

L'economia espanyola creix a un ritme més moderat del que s'havia anticipat

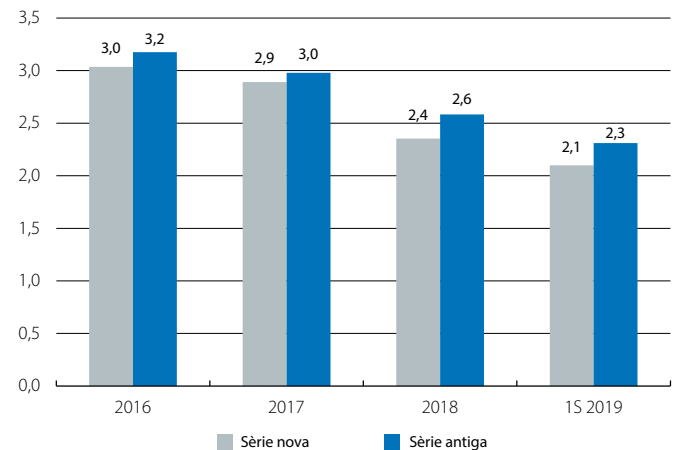
La revisió estadística del PIB reflecteix un creixement més moderat. El mes de setembre ha estat marcat per un conjunt de revisions de sèries històriques de variables macroeconòmiques que han modificat, en certa manera, l'anàlisi de la conjuntura actual. L'Institut Nacional d'Estadística (INE) va revisar a la baixa el creixement anual del PIB entre el 2016 i el 2018 i, més concretament, va disminuir en 0,2 p. p. el creixement de l'activitat el 2018, fins al 2,4%. Així mateix, la institució va revisar a la baixa en 0,2 i en 0,1 p. p. el creixement intertrimestral del PIB en el 1T i en el 2T 2019, respectivament. Per components, el principal factor que explica la revisió a la baixa del creixement el 2018 és el consum privat, que passa de créixer el 2,3% anual a l'1,8%. Aquest menor creixement del consum en un context domèstic favorable, de funcionament ferm del mercat laboral i de condicions financeres acomodaticies (sustentades pel BCE) podria reflectir que els consumidors van reaccionar a l'augment de la incertesa en l'entorn exterior i van modificar les decisions de despesa per dotar-se d'una major solidesa financera davant l'augment dels riscos baixistes. En aquest sentit, l'INE també ha revisat la sèrie de la taxa d'estalvi, que ara mostra que l'estalvi de les llars se situa, tal com veurem més endavant, en cotes més altes de les estimades amb anterioritat. En conjunt, les noves dades ens mostren una demanda interna que avança a ritmes més moderats del que s'havia previst, arran d'un entorn internacional més exigent, i ens empenyen a revisar les nostres previsions de creixement a la baixa en 0,4 p. p. (respecte de les nostres previsions de juliol) el 2019 i el 2020, fins a l'1,9% i l'1,5%, respectivament.

Els indicadors d'activitat apunten a un creixement moderat en el 3T. Els últims indicadors d'activitat mostren que el comportament dispar entre el sector serveis i el sector industrial (que hem observat des del final del 2018) es manté. Així, mentre que el PMI del sector manufacturer de l'agost es va situar en els 48,8 punts, encara per sota del llindar de creixement dels 50 punts, l'homòleg del sector serveis va pujar 1,4 punts, fins als 54,3 punts. De la mateixa manera, mentre que, al juliol, la producció industrial va mantenir un to moderat i va créixer el 0,8% interanual, un ritme contingut i similar a la mitjana de la primera meitat de l'any (el 0,7%), les vendes minoristes van créixer a un ritme notable, del 3,2% interanual. En conjunt, atesos aquests i altres indicadors, el model de previsió del PIB de CaixaBank Research apunta al fet que el creixement del PIB en el 3T se situarà al voltant del 0,3%-0,4% intertrimestral.

La creació d'ocupació es desaccelera de forma gradual, però els salaris continuen a l'alça. Les dades d'afiliació a la Seguretat Social mostren que l'ocupació va créixer el 2,55% interanual a l'agost, un ritme lleugerament inferior al del mes anterior (el 2,6%). D'aquesta manera, es va materialitzant una desacceleració del mercat laboral que era més gradual del que s'esperava en la primera meitat de l'any. Per la seva banda, l'augment progressiu dels costos laborals va continuar en el 2T 2019. Així, segons l'enquesta trimestral, el cost laboral per hora efectiva va avançar el 3,1% interanual en el 2T, un registre +0,6 p. p. supe-

Revisió de la sèrie del PIB

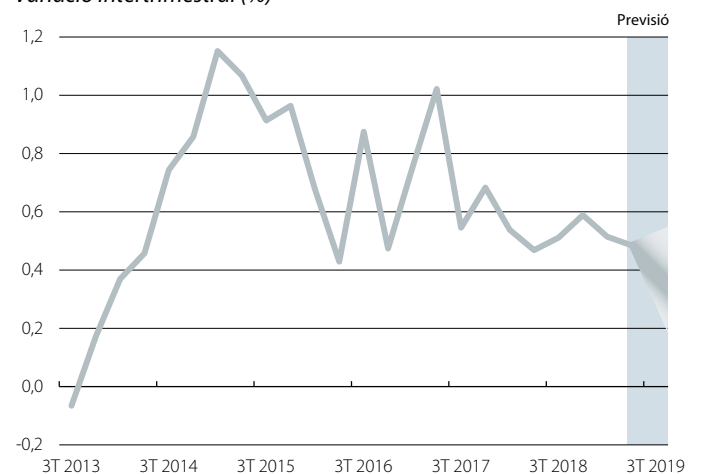
Variació anual (%) *



Nota: * Excepte la dada 1S 2019, que correspon a la mitjana de la variació interanual del 1T i del 2T 2019.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: PIB

Variació intertrimestral (%)

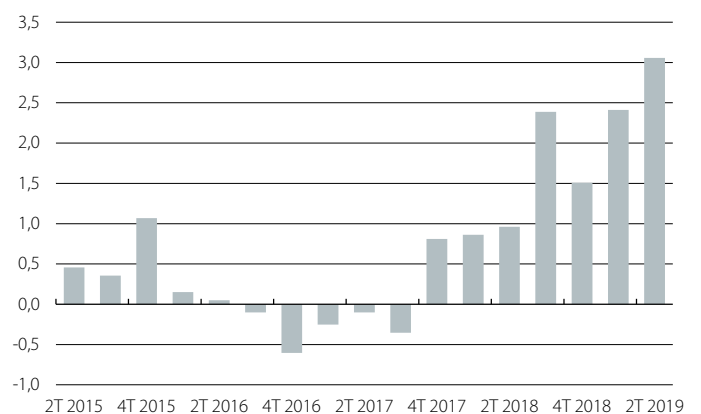


Nota: Interval de confiança al 90%.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: cost laboral per hora efectiva *

Variació interanual (%)



Nota: * Corregit per calendari i desestacionalitzat.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (ETCL).

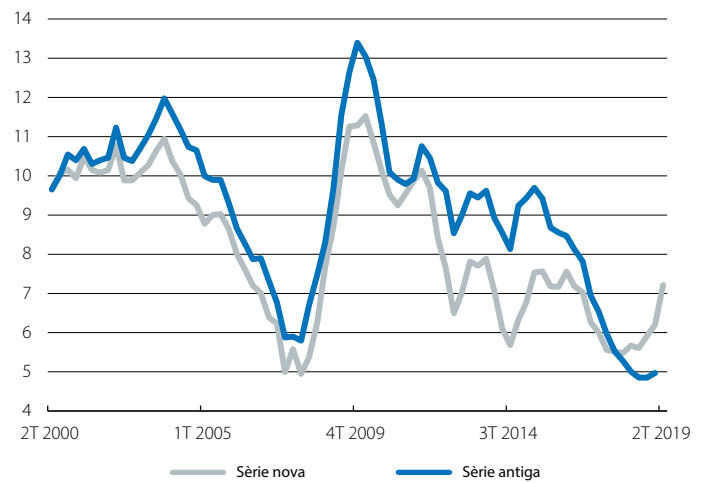
rior al del 1T 2019. Al seu torn, el cost salarial per hora efectiva, que representa més de dues tercers parts del total del cost laboral, va augmentar el 2,7% (el +2,2% en el 1T 2019). D'aquesta manera, prossegueix la recuperació dels salaris, que també es pot observar en els augments salarials pactats als convenis col·lectius, del 2,3% a l'agost de 2019.

La desacceleració del consum privat s'ha traslladat a un augment de l'estalvi. Amb les noves dades disponibles, es pot apreciar que la taxa d'estalvi, després d'assolir un mínim al final del 2017, es va començar a recuperar i va assolir el 7,2% de la renda bruta disponible (acumulat de quatre trimestres) en el 2T 2019. Aquesta dada contrasta amb l'estimació prèvia, que mostrava que l'estalvi de les llars havia caigut de manera sostinguda des de mitjan 2015 fins a estabilitzar-se al voltant del 5,0% en el 1T 2019. Aquest increment de l'estalvi, tot i que empeny menys l'actual ritme de creixement, reforça l'economia davant els possibles riscos baixistes.

El saldo per compte corrent es manté estable gràcies al menor ritme importador. El Banc d'Espanya ha dut a terme, en coordinació amb els països de la UE, amb el BCE i amb Eurostat, una revisió important de la sèrie. Aquesta revisió no canvia les tendències que operen sobre la balança de pagaments des del 2016, però incrementa el nivell del superàvit corrent en 1,1 p. p. de PIB. Amb les dades noves, en l'acumulat de 12 mesos fins al juliol del 2019, el saldo per compte corrent es va situar en els 21.945 milions d'euros (l'1,79% del PIB), un nivell semblant al registre del mes anterior (l'1,75% del PIB). Aquesta estabilitat (que contrasta amb el deteriorament sostingut del saldo per compte corrent entre el final del 2016 i el març del 2019) és deguda, principalment, a la partida de béns no energètics, que s'ha estabilitzat des de l'abril per la desacceleració de les importacions: al juliol, van créixer l'1,9% interanual (acumulat de 12 mesos), per sota del 2,5% del mes anterior i del 5,9% del juliol del 2018. No obstant això, l'entorn internacional advers es continua manifestant en la feblesa de les exportacions, que, al juliol, van avançar un modest 1,3% (l'1,6% al juny i el 4,4% al juliol del 2018).

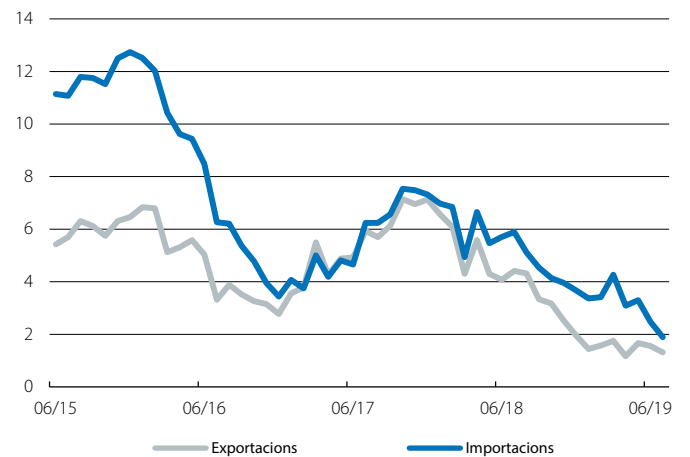
El mercat immobiliari emet indicis de moderació. El preu de taxació de l'habitatge va reduir el ritme d'avanç en el 2T 2019, amb un augment del 0,1% intertrimestral (l'1,1% en el 1T). Així mateix, en el 2T 2019, el preu de transacció de l'habitatge també va reduir el ritme de creixement en 0,3 p. p., fins a l'1,2% intertrimestral. L'alentiment del preu de l'habitatge s'emmarca en un context en què la demanda mostra signes d'estabilització. Més concretament, les compravendes d'habitatge amb prou feines han crescut des del gener d'enguany (el 0,6% en l'acumulat del gener al juliol), tot i que aquesta desacceleració és deguda, en part, a l'impacte temporal de la implementació de la nova llei hipotecària (les compravendes van caure el 9,0% al juny), tot i que, al juliol, es van recuperar (el +3,8%). Així mateix, els indicadors d'oferta també es desacceleren, per bé que el creixement del sector de la construcció continua sent significativament superior al del conjunt de l'economia. De cara als propers trimestres, la moderació del ritme de creixement del sector tindrà continuïtat, en un context d'alentiment del ritme de creixement de l'economia, tot i que això no s'ha interpretar com un signe de feblesa del sector, sinó, més aviat, com una normalització cap a taxes de creixement més sostenibles després del fort repunt experimentat durant la recuperació.

Espanya: taxa d'estalvi
(% de la renda bruta disponible)



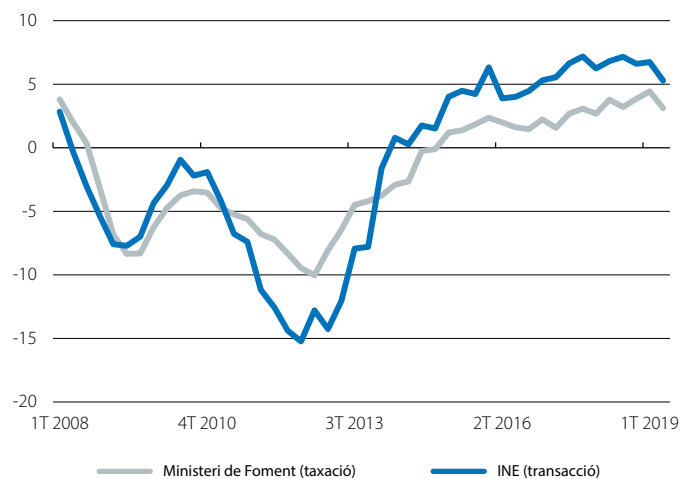
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: comerç exterior de béns *
Variació interanual de l'acumulat de 12 mesos (%)



Nota: * Dades nominals, sèrie sense desestacionalitzar. Sense incloure l'energia.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes.

Espanya: preu de l'habitatge lliure
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Ministeri de Foment.