranjeros para volver al país. De esta manera, el gasto con tarjeta de los residentes en otros países pasó en el 2T21 de un 50% del nivel observado en el 2T19 a un 77% en el 3T21. Por otro lado, las ventas de bienes al exterior también habrían continuado creciendo, impulsadas por las exportaciones de insumos intermedios. Los principales destinos de las ventas españolas al exterior corresponden a los países más avanzados en el proceso de vacunación y a los tradicionales, como los de la Unión Europea y el Reino Unido. En todo caso, los cuellos de botella que están afectando a las cadenas de valor a nivel mundial habrían continuado afectando a las compras realizadas al exterior de maquinaria y equipo. Aunque es posible que la contribución de la inversión en construcción no sea tan negativa como en trimestres anteriores y revierta algo de lo perdido, estos limitantes en la compra de maquinaria y

equipo mantendrían las importaciones en crecimientos que, junto con el avance de las exportaciones, llevarían a contribuciones positivas de la demanda externa neta.

**Para mantener el paso de la recuperación será clave la pronta resolución de una serie de incertidumbres que sobrevuelan la economía mundial y, particularmente, la europea.** El impacto de la pandemia en el flujo de bienes a nivel mundial ha incrementado la probabilidad de no poder acceder a insumos de manera ágil y oportuna. Esta carencia está afectando principalmente al sector de las manufacturas, donde las empresas apuntan a la falta de materiales como un problema importante para mantener su producción. De la misma manera, los precios industriales aumentan de manera importante, lo que, de prolongarse, podría tener consecuencias negativas en la rentabilidad de la manufactura y en la inversión. De hecho, **BBVA Research estima que los cuellos de botella persistirán durante el primer semestre del año 2022, y que esto tendrá un impacto negativo y significativo en el crecimiento de la economía española (entre 1,0 y 1,4 pp del PIB).** En parte relacionado, pero con su propia dinámica, se ha observado un incremento en los costes del combustible y en la producción de energía. Por un lado, ha habido una fuerte disciplina por parte del cártel que influencia el precio del petróleo, y que junto al crecimiento de la demanda, han podido mantener el valor del barril de crudo en cotas elevadas. Por otro lado, tanto el incremento en los costes de emisión de CO<sub>2</sub>, como el aumento en el precio del gas, han tenido un impacto significativo en el precio de la electricidad. A pesar de las medidas implementadas por el Gobierno y que han logrado contener parte del aumento de la factura para hogares y empresas, la incertidumbre se mantiene. En particular, el ascenso de los precios continúa, y de no arreglarse los problemas de suministro en el corto plazo, los cambios introducidos podrían ser insuficientes para evitar un impacto en la actividad. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research indican que, en ausencia de los repuntes observados en el precio de la electricidad hasta la fecha, el PIB podría haber llegado a ser hasta 1,4pp superior en 2021.

**La política monetaria se mantiene acomodaticia, pero la fiscal corre el riesgo de reducir el tono expansivo.** El Banco Central Europeo ha anunciado las consecuencias de su cambio de estrategia. En particular, ha indicado que para que los tipos de interés puedan comenzar a subir, tendrá que producirse un cambio en las expectativas de inflación, y situarse por encima del objetivo (2%) por un período prolongado de tiempo (18 meses) hasta converger a la meta a medio plazo. Aunque ha anunciado que en el primer trimestre del próximo año concluirá el Programa de Emergencia de Compras puesto en marcha durante la Pandemia (PEPP), también ha dado a entender que se sustituirá con alguna medida que impida que las condiciones de financiación se vuelvan restrictivas en algún país. Estos mensajes apuntan a que en los próximos trimestres, la política monetaria continuará apoyando al crecimiento. Por su parte, algunos de los estímulos fiscales se han venido retirando durante los últimos meses, en línea con la recuperación. Es el caso, por ejemplo, de los recursos dedicados a la mantención de los trabajadores en ERTE, o la disminución de las prestaciones por desempleo. También han sido necesarios menos fondos para enfrentar la pandemia. El déficit público va mejorando, y es posible que termine el año en un 7% del PIB, menos de lo esperado a comienzos de año. Sin embargo, hasta el momento, casi toda la recuperación proviene del impulso del gasto privado. Las expectativas a inicio del año eran que durante el segundo semestre de 2021 comenzara a notarse la utilización de los fondos relacionados con el programa NGEU. BBVA Research estimaba que sólo llegarían a ejecutarse entre 10 y 15 mil millones de euros de los 27 mil que estimaba el Gobierno. Desafortunadamente, será difícil siquiera alcanzar la cota inferior de la primera estimación. Para evitar una desaceleración intensa durante el último trimestre del año, será necesario reevaluar qué obstáculos se están encontrando las Administraciones Públicas para poder llevar adelante los proyectos de digitalización y sostenibilidad que son prioridad de estos fondos.

**El crecimiento el próximo año (5,5%) superará al de 2021 (5,2%), y será suficiente para que se recuperen los niveles de actividad anteriores a la crisis durante la segunda parte de 2022.** Hay diversos factores para sostener lo anterior. El primero tiene que ver con que, aunque el ahorro de los hogares ha disminuido, se mantiene por encima de los valores observados en promedio durante los últimos 20 años (8,2%). Además, hay una bolsa de

riqueza acumulada que no ha sido utilizada hasta el momento, y que puede ser requerida para apoyar el gasto, tanto en consumo como en compra de vivienda. Los bajos índices de contagio, el avance en la vacunación y la reducción de la incertidumbre económica permitirán que los hogares mantengan esa disponibilidad a continuar con los desplazamientos en los próximos periodos vacacionales. El segundo factor es la progresiva resolución de los distintos problemas que han aquejado a la industria. El abastecimiento de insumos debería irse normalizando, mientras que el precio del combustible y, sobre todo, el de la electricidad, se encuentran actualmente por encima de lo que explican sus fundamentales. Por lo tanto, es de esperar una corrección hacia delante. Asimismo, el Gobierno ha puesto en marcha una serie de medidas que deberían apoyar a la demanda interna. Por ejemplo, la extensión de los ERTE hasta febrero da certidumbre a los cientos de miles de trabajadores que se mantendrán sin actividad durante los próximos meses. Además, por fin se han introducido mecanismos que incentivan la formación de estas personas, lo que debería ayudar a su transición hacia otros sectores. Por otra parte, se valora positivamente el cambio de criterios para poder acceder a los fondos de recapitalización que se han puesto a disposición de las empresas a través de las comunidades autónomas. Si además se extiende el período extraordinario de ayudas directas bajo la normativa europea, como parece ser el caso, esto debería permitir que el total de los recursos lleguen a aquellas empresas que, siendo viables, han visto incrementado su nivel de endeudamiento por encima de lo óptimo. Finalmente, las decisiones encaminadas a reducir el coste de la energía acotarán el impacto negativo sobre el consumo y la inversión, eso sí, a costa de aumentar la inseguridad jurídica en un sector donde ya de por sí era elevada.

**En 2022 y hacia delante, será clave la mantención de una política fiscal expansiva, principalmente por la aceleración de la ejecución de los fondos relacionados con el programa NGEU.** BBVA Research asume que la cantidad de recursos que serán gastados durante el próximo año podría estar entre los 20 y los 25 mil millones de euros. De consolidarse este impulso, el impacto alcanzaría entre 1,0 pp y 2,0pp del PIB de 2022. Esta aceleración supone que durante los próximos meses se irán eliminando los obstáculos que hayan sido identificados para la ejecución de los fondos, al mismo tiempo que se tendrá una mayor claridad respecto a su destino y periodificación. En todo caso, la llegada de los fondos será de mayor cuantía en la segunda mitad del año y ayudará a sostener tasas de crecimiento elevadas en 2023 y 2024 (todo lo demás constante). El efecto final puede ser más significativo si se aprovecha la oportunidad para combinar esta política fiscal con la implementación de reformas que mejoren la capacidad de crecimiento de la economía.

**El Proyecto de Ley de los Presupuestos Generales del Estado para 2022 utiliza el espacio disponible para no acometer ajustes estructurales, aunque parte de supuestos optimistas e introduce elementos preocupantes.** La suspensión de las reglas fiscales en la eurozona permite que la reducción del déficit el siguiente año se limite a la mejora cíclica de la economía. Sin embargo, el cuadro macroeconómico utilizado parece optimista, dada la revisión que hizo el INE de los datos del segundo trimestre del año. El 7% de crecimiento del PIB real para el próximo año, y el incremento nominal de los ingresos (8,1%), parecen elevados, a la vista del contexto en el que se mueve actualmente la economía española. Por otro lado, la indexación de las pensiones a la inflación sin que se haya aprobado el mecanismo de equidad intergeneracional supone un riesgo sobre la sostenibilidad del sistema. Adicionalmente, el incremento de los salarios públicos ligado al del Índice de Precios de Consumo (IPC) será una fuente de desigualdad entre trabajadores y eleva el riesgo de que la negociación colectiva en el sector privado se vea contaminada durante los próximos meses. La economía española debe evitar que los aumentos de precios de la energía y de las materias primas den lugar a efectos de segunda ronda que hagan más duradero el repunte de la inflación y lastren el crecimiento futuro y la creación de empleo. No hay que olvidar que la tasa de paro se mantiene elevada, y la incertidumbre en algunos sectores sobre la capacidad de recuperar los niveles de ingreso anteriores a la crisis continúa. Lo mismo se puede decir del avance del Salario Mínimo Interprofesional (SMI). En sí mismo, es marginal cuando se compara con el agregado de los últimos años: un aumento de casi el 50% desde 2017. Sin embargo, es un incremento más en los costes de

las empresas, que se añade a la falta de disponibilidad de insumos, el aumento en el precio de las materias primas y el coste de la energía.

**Los nuevos elementos contemplados en el escenario ejercen una clara presión al alza sobre los precios generales de consumo que, en todo caso, será acotada y probablemente de carácter temporal.** La elevada tasa de desempleo y el camino que queda por recorrer para dar por finalizada la recuperación de la actividad auguran una traslación todavía moderada de los mayores costes de producción que están afrontando las empresas hacia los precios finales. Así, aunque se espera que la inflación general se mantenga entre el 3,5% y el 4,5% interanual al cierre del año, la inflación subyacente continuará en torno al 1,0% interanual. De cumplirse este escenario, las perturbaciones registradas a lo largo de los últimos meses se saldarán con una inflación general media anual para 2021 del 2,6%, y del 1,8% en 2022, niveles considerablemente mayores a los observados en promedio durante la recuperación anterior. Por su parte, se espera que la inflación subyacente se mantenga en cotas relativamente moderadas (en torno al 1,1% en 2021 y el 1,4% en 2022), en la medida en que la capacidad sin utilizar continúa siendo elevada.

**Los riesgos a la baja sobre la economía son muchos, y de producirse la mayoría de ellos, se observaría un deterioro adicional de las previsiones.** Aunque España ha sido ejemplo en el avance de la vacunación y parece que brotes adicionales de la COVID-19 no tendrán un elevado coste social y económico, preocupa la inmunidad a nivel mundial. Por un lado, porque reduce la demanda de bienes y servicios españoles. Por otro, porque mantiene elevada la probabilidad de interrupciones en las cadenas de valor. Finalmente, pueden darse mutaciones del virus que sean más contagiosas o para las que las vacunas desarrolladas no sean efectivas. Por las vidas humanas que se perderán en esos países y los costes económicos que esto conlleva, se hace necesario un esfuerzo solidario mundial para vacunar a la población del planeta lo más pronto posible. Otro riesgo proveniente del exterior será el impacto que pueda tener el aumento de la inflación y las consecuencias sobre la política monetaria. EE. UU. va por delante, y los tipos de interés en dólares comienzan a subir, sobre todo en los tramos largos de la curva. La Reserva Federal estudia cómo retirar los estímulos monetarios sin generar incertidumbre en los mercados de capitales. En caso de accidente, los mercados emergentes serían los más afectados y de no realizarse adecuadamente, el paso desde una política laxa a una neutra podría llevar a una recesión. Finalmente, el escenario que aquí se presenta asume que la falta de aprovisionamiento en la industria y los altos precios de la energía se mantendrán hasta entrado el año 2022. De continuar esta situación más de lo previsto, las consecuencias podrían ser de menor crecimiento y mayor inflación. Esta sería una combinación que pondría en una posición comprometida a los bancos centrales.

**A nivel interno, preocupa la sostenibilidad de la recuperación del sector turístico, así como el impacto de los diversos aumentos en el coste de producción sobre los márgenes de las empresas, la ejecución del gasto público y el avance en algunas reformas clave.** La erupción del volcán en la isla de La Palma supone un riesgo a la percepción de seguridad que ofrece España a sus viajeros, precisamente cuando Canarias entra en su temporada alta. Aunque La Palma sólo supone el 2% de la oferta de plazas hoteleras en las islas, la imagen de estas puede verse negativamente afectada. Además, se corre el riesgo de que las cenizas supongan un deterioro del entorno, reduciendo el atractivo de las playas canarias. Por otro lado, las empresas han absorbido en márgenes buena parte del incremento de los costes intermedios, lo que se aprecia en una inflación subyacente que apenas alcanza el 1%. Esta situación refleja todavía la debilidad de la demanda y la percepción de que los choques en los costes son temporales. Sin embargo, de extenderse en el tiempo y de añadirse la presión de los salarios, el impacto sobre la inversión y el empleo puede ser significativo y negativo. Por otro lado, preocupa la lentitud con la que se han ejecutado los fondos relacionados con el programa NGEU. Persisten muchas dudas sobre los proyectos a emprender, sobre el calendario al cual se adherirán y las condiciones necesarias para acceder a los fondos. Hasta ahora, toda la recuperación se ha basado en una mejora de las expectativas del sector privado, sin apenas contribución de los fondos europeos. Es necesario que durante los próximos meses, el

impacto de estos fondos vaya al alza y permita acelerar la consecución de sus objetivos. A medio plazo preocupa que los avances que se están registrando en la descarbonización de la economía en los últimos 15 años, resulten insuficientes para lograr los objetivos para 2030 de “Fit for 55” de la UE. En este sentido, España debe perseverar en una estrategia integral de descarbonización que internalice el coste social del carbono, que aumente las inversiones en tecnologías verdes y que apoye a los colectivos más vulnerables durante la transición energética, con políticas de rentas compatibles con desincentivos a las emisiones. Algo parecido puede decirse de la estrategia de digitalización de trabajadores y pequeñas y medianas empresas, para evitar que lastre la mejora del empleo y de la productividad.

**Finalmente, el Gobierno ha ido avanzando en distintas reformas, necesarias para poder seguir accediendo a los fondos europeos.** Destaca positivamente la creación de una oficina de evaluación de políticas públicas dentro de la Agencia Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) en un entorno donde el gasto se incrementará y será necesario un control de la eficiencia en su uso. Sin embargo, quedan por delante políticas clave, como la reforma laboral o la segunda parte de la de pensiones, sobre todo teniendo en cuenta que el balance de la primera es una mayor presión sobre el gasto. Asimismo, ahora que se recupera el sector de la construcción de vivienda, es indispensable un marco regulatorio que dé certidumbre a los inversores, de tal manera que se incremente el número de viviendas ofrecidas en alquiler. La nueva ley concursal será clave conforme se acerca el momento en el que terminarán las moratorias sobre el principal de los créditos otorgados bajo la garantía del Instituto de Crédito Oficial (ICO). La oportunidad que ofrecen los fondos NGEU es única y permite pensar en términos ambiciosos para transformar positivamente el funcionamiento de la economía española.

## Tablas

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

	2018	2019	2020	2021	2022
EE. UU.	2,9	3,7	-3,4	5,9	4,7
Eurozona	1,8	1,5	-6,5	5,2	4,5
China	6,7	6,0	2,3	8,0	5,2
Mundo	3,6	2,9	-3,2	6,1	4,6

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

Fecha de cierre de previsiones: 9 julio 2021.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2018	2019	2020	2021	2022
EE. UU.	2,4	1,8	1,2	4,3	3,7
Eurozona	1,8	1,2	0,3	2,3	1,9
China	2,1	2,9	2,5	1,2	2,8
Mundo	3,8	3,6	3,1	3,8	3,5

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

Fecha de cierre de previsiones: 13 octubre 2021.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2018	2019	2020	2021	2022
EE. UU.	2,91	2,14	0,90	1,46	2,03
Alemania	0,46	-0,21	-0,48	-0,29	0,06

Fecha de cierre de previsiones: 13 octubre 2021.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2018	2019	2020	2021	2022
EUR-USD	0,85	0,89	0,88	0,84	0,85
USD-EUR	1,18	1,12	1,14	1,19	1,17
CNY-USD	6,61	6,91	6,91	6,48	6,50

Fecha de cierre de previsiones: 13 octubre 2021.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2018	2019	2020	2021	2022
EE. UU.	2,50	1,75	0,25	0,25	0,50
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	4,35	4,35	4,35	3,75	3,60

Fecha de cierre de previsiones: 13 octubre 2021.

Fuente: BBVA Research y FMI.



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

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>
Consumo privado	1,5	1,4	-8,0	3,7	6,7
Consumo público	1,1	1,8	1,4	3,1	1,0
Formación bruta de capital fijo	3,1	6,4	-7,5	4,5	5,0
Inventarios (*)	0,1	-0,1	-0,5	0,3	-0,1
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	3,6	2,5	-9,3	9,3	5,5
Importaciones (bienes y servicios)	3,7	4,6	-9,2	7,2	6,5
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>Precios</b>					
IPC	1,8	1,2	0,3	2,3	1,9
IPC subyacente	1,2	1,2	0,9	1,4	1,5
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	1,5	1,2	-1,5	0,8	1,2
Tasa desempleo (% población activa)	8,2	7,6	7,9	7,8	7,6
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-0,5	-0,6	-7,2	-6,8	-3,7
Deuda (% PIB)	85,7	83,9	98,0	99,5	97,3
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,0	2,4	1,9	2,6	2,4

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones 13 octubre.

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

Fuente: BBVA Research.

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

(Promedio anual, %)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Actividad</b>					
<b>PIB real</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>
Consumo privado	1,8	0,9	-12,2	7,1	6,4
Consumo público	2,3	2,0	3,3	3,2	2,2
Formación Bruta de Capital Fijo	6,3	4,5	-9,5	2,2	12,3
Equipo y Maquinaria	4,7	3,2	-12,9	10,4	10,0
Construcción	9,5	7,1	-9,6	-3,2	14,3
Vivienda	13,0	6,6	-11,2	-3,8	11,7
<b>Demanda Interna (contribución al crecimiento)</b>	<b>2,9</b>	<b>1,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>5,2</b>	<b>6,3</b>
Exportaciones	1,7	2,5	-20,1	13,7	13,9
Importaciones	3,9	1,2	-15,2	14,4	17,4
<b>Demanda Externa (contribución al crecimiento)</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>
PIB nominal	3,6	3,4	-9,8	6,3	7,0
(Miles de millones de euros)	1203,3	1244,4	1121,9	1193,0	1276,4
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	2,7	2,3	-2,9	2,9	3,2
Tasa de paro (% población activa)	15,3	14,1	15,5	15,0	14,0
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	2,2	2,6	-7,6	5,1	2,6
Productividad aparente del factor trabajo	0,1	-0,5	-3,3	0,1	2,9
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	1,7	0,7	-0,3	2,6	1,8
IPC (fin de periodo)	1,2	0,8	-0,5	4,0	1,3
Deflactor del PIB	1,3	1,3	1,0	1,1	1,5
Remuneración por asalariado	0,3	0,6	-0,6	0,7	3,6
Coste laboral unitario	0,2	1,1	2,7	0,6	0,7
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,7	2,0	0,6	0,7	-0,2
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	97,5	95,5	119,9	119,8	117,3
Saldo AA.PP. (% PIB)*	-2,5	-2,9	-10,1	-7,0	-5,3
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	2,9	5,0	-4,9	2,8	4,0
Tasa de ahorro (% renta nominal)	5,9	8,6	15,4	11,2	7,6

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 13 octubre 2021.

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

Fuente: BBVA Research.

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

### 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  
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

