

# Situación España

4T20



# Evolución esperada de la economía española

Octubre 2020

**El PIB español podría contraerse un 11,5% en 2020 y crecer un 6% en 2021.** Aunque la reducción del PIB sobrepasó el 20% en el acumulado del primer semestre del año, en línea con lo esperado, se estima que la recuperación en el tercer trimestre habría sido algo más intensa de lo previsto. En particular, la contribución de la demanda externa neta habría sido positiva, producto de una recuperación notable de las exportaciones de bienes, y gracias a que el crecimiento de la demanda se habría concentrado en servicios producidos a nivel nacional. Sin embargo, el último trimestre del año registrará una desaceleración mayor a lo esperado que lleva a mantener la previsión en 2020 y a revisar a la baja en 1 punto porcentual (pp) la previsión de crecimiento del PIB para 2021 como consecuencia, principalmente, del deterioro de la situación sanitaria, tanto en España como en la UEM. Al mismo tiempo, los efectos de las políticas de demanda podrían estar comenzando a debilitarse. Esto podrá ser compensado parcialmente por el impulso inicial del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia de la Economía Española. Por eso, resulta especialmente importante la creación de consensos alrededor de la aprobación de medidas que puedan adelantar el impacto de los recursos provenientes de Europa y que maximicen sus efectos a corto y largo plazo.

**El PIB en el tercer trimestre del año podría aumentar un 14% trimestral (t/t), su mayor variación en términos reales de la serie histórica.** Esta recuperación sucede a una caída también histórica en el segundo trimestre (-17,8% t/t), relativamente en línea con lo que se esperaba hace tres meses (-17,0%). El rebote se explica por la reactivación generalizada de los distintos componentes de la demanda interna y externa. Estos se han visto apoyados por la flexibilización de las restricciones necesarias para contener la epidemia y las políticas implementadas para sostener los ingresos de los hogares, mantener el empleo e impulsar el crédito y la liquidez de las empresas. En particular, el consumo de las familias podría haber mostrado un crecimiento incluso superior al del PIB (+17,0% t/t). Lo mismo habría sucedido con las exportaciones de bienes (20,0% t/t) y con las de servicios no turísticos (25,0% t/t), que se habrían beneficiado, adicionalmente, de la recuperación que exhibe la economía europea. El consumo público sorprendió con un débil avance durante el segundo trimestre del año (+0,3%), pero debería haber repuntado en el tercero (+4,0% t/t), producto del impulso fiscal en marcha, sobre todo como consecuencia del gasto que se habría realizado para contener la pandemia y preparar el inicio del año escolar. Por el contrario, la recuperación de la inversión privada habría presentado síntomas de debilidad (6,4% t/t), tras registrar ajustes similares a los del consumo privado en el segundo trimestre.

**El mayor crecimiento durante el tercer trimestre se dará en parte por una atípica concentración de los cambios en el gasto en bienes producidos a nivel nacional.** Durante la crisis, el descenso de las importaciones de bienes ha sido considerablemente inferior a lo que se podría haber asumido dada su relación histórica con la demanda final (doméstica más ventas al exterior). El ajuste ha sido relativamente limitado, sobre todo, en la compra de bienes intermedios, dada la intensa caída de la actividad en la industria y, particularmente, en el sector automotriz. Por otro lado, la disminución de la actividad ha afectado más a sectores de bienes no transables, cuya dependencia de los insumos importados es muy baja respecto al sector exportador. Esto ha dañado particularmente a los servicios, sobre todo, a aquellos donde el gasto se realiza en un contexto social, especialmente perjudicados por las medidas de confinamiento y de distanciamiento social. Finalmente, dentro de estos últimos, a diferencia de crisis anteriores, la caída se ha visto potenciada por el descenso de la actividad en el turismo que, dentro de los sectores con exposición a la demanda externa, es de los más intensivos en el uso de insumos domésticos. La consecuencia de todo lo anterior es que durante el tercer trimestre del año, la relación se ha invertido y buena parte del incremento en la demanda no se ha desbordado hacia el exterior, sino que el gasto se ha concentrado en bienes producidos a nivel nacional.

**Hacia delante, se espera una desaceleración considerable, como consecuencia del impacto que pueda tener la segunda ola de contagios en la economía europea y en la española.** En particular, el PIB podría crecer un 2% t/t en el último trimestre del año. Esto dejaría a la actividad todavía casi un 10% por debajo de lo observado a finales de 2019. El incremento de la incidencia de casos de COVID-19 durante las últimas semanas ha llevado a un aumento en la incertidumbre. Esto se refleja particularmente en un punto de inflexión (a peor) en las encuestas sobre la evolución de la actividad económica en Europa. Por el momento, este deterioro parece no afectar a otras grandes áreas como EE. UU. o China. Sin embargo, preocupa la debilidad de la recuperación en algunos países emergentes. En España, diversos indicadores muestran que la mejora puede estar perdiendo fuerza. Este es el caso del gasto con tarjeta de BBVA o en TPV de BBVA, que ha pasado de crecer un 4,0% interanual en promedio durante el mes de agosto a un 2,1% en la primera quincena de octubre. Este debilitamiento ha sido particularmente importante en aquellas provincias con mayor incidencia de contagios, o en sectores especialmente expuestos a la pandemia, como el turístico, el del ocio o el de la restauración. Otros indicadores, como la afiliación a la Seguridad Social, las ventas de automóviles o los indicadores de confianza, muestran también que el impulso ha ido a menos durante los meses de agosto y septiembre.

**La misma incertidumbre que afecta al gasto en consumo estaría detrás de una menor recuperación de la inversión.** La caída de esta última durante la primera parte del año habría sido relativamente limitada dado el impacto sobre el PIB. La inercia de muchos proyectos, difíciles de detener, habría apoyado la continuación del gasto en capital. Sin embargo, la culminación de los proyectos, el ajuste estructural que se está observando en algunos sectores y el aumento de la incertidumbre como consecuencia de los rebrotes estarían llevando a una recuperación más lenta que en el resto de agregados de la demanda interna. Esta lentitud en el avance de la formación bruta de capital es algo que posiblemente se mantenga durante la primera parte de 2021.

**Los impulsos a la demanda interna pueden estar comenzando a perder fuelle.** La política del Banco Central Europeo (BCE), las garantías ofrecidas por el sector público a través del ICO, junto con la buena posición de partida de empresas y del sector bancario, habrían llevado a un incremento del saldo de crédito a las empresas. Sin embargo, mientras que entre marzo y junio buena parte de la financiación ICO se habría dedicado a nuevas operaciones, desde el mes de julio estas caen con fuerza respecto al mismo periodo del año anterior. Esto puede reflejar la liquidez acumulada durante los meses anteriores, por lo que no necesariamente debe ser un motivo de preocupación. Sin embargo, es necesario que desde el BCE mantenga la disposición a extender los distintos programas de compras de activos, tanto en tiempo como en tamaño. De ser necesario, el BCE debería también flexibilizar las condiciones de sus TLTRO y revisar las del sistema de escalonamiento en la remuneración del exceso de liquidez para impedir cualquier efecto negativo sobre la oferta de crédito. Esto, dejando claro que el tipo de cambio es una variable importante en la transmisión de la política monetaria y que su reciente apreciación frente al dólar no ayuda a converger a la meta de inflación a medio plazo. En todo caso, y ya en el ámbito de la política nacional, se debe contemplar la posibilidad de flexibilizar las condiciones de carencia y vencimiento de los créditos ICO si se consolida un entorno menos favorable. Además, dada la elevada incertidumbre, debería considerarse extender las fechas para poder solicitar las líneas de crédito que tienen como objetivo impulsar a la inversión y mantener la posibilidad de que puedan apoyar a la liquidez si esta demanda existe en algunos sectores más dependientes del contacto social.

**La prórroga de las medidas de protección de rentas era una condición necesaria para continuar evitando la destrucción de empleo.** El Consejo de Ministros aprobó un Real Decreto-Ley que prolonga hasta el 31 de enero del próximo año los beneficios de los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), que se materializan en una flexibilización de los requisitos para su presentación, la exoneración (total o parcial) de las cotizaciones a la Seguridad Social y la ampliación de la cobertura de las prestaciones para los trabajadores afectados. Asimismo, la regulación extiende y amplía hasta finales de enero las medidas de protección de rentas de los trabajadores por cuenta propia. Todo lo anterior es bienvenido y contribuirá a suavizar el impacto de la crisis sobre el mercado de trabajo a corto plazo. También lo es el hecho de que se haya aprobado con el consenso de los agentes sociales, lo que reduce incertidumbres y aumentará la efectividad de las medidas.

**Sin embargo, los cambios anunciados no abordan algunas de las ausencias de la regulación vigente que restan efectividad a los ERTE y que podrían dañar el tejido empresarial y agravar la pérdida futura de empleo si las empresas que han presentado un expediente se ven en la necesidad de reestructurar sus plantillas.** Por ejemplo, no se ha relajado la prohibición de despedir por causas económicas, productivas, técnicas u organizativas relacionadas con la COVID-19 ni la cláusula de salvaguarda del empleo. Por motivos de proporcionalidad, sería deseable que la exigencia de mantenimiento del empleo se limitase a que no existan despidos declarados improcedentes o nulos, y que la devolución de las cotizaciones exoneradas en caso de incumplimiento se circunscribiese a cada trabajador así despedido y no al conjunto de empleados cubiertos. Finalmente, parece necesario introducir mecanismos más eficientes de formación que ayuden a los trabajadores en ERTE a mantener su capital humano o a transformarlo de cara a aprovechar las oportunidades que puedan aparecer en otras empresas o sectores.

**El número de personas en ERTE ha ido en descenso. En todo caso, la nueva tipología de ERTE engloba una amplia casuística sectorial, por lo que no se prevé una reducción adicional significativa de su cobertura, que en último término dependerá de la evolución de la pandemia.** Esto ya ha ido sucediendo durante los últimos meses, conforme la situación económica lo ha ido permitiendo. La idea ha sido poder reincorporar a los trabajadores y, cuando haya sido posible, redirigirlos hacia sectores donde existen mejores perspectivas. Además, la prórroga de las medidas de protección de rentas de asalariados y autónomos representa una nueva presión sobre las cuentas públicas. En todo caso, su coste final podría ser limitado dados los beneficios inherentes al mantenimiento del empleo.

**Hay que construir puentes para evitar un posible “precipicio” fiscal.** Las políticas de apoyo al ingreso de los hogares y de mantenimiento del empleo han sido fundamentales para sostener el gasto, reducir el impacto de la crisis sanitaria sobre la desigualdad y disminuir la incertidumbre de las familias. Sin embargo, más de seis meses después de su implementación, y de la reducción en su cobertura, el impacto podría estar comenzando a debilitarse. Esto es importante, porque, aunque se estima como suficiente el estímulo fiscal anunciado para los próximos años una vez que se hayan utilizado los recursos del fondo *Next Generation EU* (NGEU), estos pueden llegar con retraso. Por un lado, a nivel europeo se ha creado un sistema de gobernanza que puede resultar poco ágil dada la urgencia de la situación. Por otro lado, la ejecución pronta de los proyectos dependerá crucialmente de la aprobación de unos Presupuestos Generales del Estado para 2021. A este respecto, se parte ya con un retraso en la tramitación parlamentaria, lo que unido a la falta de consenso en el Congreso de los Diputados puede hacer que su puesta en marcha no se realice el 1 de enero. Esto puede generar una brecha entre el actual impulso fiscal y el siguiente, y diferenciar aún más negativamente a España del resto de la UEM.

**El Gobierno calcula que el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia de la Economía Española supondrá un crecimiento adicional acumulado de entre 7 y 8 pp más de PIB durante los próximos tres años. Esta previsión es factible si España es capaz de acceder con buenos proyectos a los fondos europeos disponibles y ejecutarlos plenamente, aunque se ubica en el rango optimista de las estimaciones de BBVA Research (entre los 4,5 y 7,5pp).** Nuestra evaluación, basada en agregados macroeconómicos y criterios prudentes, está sujeta a una elevada incertidumbre y no puede incorporar detalles importantes que todavía no se conocen. Por ejemplo, no se han dado memorias de los proyectos que conforman la agenda del plan ni un calendario para su implementación. Tampoco es fácil saber qué parte de estos proyectos son completamente adicionales a los que se hubieran llevado a cabo sin NGEU. Todo ello hace difícil valorar su impacto final sobre la economía o el que tendrá en cada año. En principio, hay varios factores que podrían maximizar las consecuencias del gasto a realizar. Los tipos de interés están en mínimos históricos y no subirán con el aumento del déficit, gracias a la intervención del BCE. Las subvenciones netas suponen una transferencia de la UE a España sin coste fiscal futuro. Además, el capital público lleva años depreciándose y la inversión de las AA. PP. está en niveles mínimos. Los efectos arrastre pueden ser importantes en inversión privada en esta ocasión, y también en el consumo, ya que desafortunadamente existe un porcentaje elevado de personas en situación precaria, que gastarán inmediatamente cualquier beneficio indirecto que obtengan del plan, con sus

efectos de creación de empleo. Sin embargo, un factor extraordinariamente relevante que podría maximizar el impacto del plan serían las reformas estructurales que le acompañarán y el grado de ambición que tuvieran. Por eso se extraña un detalle más preciso de las medidas que habrán de tomarse en relación con la mejora del funcionamiento del mercado laboral, del mercado de bienes y servicios, de la productividad o de la sostenibilidad de las finanzas públicas.

**La planificación y la gobernanza serán claves para el éxito o fracaso del Plan de Recuperación.** La centralización en la Presidencia del Gobierno refleja el compromiso y la prioridad que se otorga al Plan. Además, la voluntad de acometer una amplia reforma legislativa de la administración para agilizar trámites y contratación pública es bienvenida, dada la percepción de que este podría ser uno de los principales obstáculos para la realización del gasto. De hecho, las previsiones que aquí se presentan apuntan a que sólo comenzarán a observarse efectos significativos de la mayor inversión a partir del tercer trimestre de 2021, y que las repercusiones más importantes se apreciarán en años posteriores. En todo caso, ni la centralización, ni los cambios administrativos deben darse a costa de criterios de transparencia y de seguridad jurídica. Más aún, la cercanía y cooperación con los gobiernos locales y regionales será fundamental para la identificación de los proyectos más eficaces y su mejor ejecución. La colaboración público-privada también será crucial para el éxito del Plan, siendo necesaria una visión estratégica e integrada de los proyectos. Por último, los responsables de poner en funcionamiento estos mecanismos de control deberían también establecer los procesos de rendición de cuentas, que evalúen ex-ante y ex-post la eficiencia del gasto y su rendimiento, más allá de las exigencias que puedan venir de Europa.

**Los riesgos sobre el escenario económico en España continúan centrados en la evolución de la pandemia, en el efecto del NGEU y en las reformas que se puedan acometer para lidiar con las debilidades estructurales de la economía, además de las consecuencias de la crisis.** En ausencia de una vacuna, disponible de forma masiva, se tendrá que continuar invirtiendo en mecanismos de prevención y contención de los contagios que minimicen el impacto económico. El riesgo aquí es tener que volver a escenarios de confinamiento masivo, con las consecuencias que pueden tener sobre el tejido productivo, sobre todo en el sector servicios y, en especial, en el turismo. Por otro lado, el Gobierno ha decidido utilizar la suspensión de las reglas fiscales en la Unión Europea para delinear un nivel de referencia para el déficit público en torno al -11,3% y el -7,7% del PIB en 2020 y 2021, respectivamente. Ambos objetivos parecen optimistas, dada la evolución reciente de las cuentas públicas y de la actividad económica. Cómo de rígidas serán estas metas o cómo se repartirán entre administraciones públicas será fundamental para recuperar algo de la credibilidad que se puede perder con la suspensión temporal de las reglas. Más aún, el futuro de la economía española depende en parte de la utilización de los fondos europeos a recibir. Ineficiencias en el uso de estos recursos además de generar un coste de oportunidad para el crecimiento y la recuperación en España, perjudicarían las posibilidades de futuros avances en la integración europea. Es más, si no se aprovecha para implementar reformas estructurales, redundarían en una oportunidad perdida para reducir la elevada tasa estructural de paro e incrementar el bajo nivel de productividad.

**En todo caso, se mantiene la posibilidad de que se presenten escenarios más positivos.** La cantidad de vacunas en una fase avanzada de prueba ha elevado la probabilidad de contar con un remedio efectivo durante el próximo año y medio. En esta publicación ya se considera que durante la segunda mitad del próximo habrá una aceleración significativa del crecimiento, sobre todo de la inversión, que podría verse retroalimentada por el carácter simultáneo del impulso en el conjunto de la Unión Europea. En todo caso, una pronta aprobación de los PGE y la posibilidad de que se esté subestimando el impacto del impulso fiscal en la economía podrían llevar a entornos mucho más positivos de los aquí presentados. Finalmente, existe la posibilidad de que se produzcan avances en medidas que mejoren la capacidad de crecimiento de la economía española. Si todo esto tuviera lugar, el crecimiento del PIB el próximo año podría ser muy superior al previsto en esta publicación.

## Tablas

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

	2017	2018	2019	2020	2021
EE. UU.	2,3	3,0	3,7	-4,6	3,8
Eurozona	2,8	1,8	1,3	-8,0	5,2
China	6,9	6,7	6,1	2,2	7,5
Mundo	3,9	3,6	2,9	-2,9	5,4

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

Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2017	2018	2019	2020	2021
EE. UU.	2,1	2,4	1,8	1,3	2,6
Eurozona	1,5	1,8	1,2	0,3	0,8
China	1,5	2,1	2,9	3,0	2,3
Mundo	3,2	3,8	3,6	3,5	3,4

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

Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2017	2018	2019	2020	2021
EE. UU.	2,33	2,91	2,14	0,84	0,75
Alemania	0,37	0,46	-0,21	-0,45	-0,32

Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2017	2018	2019	2020	2021
EUR-USD	0,89	0,85	0,89	0,88	0,83
USD-EUR	1,13	1,18	1,12	1,14	1,21
CNY-USD	6,76	6,61	6,91	6,95	6,80

Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2017	2018	2019	2020	2021
EE. UU.	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	4,35	4,35	4,15	3,85	3,85

Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>5,2</b>
Consumo privado	1,9	1,4	1,3	-8,9	5,1
Consumo público	1,1	1,1	1,8	-0,2	3,3
Formación bruta de capital fijo	4,1	3,1	5,6	-10,8	6,7
Inventarios (*)	0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,2
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>-7,1</b>	<b>4,7</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	5,8	3,6	2,5	-10,7	8,0
Importaciones (bienes y servicios)	5,3	3,5	4,0	-9,7	7,6
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,5</b>
<b>Precios</b>					
IPC	1,5	1,8	1,2	0,3	0,8
IPC subyacente	1,1	1,2	1,2	0,9	0,9
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	1,6	1,5	1,2	-2,5	0,4
Tasa desempleo (% población activa)	9,1	8,2	7,6	8,3	9,4
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-1,0	-0,5	-0,6	-8,9	-5,1
Deuda (% PIB)	87,8	85,8	84,1	100,6	100,0
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,1	2,9	2,3	2,1	2,3

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

(\*) 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, %)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Actividad</b>					
<b>PIB real</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>-11,5</b>	<b>6,0</b>
Consumo privado	3,0	1,8	0,9	-14,2	7,0
Consumo público	1,0	2,6	2,3	3,6	3,3
Formación Bruta de Capital Fijo	6,8	6,1	2,7	-17,8	7,7
Equipo y Maquinaria	9,2	5,4	4,4	-25,9	4,9
Construcción	6,7	9,3	1,6	-19,8	4,3
Vivienda	13,4	12,4	4,1	-23,7	0,3
<b>Demanda Interna (contribución al crecimiento)</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>1,4</b>	<b>-11,0</b>	<b>6,5</b>
Exportaciones	5,5	2,3	2,3	-21,4	11,9
Importaciones	6,8	4,2	0,7	-21,8	13,5
<b>Demanda Externa (contribución al crecimiento)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
PIB nominal	4,3	3,6	3,4	-11,0	6,8
(Miles de millones de euros)	1.161,9	1.204,2	1.244,8	1.107,6	1.182,8
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	2,6	2,7	2,3	-4,2	0,8
Tasa de paro (% población activa)	17,2	15,3	14,1	17,0	17,5
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	2,9	2,6	2,3	-8,8	3,6
Productividad aparente del factor trabajo	0,1	-0,2	-0,3	-2,7	2,4
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	2,0	1,7	0,7	-0,2	0,7
IPC (fin de periodo)	1,1	1,2	0,8	-0,1	0,4
Deflactor del PIB	1,3	1,2	1,4	0,5	0,8
Remuneración por asalariado	0,7	1,0	2,1	-1,2	1,4
Coste laboral unitario	0,6	1,2	2,4	1,5	-1,0
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,6	1,8	2,0	0,1	0,2
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	98,6	97,4	95,5	120,3	121,5
Saldo AA.PP. (% PIB)*	-3,0	-2,5	-2,8	-13,0	-8,9
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	3,2	3,0	2,6	-5,1	5,0
Tasa de ahorro (% renta nominal)	6,2	6,0	6,6	15,1	13,1

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

Fuente: BBVA Research.

## AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones 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.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

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.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, 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 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.

## Este informe ha sido elaborado por:

### Economista Jefe

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Giancarlo Carta

giancarlo.carta@bbva.com

+34 673 69 41 73

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Félix Lores

felix.lores@bbva.com

+34 91 374 01 82

Pilar Mas

mariapilar.mas@bbva.com

+34 91 374 83 94

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

Rubén Veiga

ruben.veiga@bbva.com

+34 638 59 35 17

## Con la colaboración de:

Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@bbva.com

+34 639 82 72 11

Rodrigo Enrique Falbo

rodrigo.falbo@bbva.com

+91 537 39 77

Agustín García Serrador

agustin.garcia@bbva.com

+91 374 79 38

### 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

