

Situación España

4T21

Mensajes principales. Global



Crecimiento del PIB

El proceso de recuperación continuará, pero con menos ímpetu que lo previsto. La vacunación contra la Covid-19 y los significativos estímulos seguirán respaldando la economía mundial, que sin embargo, se verá afectada por choques de oferta más persistentes. El crecimiento mundial será de 6,1% en 2021 y 4,6% en 2022, ligeramente menos de lo esperado.



Inflación

La inflación se mantendrá por encima de lo anticipado y de los niveles de la década anterior. Asimismo, se moderará en 2022 en la medida que los problemas en las cadenas de suministros se subsanen y los precios energéticos se moderen.



Política monetaria

La Fed prepara el inicio del proceso de retirada de los estímulos monetarios. Es probable que el *tapering* empiece este trimestre y que los tipos de interés se ajusten al alza a partir del final de 2022. En todo caso, se espera que el tono de la política económica en las principales regiones siga siendo acomodaticio.



Riesgos

Los riesgos sobre el escenario de recuperación con inflación alta, pero controlada, son principalmente bajistas. Entre ellos, destacan choques de oferta más duraderos, turbulencias en el proceso de retirada de los estímulos, desaceleración de China y nuevas cepas del coronavirus.



Mensajes principales. España



PIB en 2021

Se revisa a la baja el crecimiento de 2021, desde el 6,5% al 5,2%.

A pesar del buen comportamiento del consumo de los hogares, la revisión se explica por el peor desempeño de la inversión y una contribución más negativa del sector exterior.



Se acelera el crecimiento en el 2S21

Los datos del 3T21 apuntan a que el crecimiento se habría acelerado (4% trimestral).

Se espera una reversión de la caída de la productividad. Además, el avance en la vacunación y la flexibilización de las restricciones, entre otros, han permitido que se mantenga el fuerte crecimiento del consumo privado, principalmente en servicios.



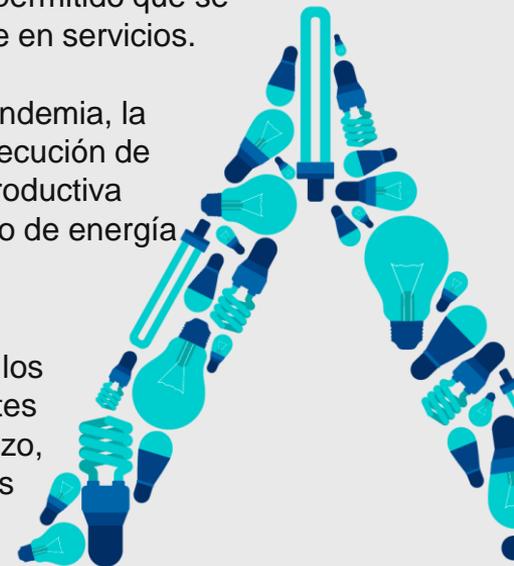
PIB en 2022

En 2022, el PIB podría acelerarse hasta el 5,5%. El control de la pandemia, la utilización del ahorro embalsado por las familias, el impulso en la ejecución de los fondos NGEU, las medidas del BCE y una elevada capacidad productiva compensarían los efectos de los recientes cuellos de botella y precio de energía.



Riesgos

El sesgo a corto plazo es a la baja. Es necesario acelerar la implementación de los fondos relacionados con el NGEU. Además, los cuellos de botella y el incremento en el precio de los insumos y costes de transporte podrían poner en riesgo la recuperación. A medio plazo, el sesgo dependerá de las reformas que se implementen durante los próximos meses.



01

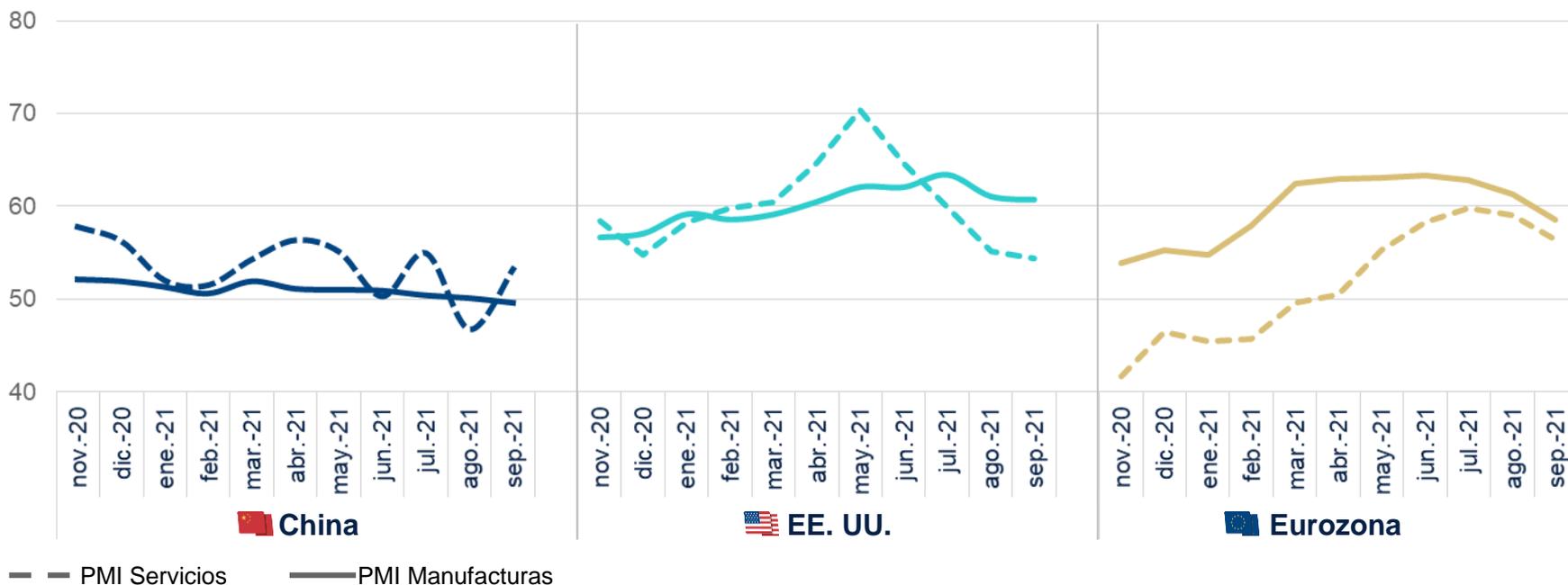
Situación Global

4T21

El crecimiento se está moderando, principalmente en EE.UU. y China, tras un fuerte repunte ligado a la reapertura económica en la primera mitad del año

INDICADORES PMI

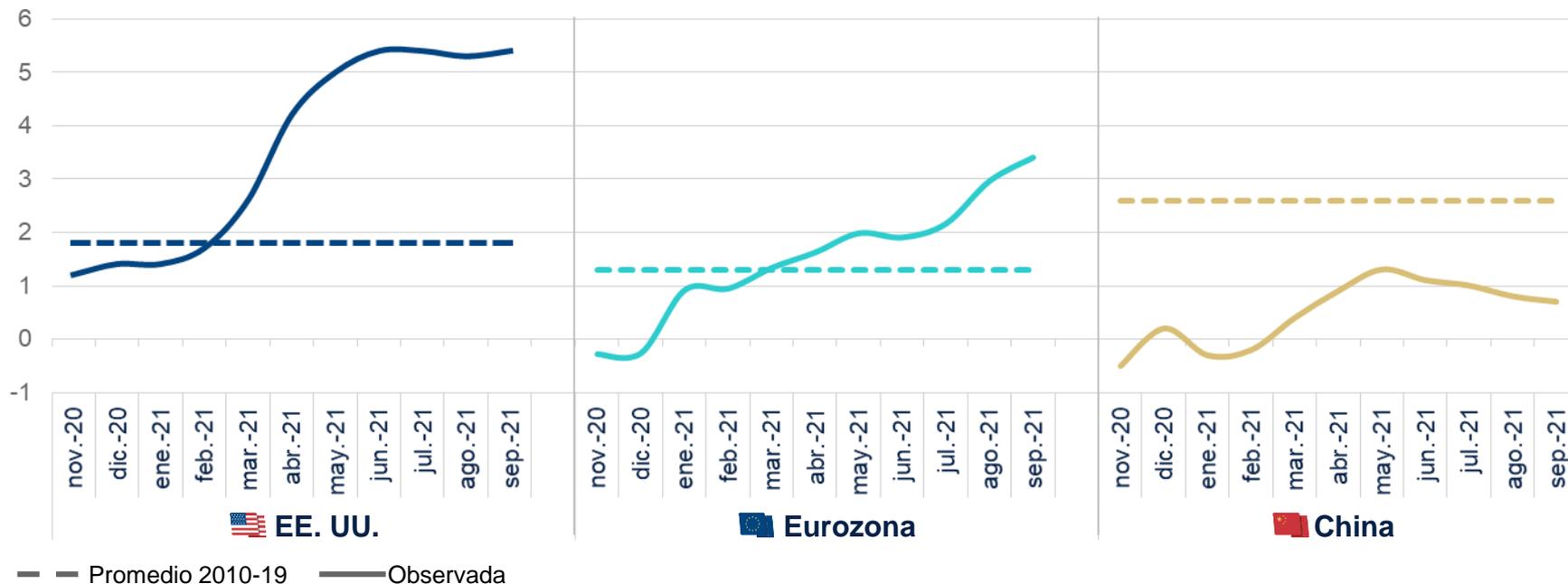
(MÁS DE 50: EXPANSIÓN; MENOS DE 50: CONTRACCIÓN)



Las fuertes presiones inflacionistas se mantienen, en niveles más altos en EE.UU. que en Europa

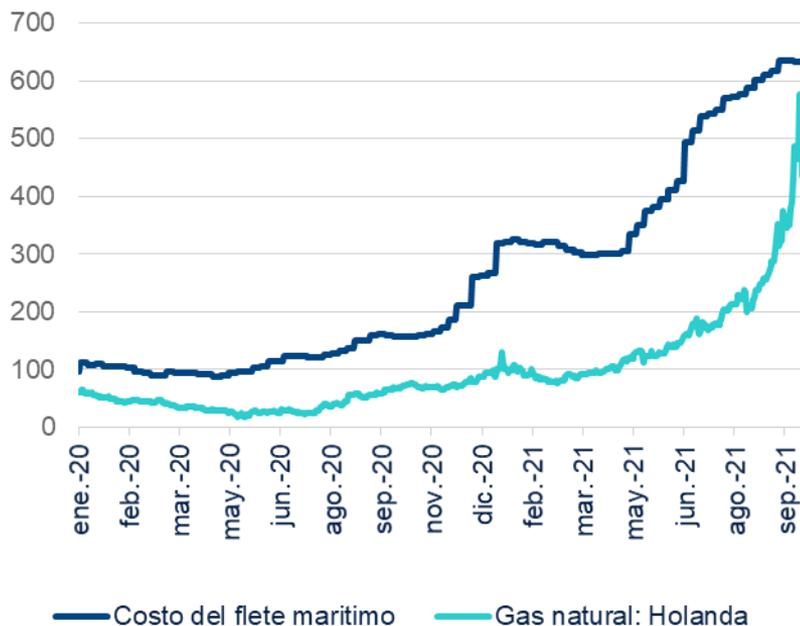
INFLACIÓN: IPC

(A/A %, FIN DE PERÍODO)



Los problemas en las cadenas de suministro han contribuido tanto a la moderación del crecimiento como a las mayores presiones inflacionistas

COSTO DEL FLETE MARÍTIMO Y PRECIO DEL GAS (*) (ÍNDICES)

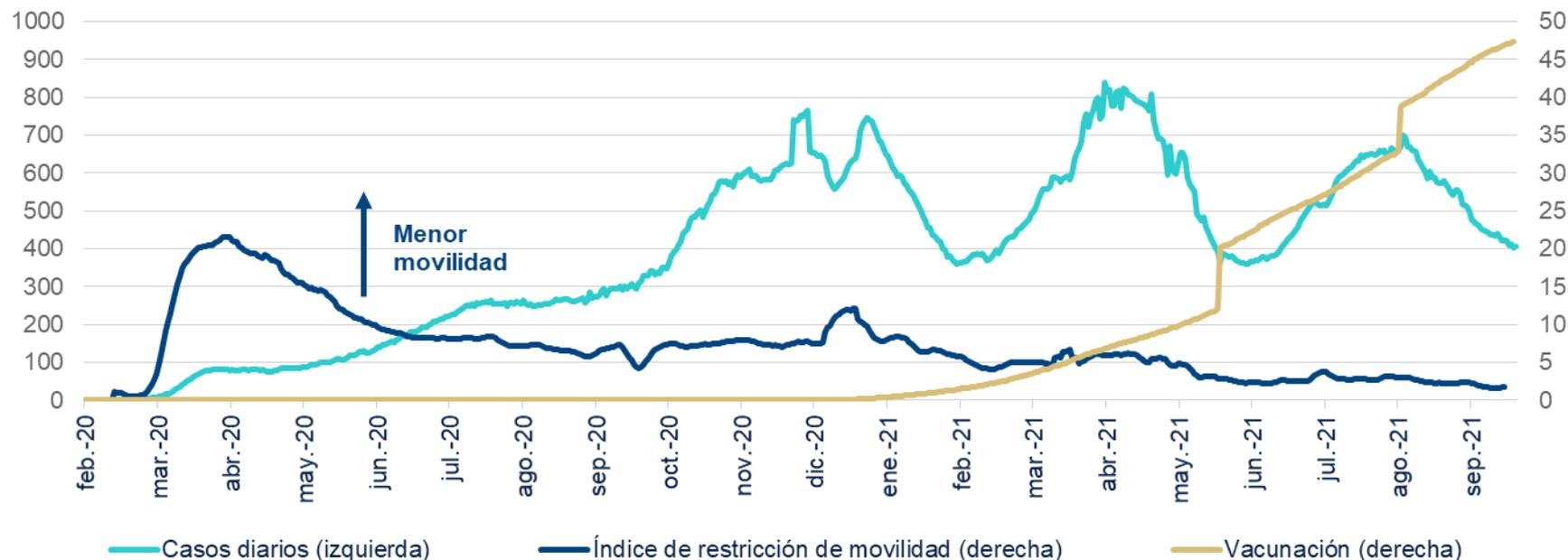


- Cuellos de botella más significativos y persistentes que lo previsto, en particular en los sectores manufacturero y de transporte.
- Asimismo, el precio de las materias primas, especialmente en el sector de la energía, ha subido significativamente.
- Una serie de factores está detrás de estas fuertes e inesperadas presiones de costes:
 - rigidez de la oferta, especialmente ante la expansión de la cepa Delta en China y EE. UU.
 - escasez de trabajadores en algunos sectores
 - resiliencia de la demanda y rápida reapertura
 - mayor demanda por bienes vs. servicios
 - interrupciones climáticas
 - políticas de reconversión energética
 - proteccionismo comercial
 - tensiones geopolíticas

(*) Costo del flete marítimo: indicador global compuesto. Gas natural de Holanda: precio futuro.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

La vacunación ha reducido el impacto económico de las olas de contagio, pero la variante Delta sigue preocupando, en particular en China y EE. UU.

CASOS DIARIOS DE COVID-19, POBLACIÓN VACUNADA E ÍNDICE DE RESTRICCIÓN DE MOVILIDAD EN EL MUNDO*
(MILES DE PERSONAS INFECTADAS AL DÍA, MEDIA DE LOS ÚLTIMOS 7 DÍAS; % DE LA POBLACIÓN MUNDIAL VACUNADA CON AL MENOS UNA DOSIS; RESTRICCIÓN DE MOVILIDAD: MEDIA DE LOS ÚLTIMOS 7 DÍAS)



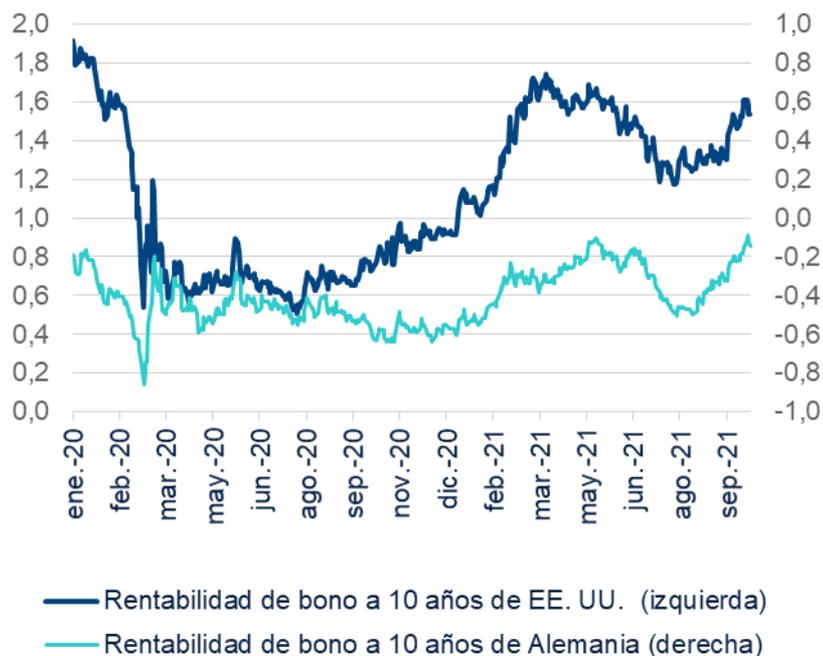
(*) El índice de restricción de movilidad refleja cambios respecto al período de 3 de enero a 6 de febrero de 2020; valores más altos indican menor movilidad.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de la John Hopkins University, Google y Our World in Data.

El anuncio de retirada de estímulos por parte de la Fed (*tapering*) ya en 2021 presiona al alza la rentabilidad de sus bonos y apoyan al dólar

RENTABILIDAD DE BONOS A 10 AÑOS

(%)



- La rentabilidad de los bonos americanos ha aumentado ante la perspectiva de que la Fed iniciará a retirar los estímulos algo antes de lo esperado y la expectativa de mayor inflación.
- En la Eurozona la rentabilidad de los bonos también ha subido, con el BCE reduciendo las compras con el PEPP.
- El dólar se ha apreciado contra el euro y las divisas emergentes.
- Los flujos de capital hacia mercados emergentes se han moderado.
- La volatilidad financiera ha estado acotada, pese a la crisis de la deuda del grupo inmobiliario Evergrande en China.

La recuperación continuará, pero perderá ímpetu ante choques de oferta que, además, presionarán temporalmente a la inflación y a los bancos centrales

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL ESCENARIO GLOBAL DE BBVA RESEARCH

Cuellos de botella



Mayor impacto de lo esperado sobre la actividad económica (-) y la inflación (+); podrían extenderse hasta mediados de 2022.

Política económica



Políticas fiscal y monetaria expansivas en el G3 a pesar del inicio de la gradual retirada de estímulos (Fed *tapering* en 4T21 e inicio subidas de tipos en 4T22).

Pandemia del coronavirus



Continúa la convergencia gradual a la "normalidad"; eventuales próximas olas de contagio tendrán menor impacto en la economía.

Actividad e inflación



Crecimiento robusto, aunque algo más débil que previamente estimado, inflación relativamente elevada, aunque perderá fuerza a partir del 2022.

Mercados financieros



Activos de riesgo presionados por la retirada de los estímulos monetarios por la Fed; un dólar algo más apreciado que lo previsto.

Economías emergentes



Entorno complejo: salida retrasada de la pandemia, inflación presiona BCs, menor liquidez global; precio de las materias primas: positivo para exportadores

Riesgos

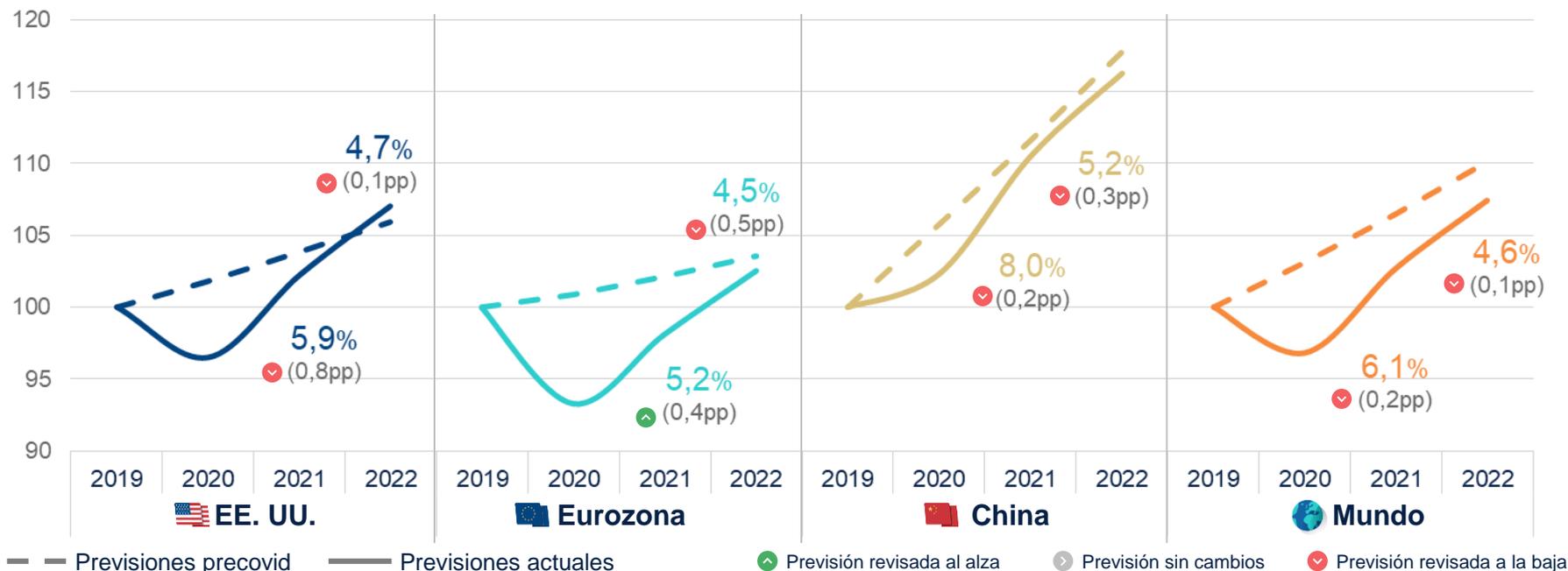


Choques de oferta más persistentes, manejo del proceso de retirada de estímulos, desaceleración de China, nuevas cepas del coronavirus y vacunación incompleta, etc.

El crecimiento global será menos robusto que lo anticipado, principalmente por los choques de oferta y la desaceleración algo más rápida de China

PIB REAL

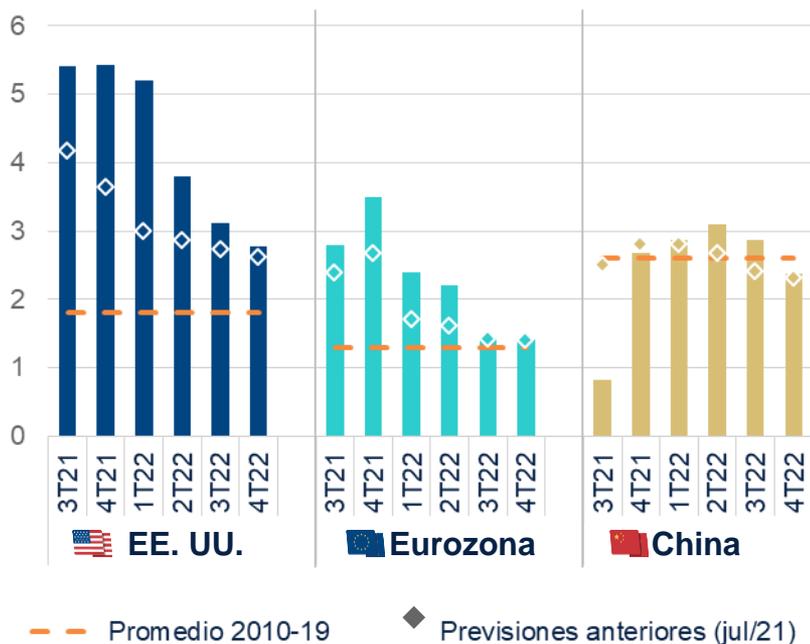
(LÍNEAS: NIVEL 2019=100; CIFRAS: CRECIMIENTO PREVISTO Y, ENTRE PARÉNTESIS, CAMBIO RESPECTO A PREVISIONES ANTERIORES)



La inflación se mantendrá por encima de lo anticipado y de los niveles de la década anterior, pero se ralentizará gradualmente en 2022

INFLACIÓN: IPC

(A/A %, PROMEDIO TRIMESTRAL)



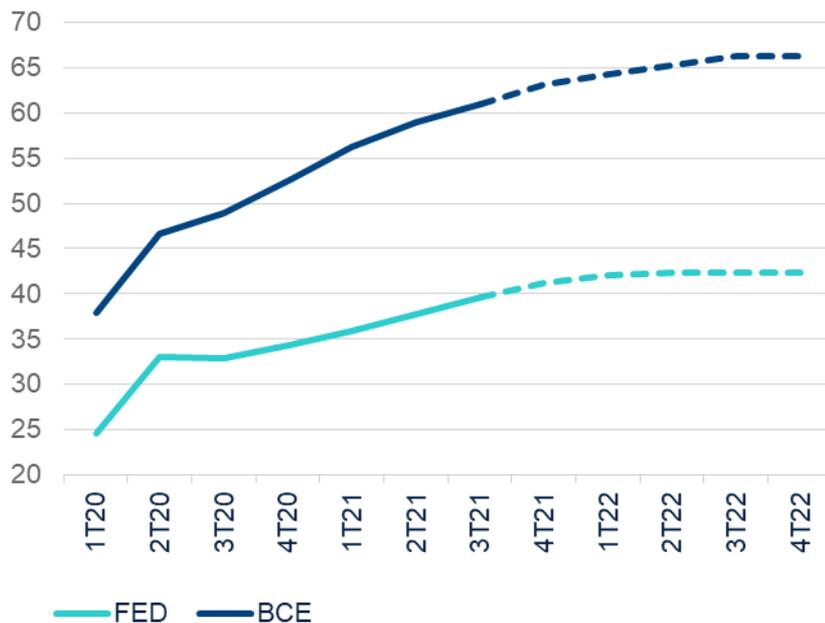
Fuente: BBVA Research.

- Se han revisado al alza las previsiones de inflación en EE. UU. y Eurozona.
- Los efectos base más favorables, la esperada naturaleza transitoria de los choques de oferta y la ausencia de presiones salariales generalizadas deben permitir la **moderación de la inflación a partir de 2022**.
- Los riesgos están sesgados al alza, el anclaje de expectativas es clave.
- En **China** la inflación se mantiene baja debido a efectos base positivos, pero el aumento de los costes de producción y del precio de la energía crearán presiones alcistas en los próximos trimestres.

La Fed pronto empezará la retirada de los estímulos monetarios; el BCE será más paciente y el PBoC adoptará medidas adicionales de apoyo a la actividad

BALANCES DE LA FED Y BCE

(% DEL PIB)



(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de la Fed y del BCE.

EE.UU.

- La Fed inicia la retirada de estímulos antes de lo previsto: *tapering* en 4T y subidas de tipos de interés dentro de un año.
- Nuevo estímulo fiscal centrado en inversión (7% PIB), pese la incertidumbre política.

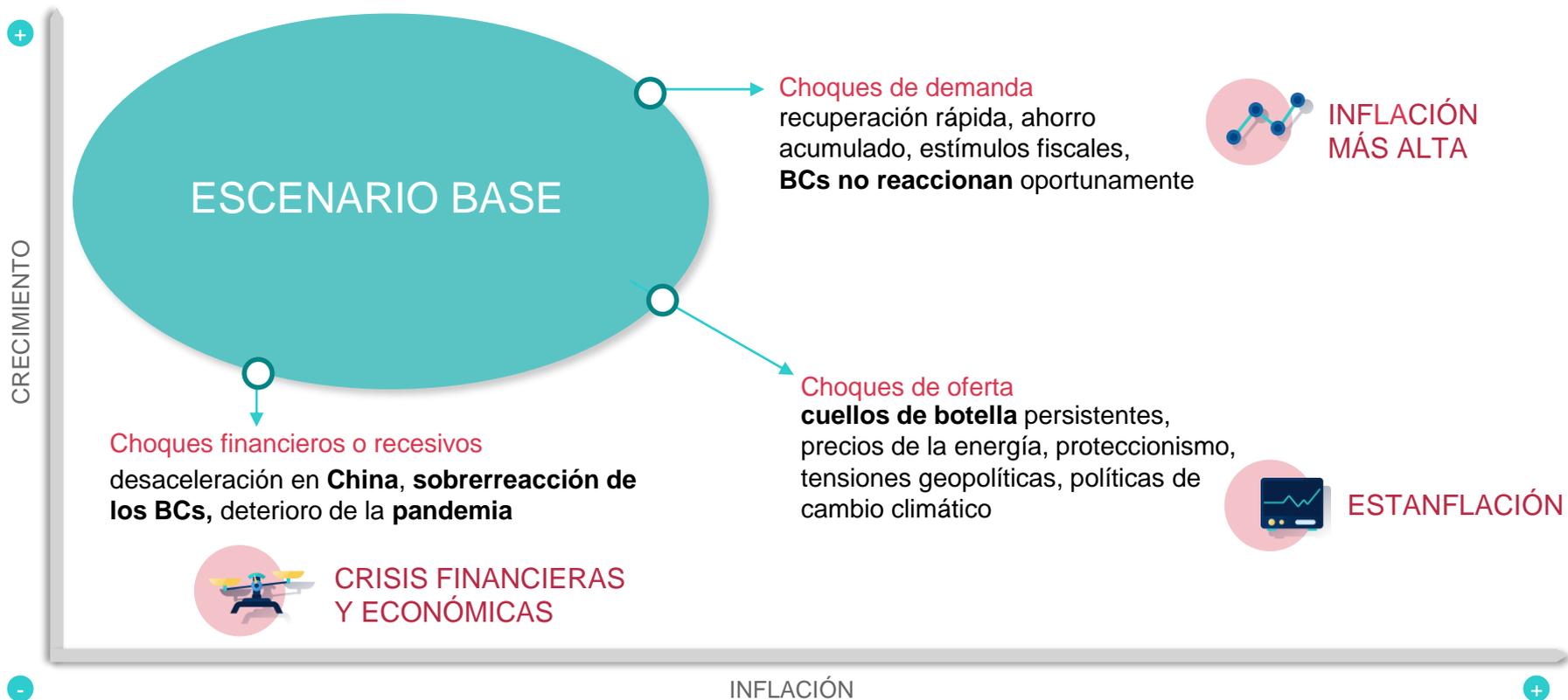
Europa

- El BCE más cerca de terminar con el PEPP, pero paciente con la inflación y los tipos.
- Implementación fondos NGEU y medidas apoyo para compensar subidas energéticas.

China

- nuevos estímulos para reducir el efecto de las medidas regulatorias (en sector inmobiliario y financiero) y de la escasez de suministros.

Riesgos: los choques de oferta, la retirada de los estímulos, la desaceleración de China, entre otros factores, podrían generar escenarios globales más negativos

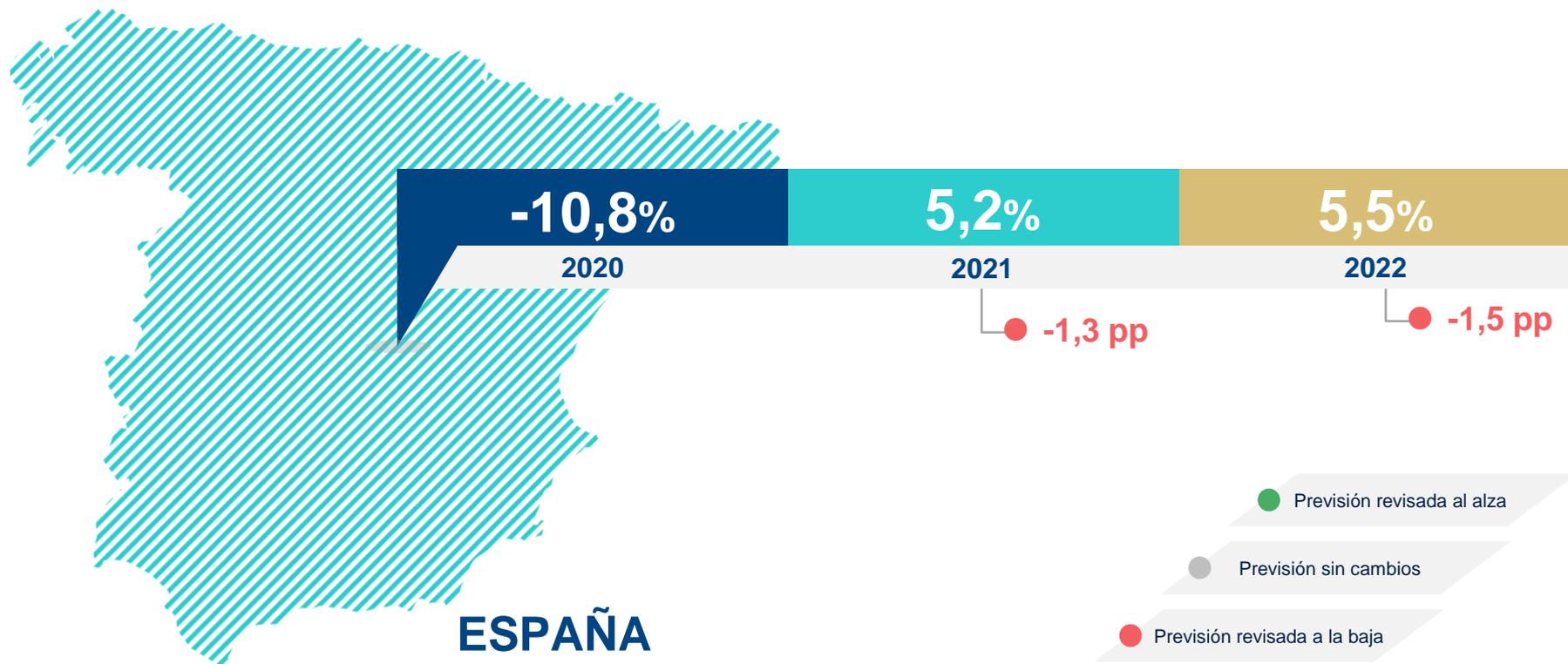


02

Situación España

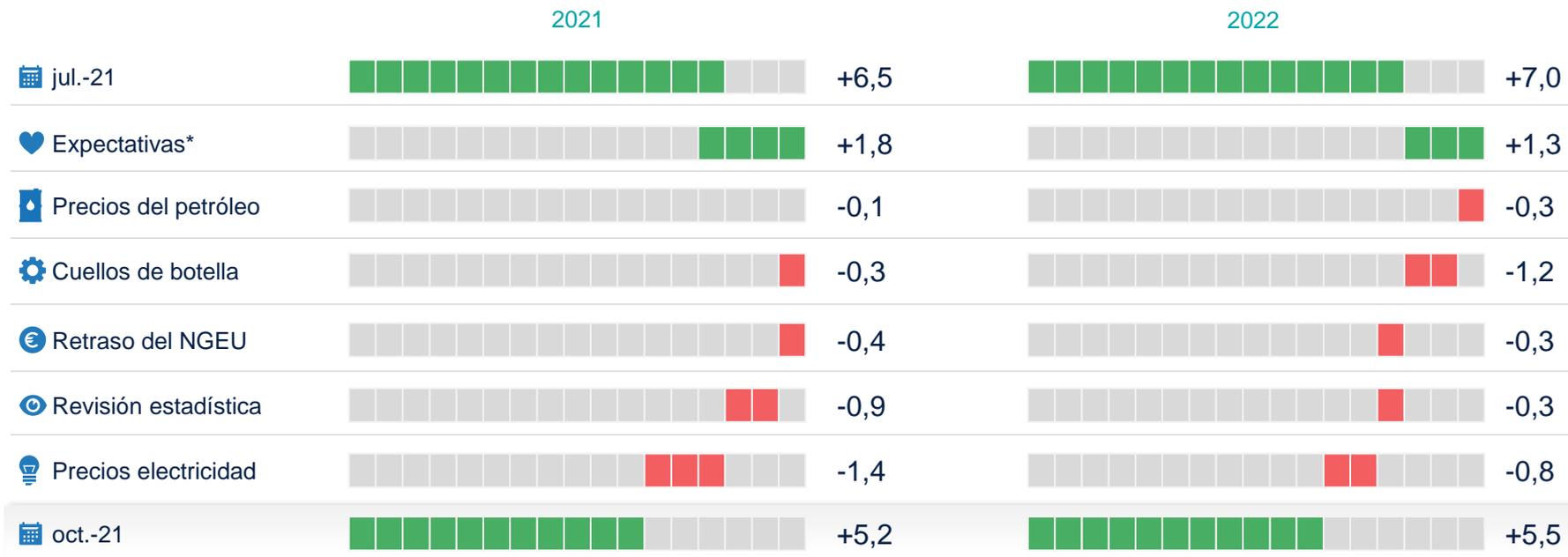
4T21

Se revisa a la baja el crecimiento de 2021 y 2022



Se revisa a la baja el crecimiento económico en 2021 y 2022

DESCOMPOSICIÓN DE LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB (PUNTOS PORCENTUALES)



(*) El término "Expectativas" incluye aspectos como el buen comportamiento que se ha observado del consumo privado en 2T21 y 3T21, la corrección al alza que se espera de la productividad por hora trabajada en el 3T21, y mejores expectativas sobre la demanda interna debido a la evolución del mercado laboral. Los factores que restan crecimiento han causado también la revisión a la baja de la recuperación en Europa, presentado anteriormente. Fuente: BBVA Research a partir de INE.

El crecimiento del PIB en 2021 se revisa a la baja hasta el 5,2%

El deterioro se explica por un menor dinamismo de lo esperado en el 2T21

CONTRIBUCIÓN AL ERROR DE PREVISIÓN DEL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB EN EL 2T21 (PUNTOS PORCENTUALES)



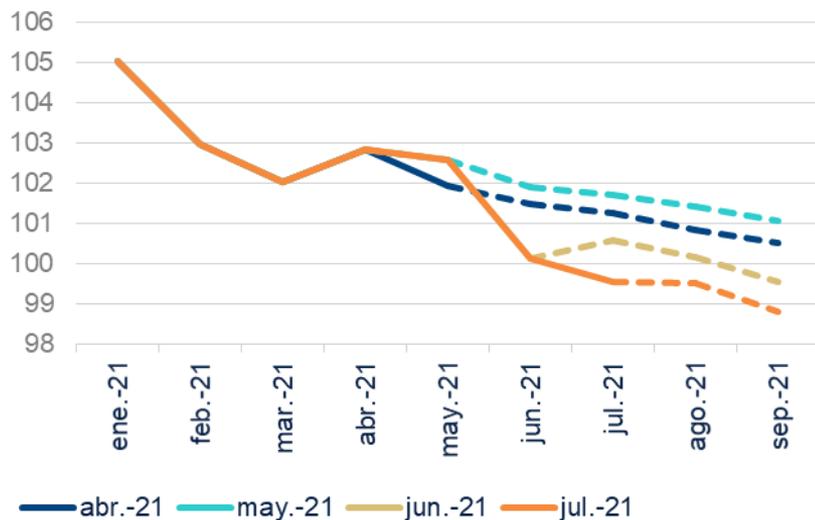
- El crecimiento del consumo de los hogares fue significativo (+4,6% trimestral), aunque algo superior a lo previsto (+3,0%). La composición de este gasto no fue tan “virtuosa” como se esperaba.
- La inversión cayó inesperadamente (-2,2% trimestral), sobre todo en bienes de equipo y vivienda. La primera afectada por los cuellos de botella en cadenas de valor, incremento en costes y posiblemente por el retraso en la ejecución del NGEU.
- Las importaciones crecieron con intensidad (+4,2% trimestral) a pesar de la atonía de las exportaciones de bienes (+0,9% t/t), y de la caída de la inversión.

El crecimiento del PIB en 2021 se revisa a la baja hasta el 5,2%

Los indicadores de inversión fueron empeorando a medida que transcurría el trimestre

IPI BIENES DE EQUIPO

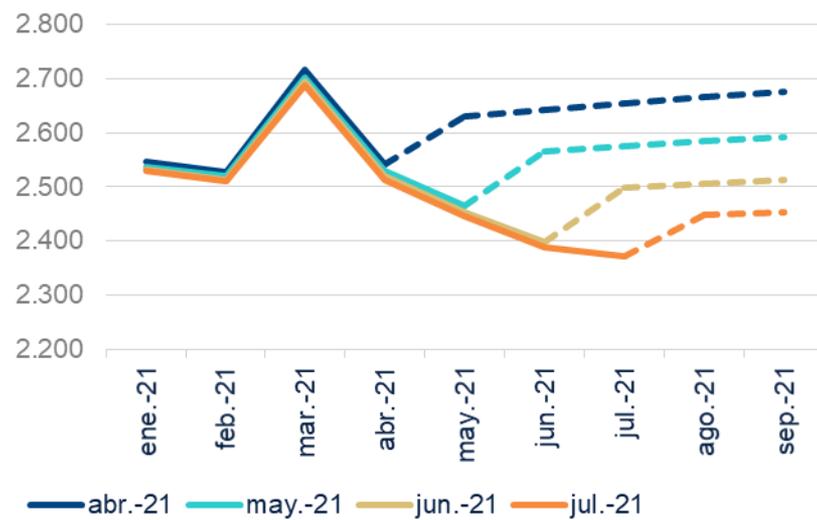
(DATOS OBSERVADOS Y PREVISIONES TSW)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

IMPORTACIONES BIENES DE CAPITAL

(DATOS OBSERVADOS Y PREVISIONES TSW)

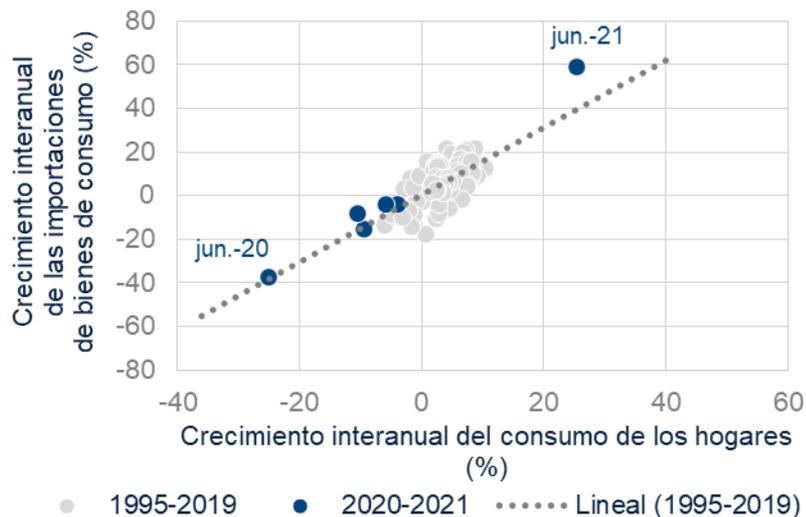


Parece haber varios factores detrás de la caída de la inversión, cuyo impacto ha sido superior al esperado: 1) cuellos de botella en cadenas de valor; 2) incremento en el precio de la energía, aumento en el coste de transporte, etc.; y 3) subejecución del NGEU.

El crecimiento del PIB en 2021 se revisa a la baja hasta el 5,2%

Factores que revertirán: aumento de importaciones y composición del gasto

IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO Y GASTO EN CONSUMO HOGARES (PRECIOS CORRIENTES)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

GASTO CON TARJETAS ESPAÑOLAS* EN SERVICIOS (% GASTO TOTAL)



*Gasto con tarjetas emitidas por BBVA más gasto de no clientes en TPV BBVA.

La compra se clasifica como de bienes o de servicios según la actividad del comercio, no del producto adquirido. En consecuencia, es tan solo una aproximación a la estructura del gasto

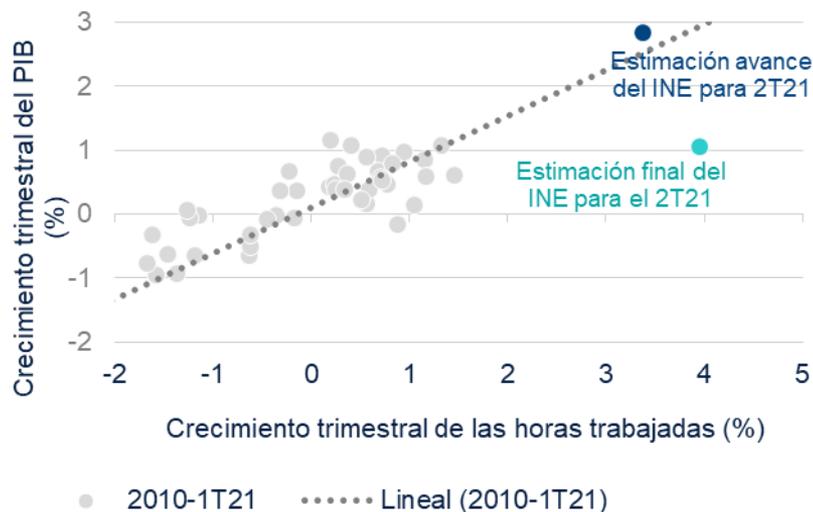
Fuente: BBVA Research a partir de BBVA.

La información de balanza comercial y de contabilidad nacional muestra un incremento de las importaciones de consumo anormalmente elevado. El incremento que se ha observado en la participación de los servicios en el total del gasto hace poco probable que esta situación se mantenga.

El crecimiento del PIB en 2021 se revisa a la baja hasta el 5,2%

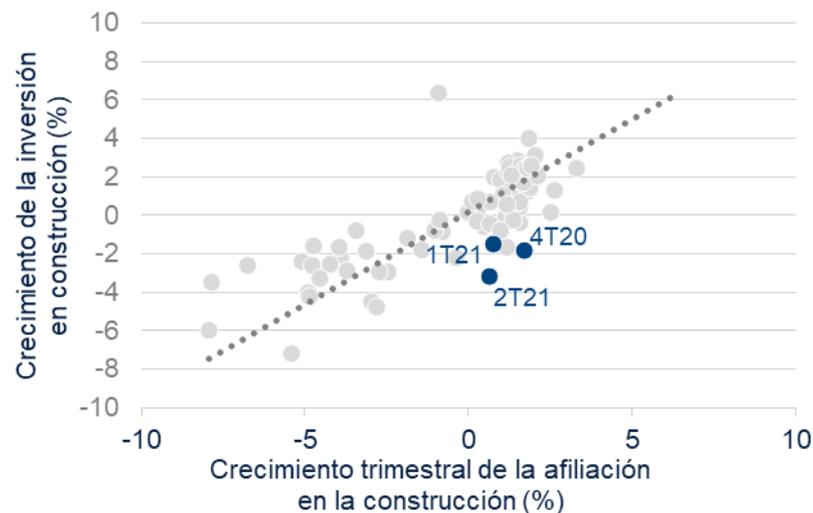
Factores que revertirán: comportamiento del empleo y agregados macroeconómicos

PIB Y HORAS TRABAJADAS



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN Y AFILIADOS A LA CONSTRUCCIÓN (% T/T)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y MISSM.

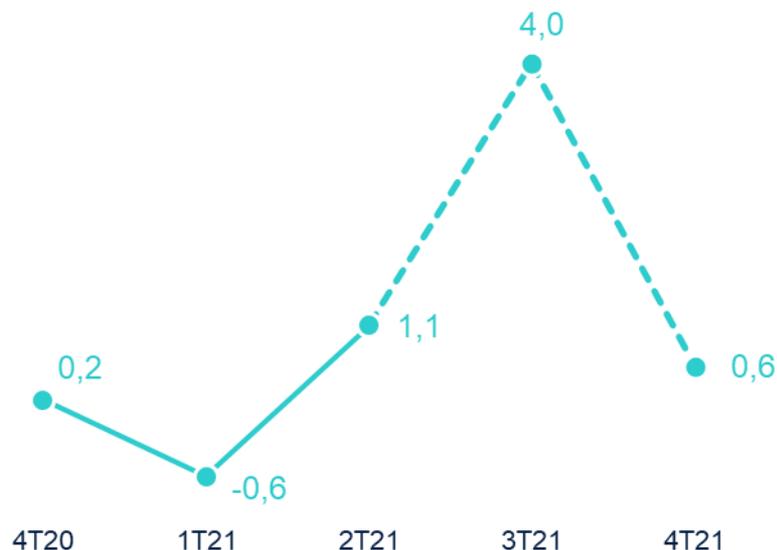
La reincorporación de la actividad desde los ERTE (y el aumento de horas trabajadas que esto implica), junto con el incremento en el empleo en algunos sectores, parece inconsistente con varios agregados de gasto y actividad. En particular, llama la atención la caída de la productividad en el 2T21 y de la inversión en construcción en los últimos tres trimestres.

El crecimiento del PIB en 2021 se revisa a la baja hasta el 5,2%

Repunte en el 2S21: recuperación de la productividad y mejora del consumo y exportaciones

VARIACIÓN DEL PIB

(%, T/T)



- Se espera una reversión de la caída de la productividad registrada en el 2T21, lo que debería impulsar la economía más allá de lo que sugiere la información coyuntural.
- El consumo de los hogares mantiene su fortaleza, principalmente, de servicios. El aumento del gasto turístico, tanto de nacionales como de extranjeros, junto con el avance de las exportaciones de bienes estarían detrás del repunte del PIB.
- Las importaciones deberían tener un menor crecimiento, más acorde con la composición del gasto de los hogares.

El crecimiento del PIB en 2021 se revisa a la baja hasta el 5,2%

Repunte en el 2S21 por la fortaleza del gasto en consumo, sobre todo en servicios

COMPOSICIÓN DEL GASTO CON TARJETAS ESPAÑOLAS* (MISMA SEMANA DE 2019 = 100)

TOTAL



BIENES



SERVICIOS



*Gasto con tarjetas emitidas por BBVA más gasto de no clientes en TPV BBVA.

La compra se clasifica como de bienes o de servicios según la actividad del comercio, no del producto adquirido. En consecuencia, es tan solo una aproximación a la estructura del gasto.

Para más información véase [Impacto de la COVID-19 sobre el consumo en España en tiempo real y alta definición en sep-21](#).

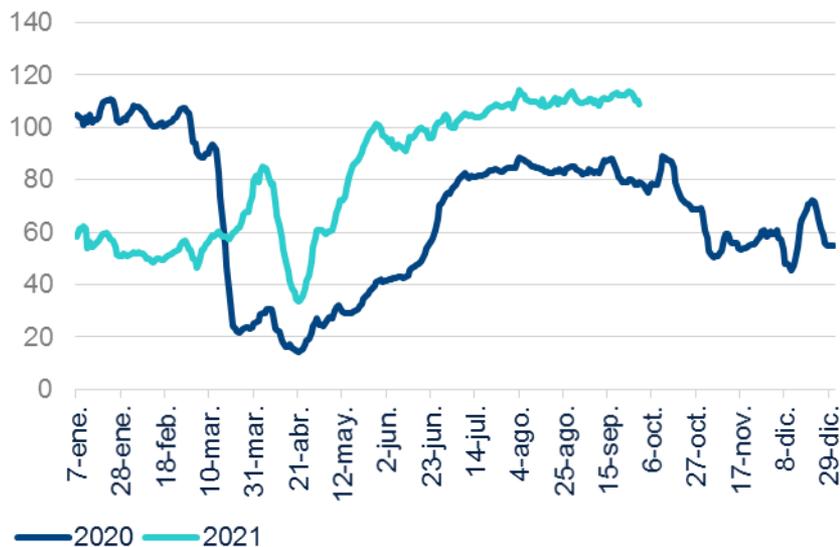
Fuente: BBVA Research a partir de BBVA.

Además de la flexibilización de las restricciones y la mayor seguridad para gastar en entornos sociales, el aumento en el consumo se explica por la reducción del ahorro y la mejora del empleo, lo que ha beneficiado particularmente a bares y restaurantes, alojamiento, transporte y ocio.

El crecimiento del PIB en 2021 se revisa a la baja hasta el 5,2%

Repunte en el 2S21 por la fortaleza del gasto en consumo, sobre todo en servicios

GASTO PRESENCIAL CON TARJETA REALIZADO FUERA DE LA PROVINCIA HABITUAL DE RESIDENCIA* (RESPECTO A MISMA SEMANA DE 2019 = 100)



- La eliminación de las restricciones y la finalización del estado de alarma han incrementado el gasto de las personas fuera de su provincia habitual de residencia.
- La reducción de la incertidumbre sobre los indicadores sanitarios han permitido que el gasto realizado por los turistas nacionales sobrepase los niveles observados el año anterior.
- Además, las restricciones de movilidad hacia otros destinos, en particular en la Eurozona, están redirigiendo los recursos hacia el turismo nacional.

*Gasto con tarjetas emitidas por BBVA. Incluye el gasto realizado en el extranjero por residentes en España.

Fechas Semana Santa: 2019: 13-abr./21-abr.; 2020: 4-abr./12-abr.; 2021: 27-mar./4-abr.

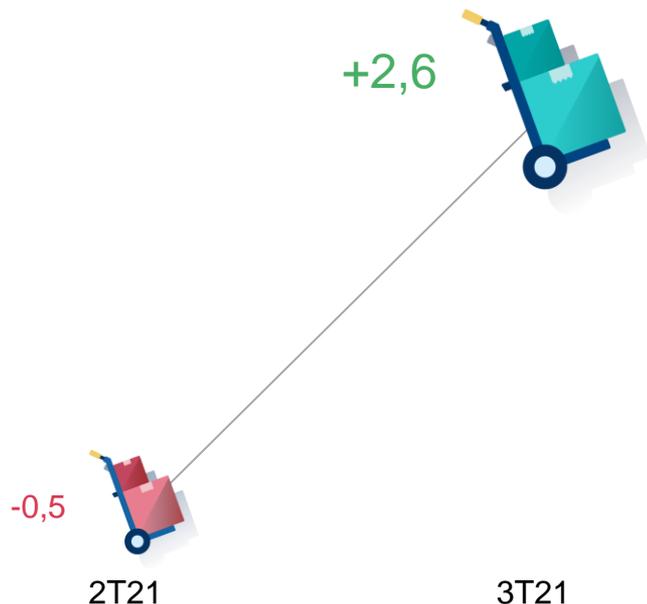
Para más información véase [Análisis de los flujos turísticos nacionales en tiempo real en sep-21](#).

Fuente: BBVA Research a partir de BBVA.

El crecimiento del PIB en 2021 se revisa a la baja hasta el 5,2%

Repunte en el 2S21: las exportaciones de bienes contribuyen positivamente al crecimiento

VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES (% T/T)



- Tras caer en junio, las exportaciones de bienes crecieron en julio,...
- ... en línea con la mejora de la actividad en los principales socios comerciales (zona euro, Reino Unido y resto de Europa).
- Por tipo de bienes, destaca el impulso de las exportaciones de bienes intermedios y de capital, mientras que las de consumo continúan débiles.

El crecimiento del PIB en 2021 se revisa a la baja hasta el 5,2%

Repunte en el 2S21 por la recuperación de las exportaciones de servicios

GASTO PRESENCIAL CON TARJETAS EXTRANJERAS Y CONSUMO DE NO RESIDENTES

(MISMO TRIMESTRE DE 2019 = 100)



- El avance en el control de la pandemia en España y en los países de origen de los turistas, el incremento de la movilidad internacional y la mejora de la economía europea impulsan **la recuperación del gasto de extranjeros, en especial en las regiones que más dependen de él.**
- En todo caso, esta recuperación se da desde niveles todavía reducidos: **las compras con tarjetas emitidas por entidades extranjeras crecen en el 3T21** hasta representar alrededor del 80% del nivel observado en el mismo trimestre de 2019.

Nota: compras con tarjetas emitidas por entidades extranjeras en TPV de BBVA.

Fuente: BBVA Research a partir de BBVA e INE.

Hacia delante, será clave la resolución de incertidumbres

La inversión afectada por aumento de insumos,...

IMPACTO DE LA REVISIÓN AL ALZA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB (DESVIACIÓN RESPECTO AL ESCENARIO BASE EN PP)



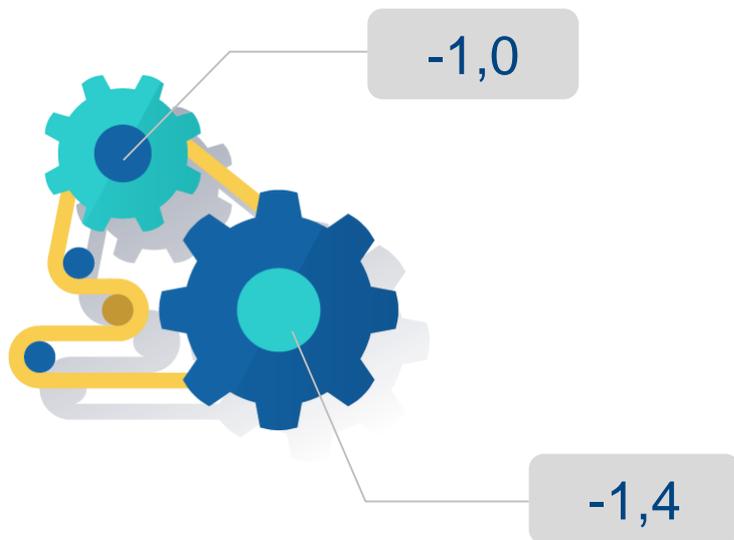
- El incremento de precios del petróleo responde a la mejora de la demanda, pero también a una respuesta insuficiente por el lado de la oferta.
- Las estimaciones indican que, dada la dependencia energética de España, el encarecimiento del petróleo del último trimestre respecto a nuestras previsiones restará 0,1 pp al crecimiento en 2021 y 0,3 pp en 2022.

Hacia delante, será clave la resolución de incertidumbres

La inversión afectada por cuellos de botella,...

IMPACTO DE LOS CUELLOS DE BOTELLA SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2022

(PP DEL PIB)

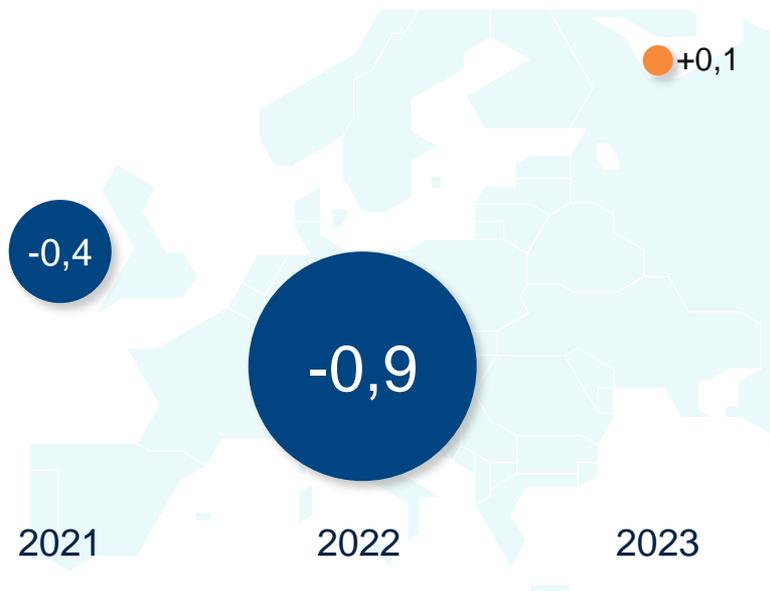


- Los cuellos de botella que están afectando a las cadenas de valor a nivel mundial condicionan la producción manufacturera e incrementan los precios industriales.
- Los indicadores sugieren que los problemas de oferta han ido a más durante el 3T21, y no se descarta que la contención en márgenes esté limitando su impacto en actividad.
- Se estima que persistirán durante el 1S22, lo que tendrá un **impacto negativo sobre el crecimiento de 2022** (entre 1,0 y 1,4 pp del PIB) ...
- ... y limitado sobre la inflación.

Hacia delante, será clave la resolución de incertidumbres

La inversión afectada por deterioro en el entorno internacional,...

REPERCUSIONES DEL CAMBIO DE ESCENARIO DE EUROPA EN LAS EXPORTACIONES (PUNTOS PORCENTUALES DE LA TASA DE CRECIMIENTO ANUAL)



- El efecto de los cuellos de botella y del alza en los precios de los insumos estaría frenando igualmente el avance de la economía global.
- Los datos conocidos hasta el momento apuntan a una moderación en el crecimiento del PIB mayor de la que se esperaba hace tres meses en Europa.
- Esta inercia negativa en la Eurozona supondrá un freno para el crecimiento de las ventas de bienes y servicios a nivel mundial.

Hacia delante, será clave la resolución de incertidumbres

La inversión afectada por el retraso en la ejecución del NGEU

PRTR: ABSORCIÓN DEL GASTO

(MILES DE MILLONES DE EUROS)

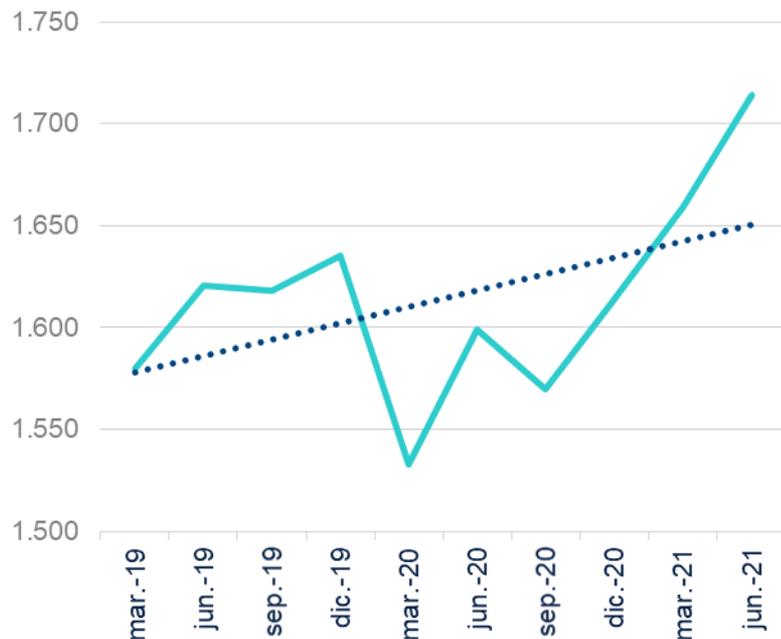


- La ejecución de los fondos del NGEU va más lenta de lo esperado, lo que podría estar lastrando el crecimiento de la inversión.
- De acuerdo con la información conocida, hasta agosto de 2021 la administración central habría realizado desembolsos vinculados al PRTR por un importe equivalente al 22% del total programado para 2021.
- A comienzos de año, se estimaba que solo llegaría a ejecutarse entre 10.000 y 15.000 millones de euros. Actualmente, se considera difícil alcanzar la cota inferior de esa estimación.
- El retraso en el gasto de los fondos en 2021, debería impulsar la ejecución en 2022 y 2023.

En 2022, el PIB crecerá el 5,5%

La bolsa de ahorro embalsado es significativa y podría estar impulsando el consumo

ESPAÑA: RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LOS HOGARES (MILES DE MILLONES DE EUROS)



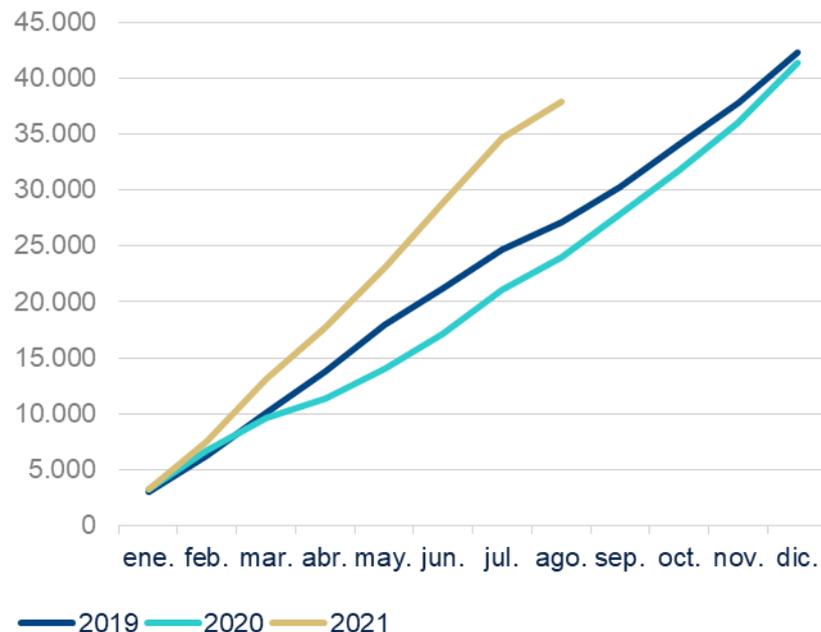
- Aunque el ahorro ha disminuido, se mantiene por encima de los valores observados en promedio durante los últimos 20 años.
- Además, hay una bolsa de riqueza financiera acumulada disponible que puede ser utilizada para apoyar el gasto, tanto en consumo como en compra de vivienda.
- La incertidumbre respecto al sistema de pensiones, la posible reforma impositiva, el perfil de aquellos que concentran la riqueza son factores que apuntan a que la tasa de ahorro no disminuirá a corto plazo por debajo de los niveles promedio históricos.

En 2022, el PIB crecerá el 5,5%

La venta de vivienda ha recuperado la evolución previa a la pandemia

NUEVO CRÉDITO PARA COMPRA DE VIVIENDA

(ACUMULADO ANUAL, MILLONES DE EUROS)



- La baja rentabilidad de los activos libres de riesgo y los cambios en las preferencias de los hogares estarían redirigiendo una parte del ahorro acumulado hacia la inversión residencial.
- Entre enero y agosto de 2021, el nuevo crédito para compra de vivienda mostró el mejor arranque de año desde 2010. Por su parte, la venta de unifamiliares aumentó el 57% a/a en los ocho primeros meses de 2021.
- Los fundamentales del sector son mejores que en el pasado: el ajuste del precio ha sido inferior al de otras recesiones, no hay desequilibrios, y empresas y hogares exhiben una situación financiera más desahogada.

En 2022, el PIB crecerá el 5,5%

Principales decisiones de la política económica que soportan el crecimiento

Extensión de los ERTes



Extensión de los ERTes condicionado a la formación: en línea con las recomendaciones de BBVA Research, genera certidumbre a los trabajadores en los próximos meses y facilita la transición entre sectores.

Precio de la energía



Medidas para contener la subida del precio de la energía: supondrán un alivio transitorio para hogares y empresas. Sin embargo, representan una fuente de inseguridad jurídica en el sector.

Fondos de recapitalización



Cambio en las condiciones para acceder a los fondos de recapitalización de las empresas y la previsible extensión del periodo extraordinario de ayudas directas bajo la normativa europea: facilita la llegada de recursos a empresas que han incrementado su endeudamiento por encima de lo deseado.

Políticas públicas



Creación de oficina evaluadora de políticas públicas, dentro de la AIReF: debería contribuir a mejorar la eficacia y la eficiencia de las políticas económicas.

En 2022, el PIB crecerá el 5,5%

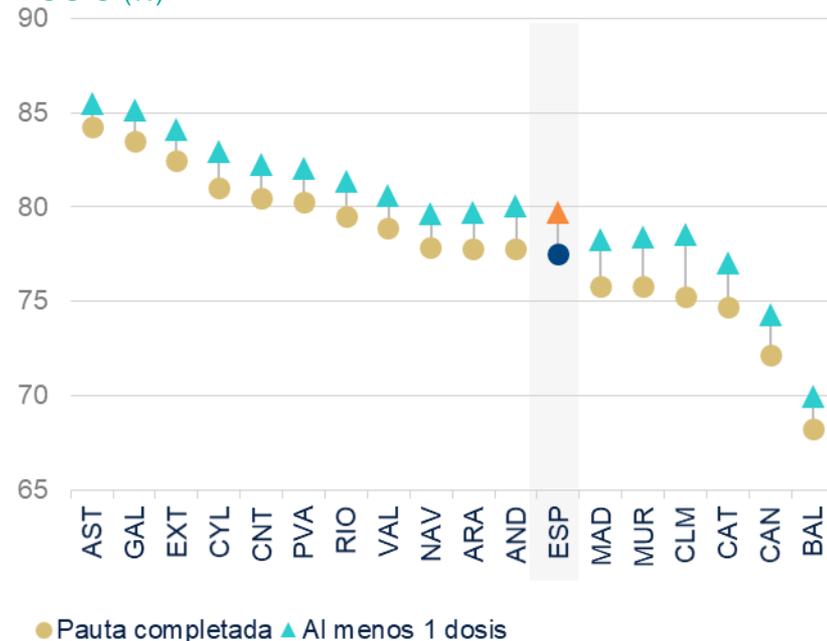
Presupuestos Generales del Estado 2022

- El proyecto de PGE para 2022 continúa con la política fiscal expansiva iniciada con los presupuestos anteriores y mantiene un techo de gasto en máximos históricos. Esto es razonable, al utilizar el espacio que permite la suspensión de las reglas fiscales en Europa y la situación cíclica de la economía.
- Las proyecciones de ingresos son optimistas utilizando los supuestos económicos de BBVA Research. En todo caso, la recaudación ha venido sorprendiendo positivamente desde el inicio de la crisis.
- Los incrementos impositivos o en las bases máximas de cotización a la Seguridad Social, no generan certidumbre en un entorno donde todavía no se recupera el nivel de actividad pre-pandemia y añaden un coste adicional a las empresas.
- La indexación de las pensiones con el IPC y la derogación del factor de sostenibilidad, sin que se haya aprobado un mecanismo de equidad intergeneracional, suponen un riesgo para la sostenibilidad del sistema. Tampoco es positiva la reducción de los incentivos a ahorrar a través de planes de pensiones.
- La indexación de los salarios públicos al IPC puede contaminar la negociación de los salarios privados. Ya que la mayor parte de la inflación se explica por el incremento en el precio de un solo componente (la electricidad), esto sería una presión más a la baja sobre los márgenes de las empresas.

Riesgos

Vacunada la mayor parte de la población, el riesgo proviene desde fuera

ESPAÑA Y CC.AA.: POBLACIÓN INMUNIZADA CON VACUNACIÓN COMPLETA Y CON AL MENOS UNA DOSIS (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Sanidad. Datos a 16 de septiembre.

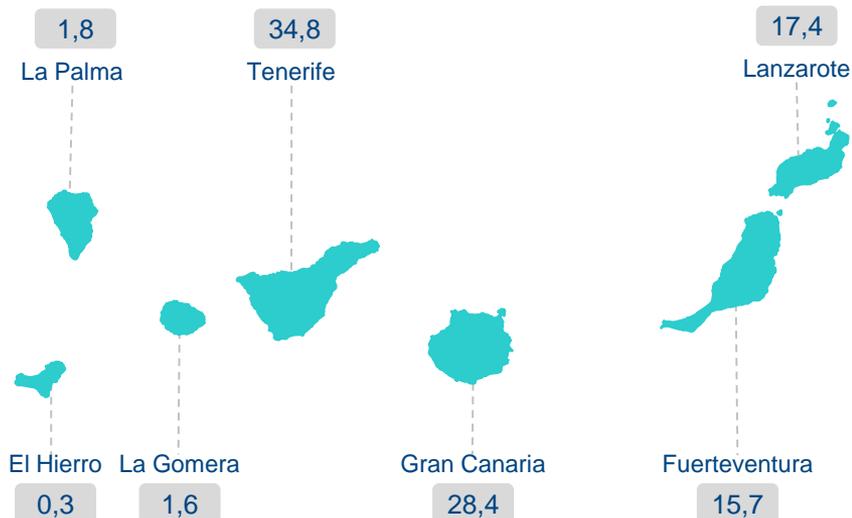
- España ha sido ejemplo en el avance de la vacunación, pero preocupa la inmunidad a escala mundial ya que...
- ... reduce la demanda de bienes y servicios españoles y mantiene elevada la probabilidad de interrupciones en las cadenas de valor.
- Pueden darse mutaciones del virus que sean más contagiosas o para las que las vacunas desarrolladas no sean efectivas, lo que hace necesario un esfuerzo solidario mundial para vacunar a toda la población cuanto antes.

Riesgos

Volcán de la isla de la Palma

PLAZAS HOTELERAS EN CANARIAS

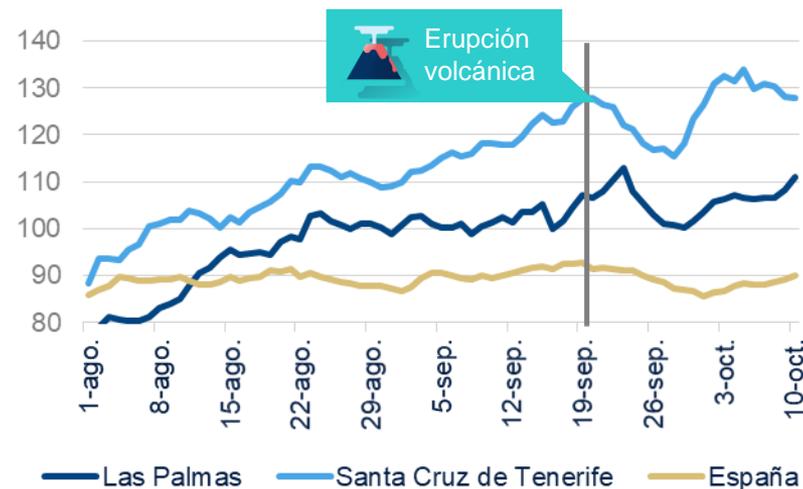
(% TOTAL, PROMEDIO 2021)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

GASTO PRESENCIAL SEMANAL REALIZADO CON TARJETAS EXTRANJERAS SEGÚN DESTINO

(MISMA SEMANA DE 2019 = 100)



(*) Gasto con tarjeta en TPV BBVA

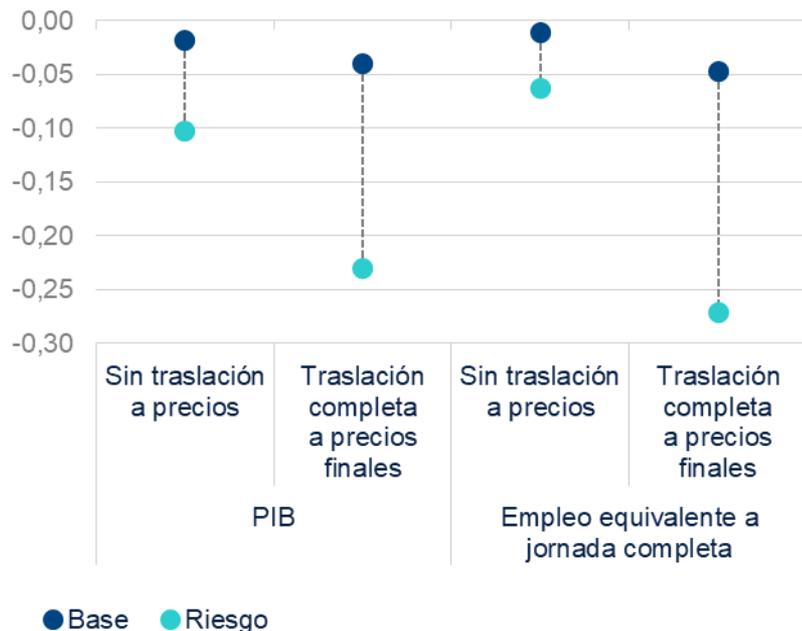
Fuente: BBVA Research a partir de BBVA.

La erupción del volcán en La Palma supone un riesgo para la percepción de seguridad que ofrece España más que por la relevancia de la isla en el sector turístico. Por el momento, no se observa impacto negativo en el gasto con tarjeta en Canarias por parte de extranjeros como consecuencia de estos factores.

Riesgos

Las presiones sobre los precios continuarán, aunque se espera que no persistan

IMPACTO ESTIMADO DEL INCREMENTO DEL SMI EN OCT-21 (DESVIACIÓN DEL NIVEL RESPECTO AL ESCENARIO SIN AUMENTO DEL SMI EN PP TRAS 4 TRIMESTRES)



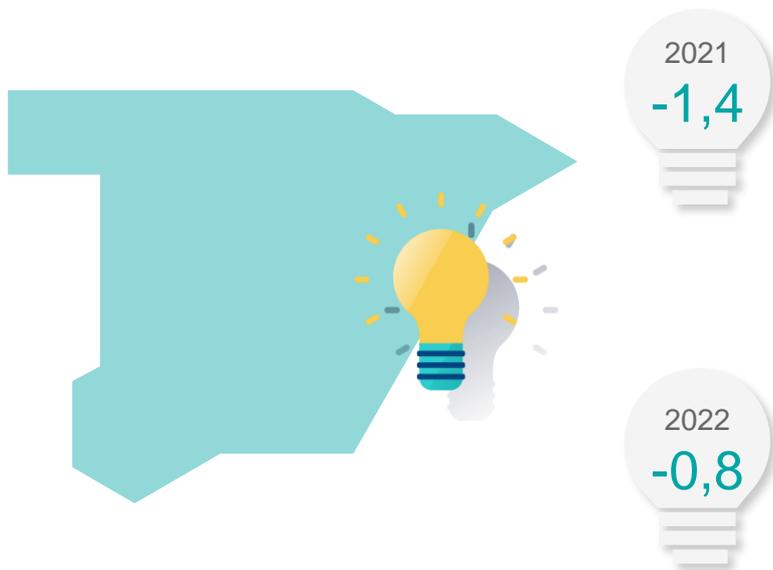
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

- El aumento del 1,6% del SMI en 2021 apenas tendrá repercusiones sobre la actividad y el empleo, excepto si las empresas lo trasladan a precios finales y afecta al resto de la distribución salarial.
- Los incrementos en los costes salariales tras la fuerte caída de la productividad en 2T, junto con el aumento en el precio de los insumos y costes de transporte, está siendo absorbida, por el momento, por los márgenes de las empresas.
- Sin embargo, la indexación de los salarios públicos y otras rentas pueden contaminar la negociación colectiva y llevar a escenarios más negativos.

Riesgos

Las presiones sobre los precios continuarán, aunque se espera que no persistan

IMPACTO ESTIMADO DEL INCREMENTO DEL PRECIO DE LA ELECTRICIDAD (PP DEL CRECIMIENTO ANUAL)

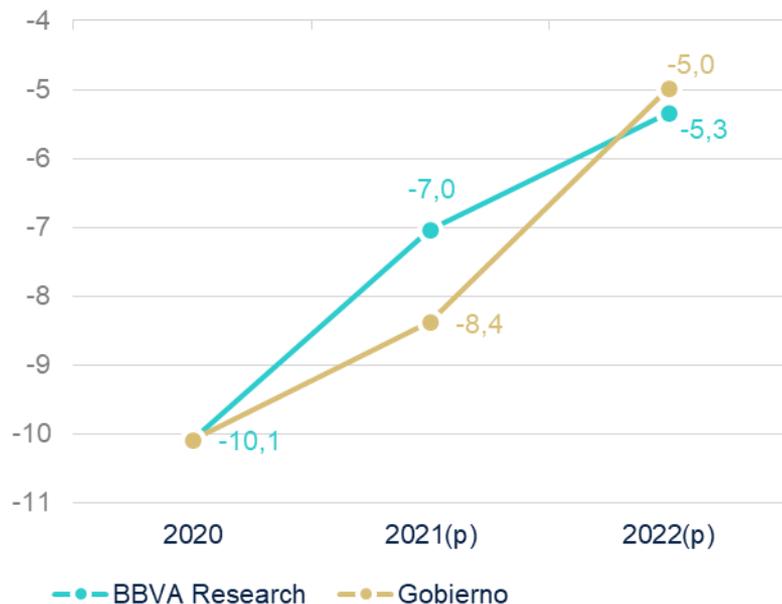


- El incremento en los costes de emisión de CO₂, junto con el aumento en el precio del gas, han tenido un impacto significativo en el precio de la electricidad.
- A pesar de las medidas implementadas por el Gobierno han logrado contener parte del aumento de la factura para hogares y empresas, la incertidumbre se mantiene.
- Las estimaciones de BBVA Research indican que, en ausencia de los repuntes observados hasta la fecha, el PIB podría crecer 1,4pp más en 2021 (+0,8pp en 2022).

Riesgos

Con la suspensión de las reglas fiscales, el déficit público se mantendrá elevado

ESPAÑA: DÉFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)

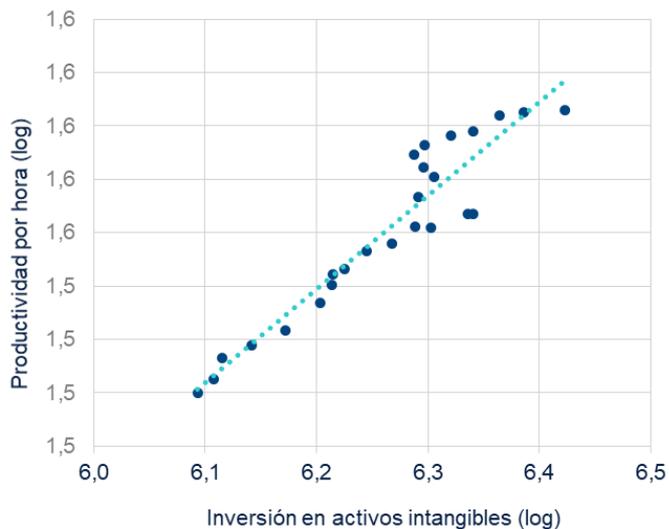


- Las previsiones de déficit y deuda públicas del Gobierno son algo más pesimistas en 2021 y más optimistas en 2022 que las de BBVA Research.
- Con un escenario macroeconómico optimista, alcanzar el déficit esperado por el Gobierno en 2022 requeriría un esfuerzo de contención del gasto que no se observa en el proyecto de PGE 2022.
- El déficit primario (sin intereses) “estructural”, que se mantiene elevado alrededor del 3% del PIB, y un nivel de endeudamiento por encima del 117% del PIB suponen una situación de fragilidad.

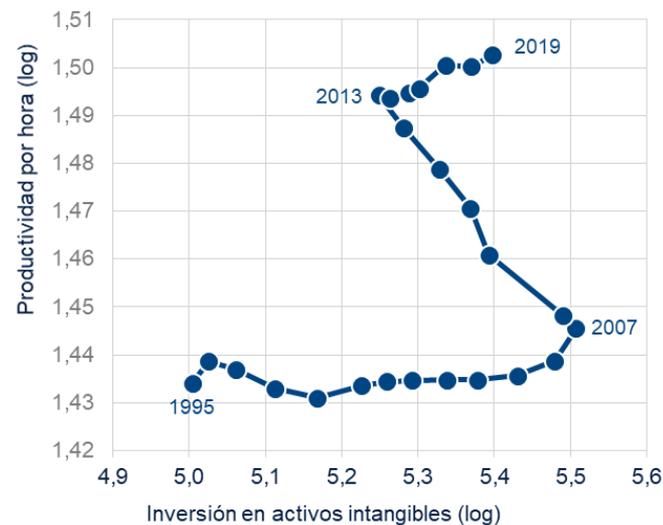
Riesgos

La importancia del NGEU para transformar la economía española

ZONA EURO: PRODUCTIVIDAD E INVERSIÓN EN INTANGIBLES



ESPAÑA: PRODUCTIVIDAD E INVERSIÓN EN INTANGIBLES



Un mayor detalle puede verse en el informe [Restricciones al crecimiento: papel de emprendimiento, ingrediente fundamental](#).

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostar y EU-Klems.

Preocupa la lentitud con la que se han ejecutado los fondos relacionados con el programa NGEU. Es necesario que durante los próximos meses, el impacto de estos fondos vaya al alza y permita acelerar la consecución de sus objetivos. Entre estos, el incremento de la productividad, a través de la digitalización, debe ser prioritario.

Riesgos

No abordar las medidas necesarias



AGENDA DE REFORMAS

El Gobierno debe continuar avanzando en **cumplir con los compromisos adquiridos**, con reformas ambiciosas de acuerdo a las recomendaciones de la Comisión Europea.



ESPAÑA SE JUEGA MUCHO

Por un lado, porque está en su propio interés aprovechar esta oportunidad para crear las condiciones de una **recuperación más vigorosa y sostenible**.



CREDIBILIDAD EN CUESTIÓN

La disposición del BCE para evitar la fragmentación de los mercados de deuda soberana se puede ver discutida si alguno de los integrantes de la unión monetaria no cumple con los **compromisos adquiridos**.

03

Previsiones

Previsiones

% a/a	2019	2020	2021 (p)	2022 (p)
Gasto en consumo final nacional	1,2	-8,2	5,9	5,2
Consumo privado	1,0	-12,0	7,0	6,3
Consumo público	2,0	3,3	3,2	2,2
Formación bruta de capital fijo	4,5	-9,5	2,2	12,3
Equipo y maquinaria	3,2	-12,9	10,4	10,0
Construcción	7,1	-9,6	-3,2	14,3
Vivienda	6,6	-11,2	-3,8	11,7
Demanda interna*	1,6	-8,6	5,2	6,3
Exportaciones	2,5	-20,1	13,7	13,9
Exportaciones de bienes	1,1	-9,2	11,9	10,9
Exportaciones de servicios	5,5	-43,2	19,6	23,0
Consumo final de no residentes en el territorio económico	2,5	-76,0	67,4	78,9
Importaciones	1,2	-15,2	14,4	17,4
Demanda externa*	0,5	-2,2	0,1	-0,8
PIB real pm	2,1	-10,8	5,2	5,5

* Contribución al crecimiento del PIB.

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

Previsiones

% a/a	2019	2020	2021 (p)	2022 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	2,6	-7,6	5,1	2,6
Empleo, EPA	2,3	-2,9	2,9	3,2
Tasa de paro (% población activa)	14,1	15,5	15,0	14,0
IPC (media anual)	0,7	-0,3	2,6	1,8
Deflactor del PIB	1,3	1,0	1,1	1,5
Déficit Público (% PIB)	-2,9	-10,1	-7,0	-5,3

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

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.

Situación España

3T21

Hacia delante, será clave la resolución de incertidumbres

La inversión afectada por cuellos de botella,...

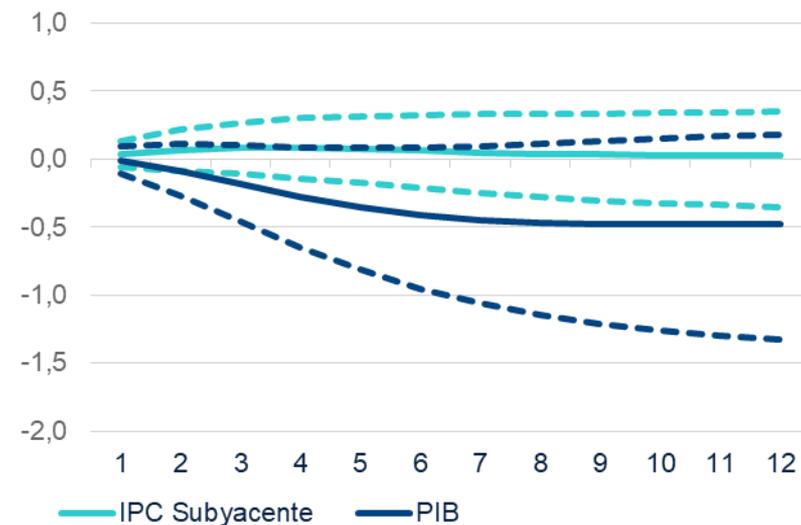
Cuellos de botella (1): SVAR identificado con signos (diferenciado por bienes según destino)

VARIABLES Y RESTRICCIONES DE IDENTIFICACIÓN

VARIABLE	RESTRICCIÓN
Producción industrial de bienes de equipo o de bienes intermedios	(-)
Importaciones de bienes de equipo o de bienes intermedios	(-)
Precios industriales de los bienes de equipo o de bienes intermedios	(+)
Factores limitantes de capital en las manufacturas (encuesta)	(+)
Factores limitantes mano de obra en las manufacturas (encuestas)	No restringido
PIB	No restringido
Inflación subyacente	No restringido

Fuente: BBVA Research.

FUNCIÓN DE IMPLUSO RESPUESTA (DES. SOBRE EL NIVEL EN PP)



La evidencia empírica sugiere que los cuellos de botella en las cadenas de producción pueden tener un impacto significativo sobre la actividad, tanto en España como en el conjunto del área del Euro.

Hacia delante, será clave la resolución de incertidumbres

La inversión afectada por cuellos de botella,...

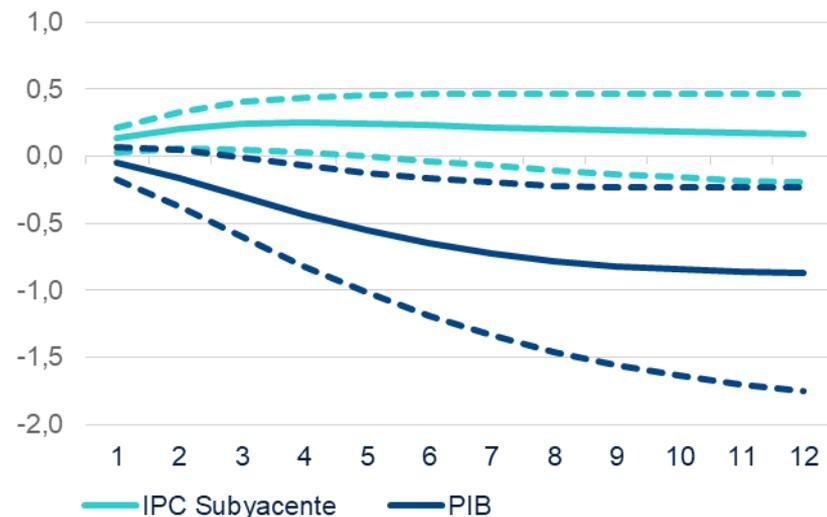
Cuellos de botella (2): SVAR identificado con signos (total sector manufacturero)

VARIABLES Y RESTRICCIONES DE IDENTIFICACIÓN

VARIABLE	RESTRICCIÓN
Producción industrial	(-)
Importaciones de bienes	(-)
Precios industriales	(+)
Factores limitantes de capital en las manufacturas (encuestas)	(+)
Factores limitantes mano de obra en las manufacturas (encuestas)	No restringido
PIB	No restringido
Inflación subyacente	No restringido

Fuente: BBVA Research.

FUNCIÓN DE IMPLUSO RESPUESTA (DES. SOBRE EL NIVEL EN PP)



Escenarios de mayor riesgo: los resultados pueden ser más severos si consideramos que los cuellos de botella se generalizan a la totalidad del sector manufacturero.