

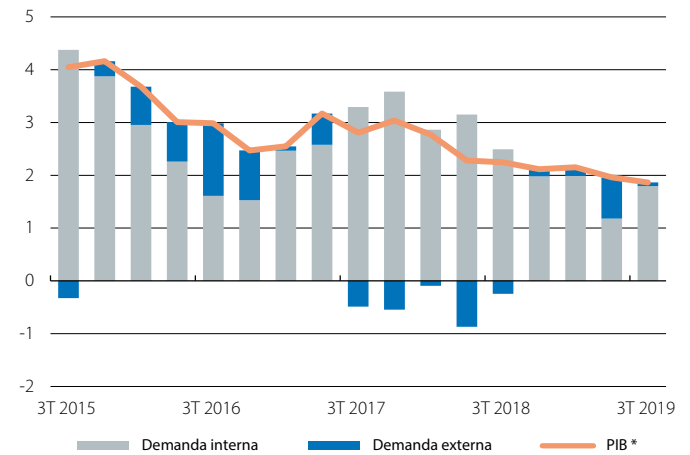
España: un año de transición

Una moderación gradual del crecimiento. Con los datos disponibles de tres de los cuatro trimestres del año 2019 que acabamos de cerrar, todo hace prever que el crecimiento de la economía se habrá situado en 2019 cerca del 1,9% anual, un ritmo más contenido que el del año pasado (2,4%) pero holgadamente por encima del promedio de crecimiento previsto para la eurozona (1,1%). Esta moderación del crecimiento se explica tanto por el desvanecimiento del impulso cíclico que ofrece la fase inicial de la recuperación económica como por el deterioro del entorno comercial global. Este último, producto de elementos como el pulso comercial entre EE. UU. y China, las incertidumbres relacionadas con el *brexit* y las dificultades que atraviesa el sector del automóvil a nivel europeo (por la introducción de nuevas regulaciones y por el cambio tecnológico que experimenta el sector) ha tenido un impacto sobre las exportaciones españolas de bienes y servicios por el canal de la demanda, pero no constituye una señal de merma de la competitividad en términos relativos. Así, la desaceleración que observamos representa, en gran medida, un proceso de convergencia del crecimiento hacia cotas más acordes con el crecimiento potencial de la economía. De cara al año que viene, prevemos que este proceso de convergencia tenga continuidad y que la economía crezca a tasas cercanas al 1,5%.

La actividad mantiene el tono en el tramo final del año. La evolución del conjunto de los indicadores a lo largo del último mes ha sido mixta. Por un lado, la confianza del consumidor en noviembre cedió 1,2 puntos hasta los -10,3 puntos y la producción industrial en octubre cayó un 1,3% interanual (+0,6% en septiembre). En contraposición, tanto el PMI de manufacturas como el de servicios de noviembre registraron una ligera mejora y subieron 0,7 y 0,5 puntos, respectivamente, hasta los 47,5 y los 53,2 puntos. Una vez incorporamos todo el conjunto de indicadores en el modelo Nowcasting de proyección a corto plazo del PIB, obtenemos una previsión de crecimiento intertrimestral del 0,4% para el 4T 2019, un registro similar al del trimestre anterior. Además, esta tasa sería coherente con nuestra previsión de crecimiento anual del 1,9% para 2019.

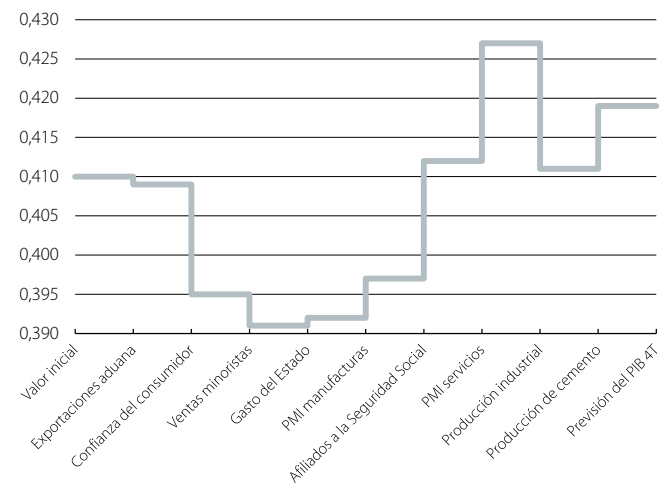
La paulatina desaceleración del mercado laboral se da un respiro en noviembre. En concreto, la afiliación a la Seguridad Social aumentó un 2,3% interanual, el mismo ritmo de avance que un mes atrás, aunque por debajo del experimentado en noviembre de 2018 (2,9% interanual). De este modo, a pesar del contexto de desaceleración, el ritmo de creación de empleo se mantiene robusto y seguirá ofreciendo apoyo al crecimiento de los ingresos y del consumo. Por otra parte, se prevé que el crecimiento de los ingresos se sustente cada vez más en una recuperación gradual de los salarios, que los datos ya muestran desde hace varios trimestres. Así, si en 2017 los salarios por hora efectiva de trabajo se mantuvieron estancados (crecimiento del -0,1% anual), en 2018 repuntaron hasta el 1,5%, y en el 3T 2019 el crecimiento aceleró hasta el 1,9% interanual.

España: PIB
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



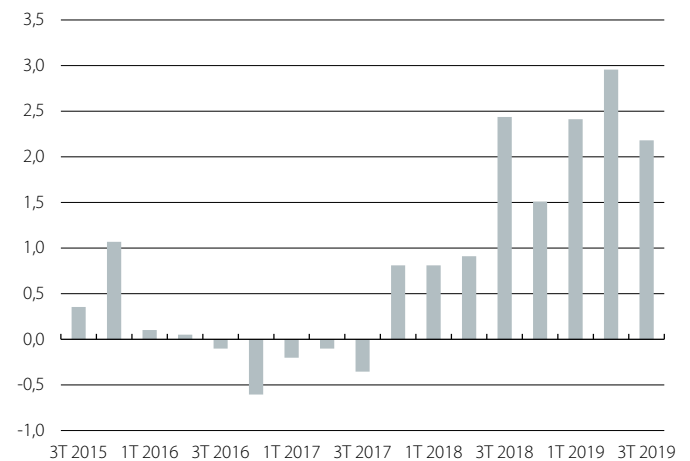
Nota: * Variación interanual (%).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Nowcasting del PIB del 4T: evolución de los últimos 30 días
Variación intertrimestral (%)



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

España: coste laboral total por hora *
Variación interanual (%)



Nota: * Serie desestacionalizada y ajustada por efectos de calendario.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (ETCL).

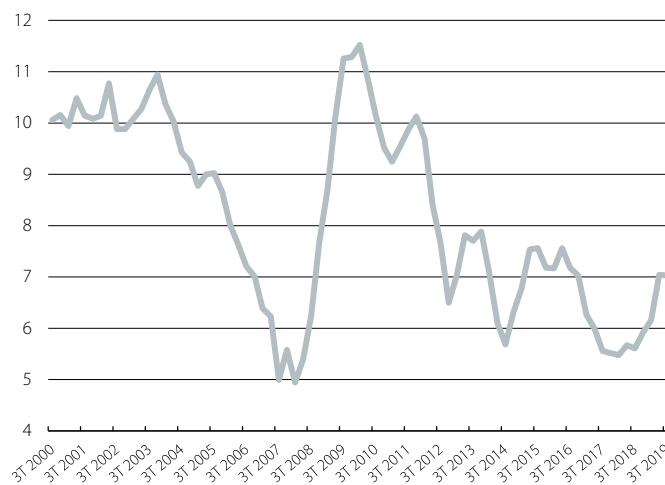
El ahorro se mantiene estable en el 3T. El buen ritmo de avance del crecimiento del empleo y la recuperación de los salarios se han visto reflejados en el crecimiento de la renta disponible bruta de los hogares, que en el 3T 2019 se situó en el 4,2% interanual. Asimismo el consumo creció a una tasa notable aunque algo más modesta del 2,6% interanual, de modo que la tasa de ahorro se situó en el 7,0% de la renta disponible bruta (acumulado de cuatro trimestres), un registro 1,4 p. p. superior al del 3T 2018 y similar al registro del trimestre pasado. Aunque la recuperación de la tasa de ahorro de los mínimos del año pasado (5,5% en su punto mínimo) ha supuesto un menor crecimiento del consumo, también constituye una mejora de los colchones financieros de los hogares, por lo que dota de una mayor resiliencia a la economía.

La inflación repunta en diciembre. El índice de precios al consumo (IPC) subió al 0,8% en diciembre (0,4% en noviembre) al continuar deshaciéndose los efectos base del precio del petróleo. Así, el precio en euros del petróleo subió en diciembre un 13,0% interanual cuando en noviembre caía un 5,2%, y, de esta forma, ha acabado de deshacer el efecto bajista que los precios energéticos han tenido en el IPC en los últimos meses. En enero prevemos que ya no actuarán los efectos de base del precio del petróleo, pero esperamos que la inflación general continúe acercándose a la inflación subyacente, que en noviembre se mantenía en un moderado 1,0%.

Las cuentas de las Administraciones públicas muestran una situación algo más deficitaria de lo esperado. Con datos hasta el 3T 2019, el déficit consolidado del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.), incluidas las corporaciones locales (CC. LL.), se situó en el 1,5% del PIB, 3 décimas por encima del registro del 3T 2018. Este resultado se debió, principalmente, al deterioro de las cuentas de las comunidades autónomas, aunque en parte su empeoramiento está influenciado por efectos de liquidación impositiva. Por partidas, los ingresos consolidados de las AA. PP. (excluidas las CC. LL.) aumentaron hasta octubre un 3,8% respecto al mismo periodo del año anterior (4,3% en septiembre), impulsados principalmente por unas cotizaciones sociales que crecieron un vigoroso 7,9% interanual. Por su parte, el gasto consolidado aumentó en el mismo periodo un 4,9%, debido a incrementos en la remuneración de los asalariados públicos y en las prestaciones sociales que se acordaron en 2019. En su conjunto, los datos hasta el 3T refuerzan nuestra previsión de que el déficit cerrará algo por encima del objetivo del 2,0%.

El precio de la vivienda crece en el 3T más de lo previsto. Los precios de transacción publicados por el INE crecieron un 1,6% en términos intertrimestrales (más que en los tres trimestres anteriores), aunque en términos interanuales se desaceleraron hasta el 4,7%. Si bien en el 4T pueden repuntar ligeramente debido a un efecto de base relacionado con el mal dato que se registró en el 4T 2018 (crecimiento intertrimestral del 0,4%), el conjunto de indicadores sigue apuntando a una tendencia de fondo de desaceleración, en consonancia con el menor ritmo de crecimiento de la economía.

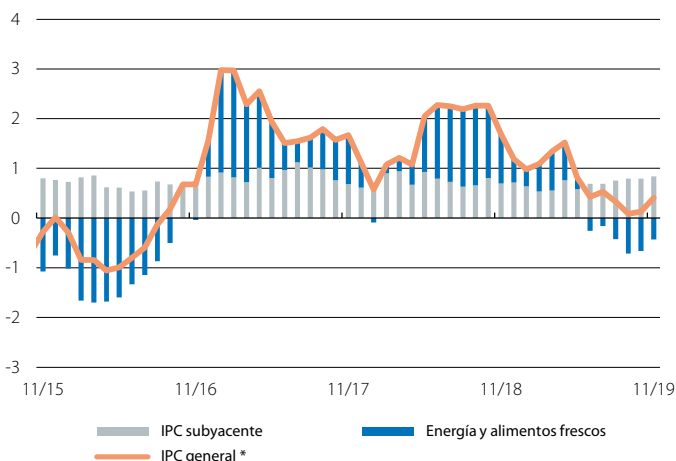
España: tasa de ahorro
(% de la renta bruta disponible)



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

España: IPC

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

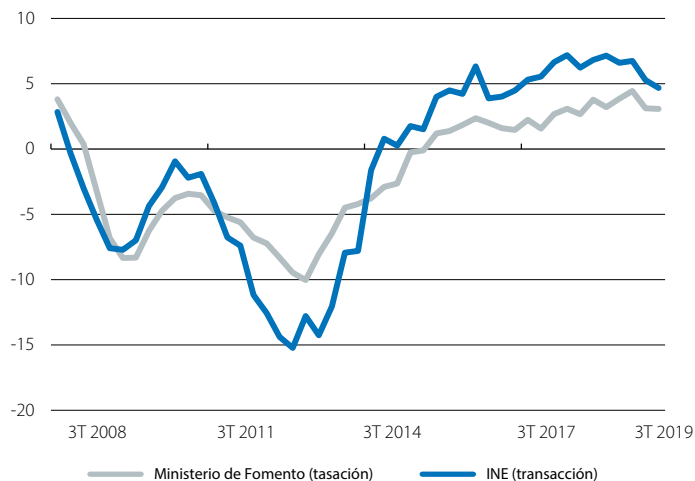


Nota: * Variación interanual.

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

España: precio de la vivienda libre

Variación interanual (%)



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