

**Análisis Regional España / Consumo / Inmobiliario**

# Reversión a la media

Expansión (España)

**Miguel Cardoso**

Esta semana el Instituto Nacional de Estadística (INE) publicará la primera estimación del PIB para el tercer trimestre del año. Hace tres meses, el INE confirmó la que entonces era la previsión de BBVA Research de un crecimiento trimestral del 2,8% en el 2T21. Sin embargo, un par de meses después planteó una cifra algo más reducida de 1,1%. Para esta ocasión, doblamos la apuesta y pensamos que el crecimiento puede haber sido todavía mayor en el 3T21 (alrededor del 4%). La razón es que el bajo crecimiento del 2T21 se debió a varias cifras atípicas, que en el 3T21 volverán a mostrar valores normales, o lo que en estadística se llama “reversión a la media”.

Una de esas reversiones que se verán en los datos del 3T21 será la del comportamiento de la inversión en construcción, que no ha sido consistente con la evolución del empleo en el sector. Desde el 4T20 y hasta el 2T21 la primera ha caído, mientras que el segundo ha aumentado. Esto parece atípico dada la relación positiva que históricamente muestran ambas variables. Es cierto que la productividad podría estar cayendo más de lo normal, con una recomposición del empleo dentro del sector hacia proyectos menos eficientes. Sin embargo, no es la vivienda (normalmente asociada a la baja productividad) la que se está beneficiando. Este es otro de los factores que sorprende: a pesar de que el precio, las ventas y las hipotecas indican una recuperación, la acumulación de capital residencial cae. En suma, habría aumentado nuevamente en el 3T21 (+0,9% trimestral), es de prever que tarde o temprano, esto refleje una mayor inversión en construcción.

Una segunda tendencia que se habría revertido en el 3T21 es la del elevado crecimiento de las importaciones publicado por el INE, sobre todo en bienes de consumo. Este comportamiento es particularmente extraño, dado que hay algunos bienes duraderos cuya oferta se encuentra restringida por los cuellos de botella que afectan a la industria. Pensemos en el automóvil o en los artículos tecnológicos, que sufren la falta de microprocesadores. Por otro lado, hay evidencia de que los hogares han concentrado su gasto en servicios, particularmente aquellos que contienen un alto contenido doméstico: restauración, ocio, entretenimiento, etc. De hecho, los datos de gasto con tarjeta de crédito de clientes de BBVA y de no clientes en Terminales de Punto de Venta de BBVA muestran que, como porcentaje del total, la participación de los servicios ha aumentado de un 50 a un 55% entre el 2T y 3T21. Por lo tanto, dado que se espera que el consumo privado haya avanzado de manera similar que en el 2T21 (4,6% vs. 4,0%), la mayor demanda por servicios producidos domésticamente debería llevar a un mayor PIB por cada unidad de gasto realizado por las familias.

En tercer lugar, el comportamiento de la productividad por hora trabajada ha sido también atípico. Siguiendo la relación histórica entre las horas trabajadas y el PIB, un crecimiento de un 4% trimestral como el que se produjo en el 2T21 debería haber ido acompañado por un aumento del PIB alrededor del 3% (en línea con la primera estimación del INE). Que solamente se hubiese dado un avance del 1,1% implicaría 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 hubiese 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. Como el empleo ha continuado en ascenso en el 3T21 y el número de personas en ERTE ha disminuido, pensamos que, junto con la información de gasto, es de suponer que la productividad por hora haya aumentado fuertemente.

En suma, el atípico comportamiento de distintas variables, junto con la continuación de la recuperación en el gasto en el consumo (particularmente en servicios) y el empleo, anticipan un fuerte crecimiento en el 3T21.

## 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

