

La economía española crece a un ritmo más moderado de lo anticipado

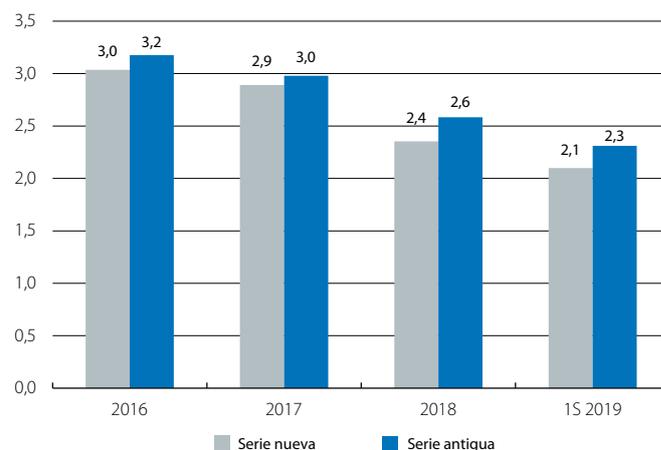
La revisión estadística del PIB refleja un crecimiento más moderado. El mes de septiembre ha venido marcado por un conjunto de revisiones de series históricas de variables macroeconómicas que han modificado, en cierta manera, el análisis de la coyuntura actual. El Instituto Nacional de Estadística (INE) revisó a la baja el crecimiento anual del PIB entre 2016 y 2018, y, más concretamente, disminuyó en 0,2 p. p. el crecimiento de la actividad en 2018 hasta el 2,4%. Asimismo, la institución revisó a la baja en 0,2 y 0,1 p. p. el crecimiento intertrimestral del PIB en el 1T y el 2T 2019, respectivamente. Por componentes, el principal factor detrás de la revisión a la baja del crecimiento en 2018 es el consumo privado, que pasa de crecer un 2,3% anual a un 1,8%. Este menor crecimiento del consumo en un contexto doméstico favorable, de fuerte desempeño del mercado laboral y condiciones financieras acomodaticias (sustentadas por el BCE), podría reflejar que los consumidores reaccionaron ante el aumento de la incertidumbre en el entorno exterior y modificaron sus decisiones de gasto para dotarse de una mayor robustez financiera ante el aumento de los riesgos bajistas. En este sentido, el INE también ha revisado la serie de la tasa de ahorro, que ahora muestra que el ahorro de los hogares se sitúa, tal y como veremos más adelante, en cotas más altas de las que se estimaba anteriormente. En su conjunto, los nuevos datos nos muestran una demanda interna que avanza a ritmos más moderados de lo previsto, fruto de un entorno internacional más exigente, y nos llevan a revisar nuestras previsiones de crecimiento a la baja en 0,4 p. p. (respecto a nuestras previsiones de julio) en 2019 y 2020, hasta el 1,9% y el 1,5%, respectivamente.

Los indicadores de actividad apuntan a un crecimiento moderado en el 3T. Los últimos indicadores de actividad muestran que el comportamiento dispar entre el sector servicios y el sector industrial (que venimos observando desde finales de 2018) se mantiene. Así, mientras que el PMI del sector manufacturero de agosto se situó en los 48,8 puntos, aún por debajo del umbral de crecimiento de 50 puntos, el homólogo del sector servicios subió 1,4 puntos hasta los 54,3 puntos. Del mismo modo, mientras que la producción industrial en julio mantuvo un tono moderado y creció un 0,8% interanual, un ritmo contenido y similar al promedio de la primera mitad del año (0,7%), las ventas minoristas crecieron a un ritmo notable, del 3,2% interanual. En su conjunto, con estos y otros indicadores, el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research apunta a que el crecimiento del PIB en el 3T se situará alrededor del 0,3%-0,4% intertrimestral.

La creación de empleo se desacelera gradualmente, pero los salarios siguen al alza. Los datos de afiliación a la Seguridad Social muestran que el empleo creció un 2,55% interanual en agosto, un ritmo ligeramente inferior al del mes anterior (2,6%). De este modo, se va materializando una desaceleración del mercado laboral que era más gradual de lo esperado en la primera mitad del año. Por su parte, el aumento progresivo de los costes laborales continuó en el 2T 2019. Así, según la encuesta trimestral de coste laboral, el coste laboral por hora efectiva avanzó un 3,1% interanual en el 2T, un registro +0,6 p. p. supe-

Revisión de la serie del PIB

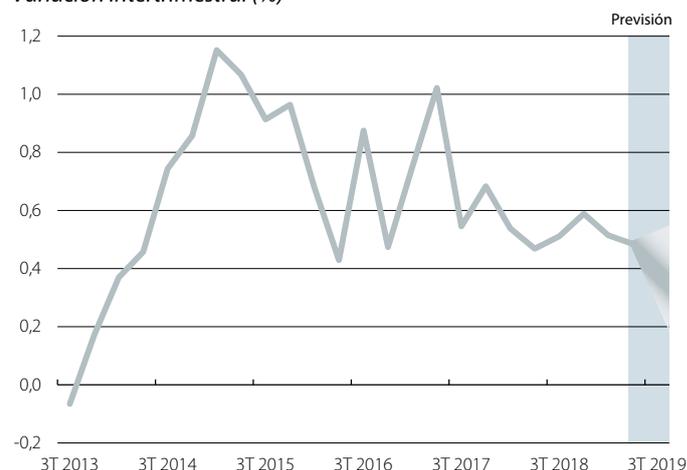
Variación anual (%) *



Nota: * Excepto dato 1S 2019, que corresponde al promedio de la variación interanual del 1T y 2T 2019.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PIB

Variación intertrimestral (%)

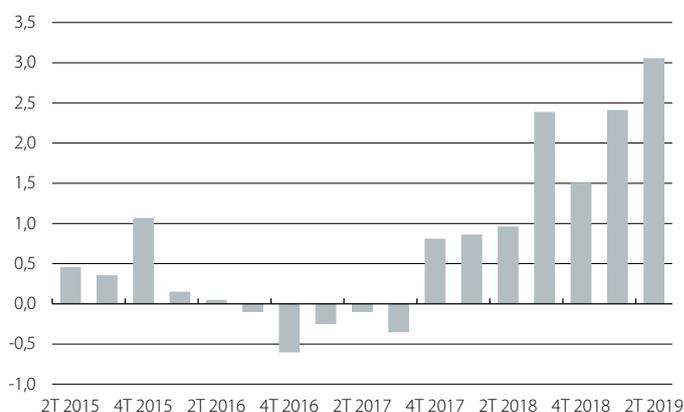


Nota: Intervalo de confianza al 90%.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: coste laboral por hora efectiva *

Variación interanual (%)



Nota: * Corregido por calendario y desestacionalizado.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (ETCL).

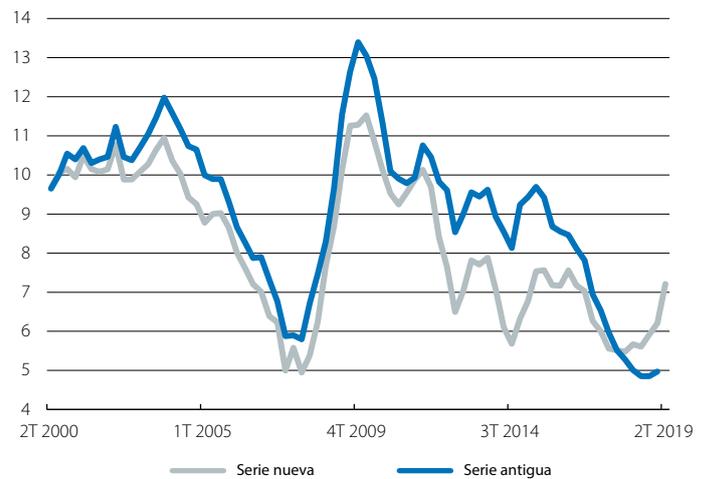
rior al del 1T 2019. A su vez, el coste salarial por hora efectiva, que representa más de dos terceras partes del total del coste laboral, aumentó un 2,7% (+2,2% en el 1T 2019). De este modo, prosigue la recuperación de los salarios, que también puede observarse en los aumentos salariales pactados en los convenios colectivos, del 2,3% en agosto de 2019.

La desaceleración del consumo privado se ha trasladado en un aumento del ahorro. Con los nuevos datos disponibles, se puede apreciar que la tasa de ahorro, tras alcanzar un mínimo a finales de 2017, empezó a recuperarse hasta alcanzar el 7,2% de la renta bruta disponible (acumulado de cuatro trimestres) en el 2T 2019. Este dato contrasta con la estimación previa, que mostraba que el ahorro de los hogares había caído de manera sostenida desde mediados de 2015 hasta estabilizarse en torno al 5,0% en el 1T 2019. Este incremento del ahorro, aunque empuja menos el ritmo de crecimiento actual, dota a la economía de una mayor robustez frente a posibles riesgos bajistas.

El saldo por cuenta corriente se mantiene estable gracias al menor ritmo importador. El Banco de España ha realizado, en coordinación con los países de la UE, el BCE y Eurostat, una importante revisión de la serie. Esta revisión no cambia las tendencias que operan sobre la balanza de pagos desde 2016 pero eleva el nivel del superávit corriente en 1,1 p. p. de PIB. Con los nuevos datos, en el acumulado de 12 meses hasta julio de 2019, el saldo por cuenta corriente se situó en los 21.945 millones de euros (un 1,79% del PIB), un nivel parecido al registro del mes anterior (1,75% del PIB). Esta estabilidad (que contrasta con el deterioro sostenido del saldo por cuenta corriente entre finales de 2016 y marzo de 2019) se debe, principalmente, a la partida de bienes no energéticos, que se ha estabilizado desde abril por la desaceleración de las importaciones: en julio crecieron un 1,9% interanual (acumulado de 12 meses), inferior al 2,5% del mes anterior y al 5,9% de julio de 2018. Sin embargo, el entorno internacional adverso se sigue manifestando en la debilidad de las exportaciones, que en julio avanzaron un modesto 1,3% (1,6% en junio y 4,4% en julio de 2018).

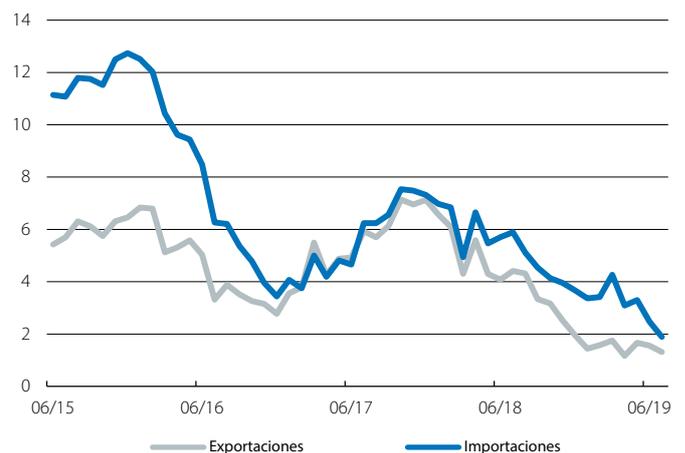
El mercado inmobiliario da indicios de moderación. El precio de tasación de la vivienda aminoró su ritmo de avance en el 2T 2019, con un aumento del 0,1% intertrimestral (1,1% en el 1T). Asimismo, el precio de transacción de la vivienda también redujo su ritmo de crecimiento en el 2T 2019 en 0,3 p. p., hasta el 1,2% intertrimestral. La ralentización del precio de la vivienda se enmarca en un contexto en el que la demanda muestra signos de estabilización. Más concretamente, las compraventas de vivienda apenas han crecido en lo que va de año (0,6% en el acumulado de enero a julio), si bien esta desaceleración se debe en parte al impacto temporal de la implementación de la nueva ley hipotecaria (las compraventas cayeron un 9,0% en junio), aunque en julio se recuperaron (+3,8%). Asimismo, los indicadores de oferta también se están desacelerando, si bien el crecimiento del sector de la construcción sigue siendo significativamente superior al del conjunto de la economía. De cara a los próximos trimestres, la moderación del ritmo de crecimiento del sector tendrá continuidad, en un contexto de ralentización del ritmo de crecimiento de la economía, aunque no debe interpretarse como un signo de debilidad del sector sino más bien como una normalización hacia tasas de crecimiento más sostenibles después del fuerte repunte experimentado durante la recuperación.

España: tasa de ahorro
(% de la renta bruta disponible)



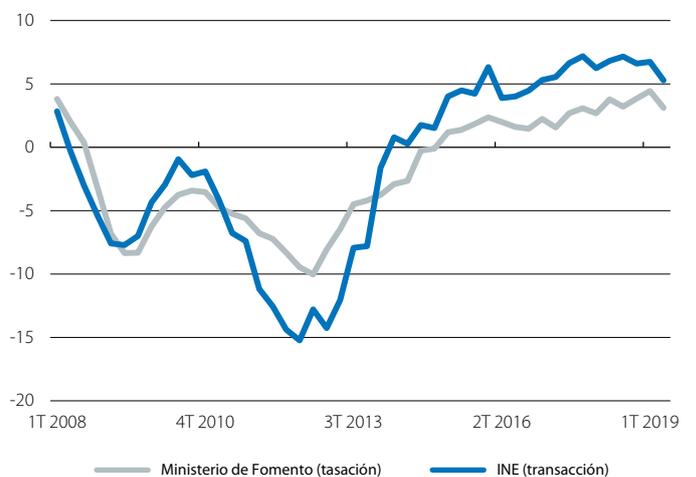
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: comercio exterior de bienes *
Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: * Datos nominales, serie sin desestacionalizar. Sin incluir la energía.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas.

España: precio de la vivienda libre
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Fomento.