

## España exhibe una moderación suave del crecimiento

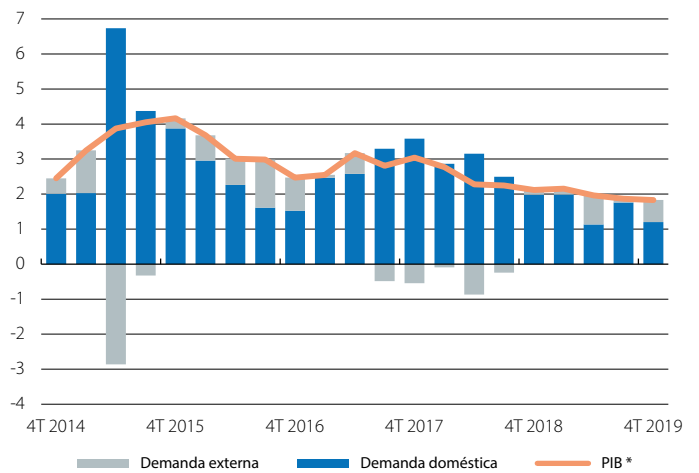
La actividad acabó el año 2019 exhibiendo un buen tono. El crecimiento de la economía española se emplazó en el 2,0% en 2019, un ritmo menor que en 2018 (2,4%) pero dinámico y superior al de la eurozona (1,2%). Este resultado es algo mejor de lo previsto (1,9%) como consecuencia del buen dato del PIB en el 4T 2019, que avanzó un 0,5% intertrimestral (1,8% interanual), 1 décima más que el registro del trimestre anterior. En términos interanuales, la demanda interna redujo su contribución al crecimiento del 4T 2019 hasta los 1,2 p. p., 0,6 p. p. menos que el trimestre anterior. Por un lado, esta menor contribución se debió a la inversión, que retrocedió (-3,5% intertrimestral) después de un fuerte repunte en el 3T. Por otro lado, el consumo se mantuvo estable en los niveles del trimestre pasado. No obstante, dadas las buenas perspectivas del crecimiento de los ingresos (de la mano del empleo y de la recuperación de los salarios) y la perspectiva de continuidad de las condiciones financieras acomodaticias, se espera que el consumo gane tracción en los próximos trimestres. Por su parte, la demanda externa aumentó su contribución en 0,5 p. p. hasta los 0,6 p. p., con un repunte de las exportaciones (+1,5% intertrimestral) y una caída de las importaciones (-1,2% intertrimestral). De cara a 2020, esperamos que el crecimiento de la economía española siga desacelerándose gradualmente hacia cotas más cercanas al potencial. Además, lo hará preservando la reconducción de muchos de los desequilibrios macroeconómicos que la acuciaban antes de la crisis. En concreto, la cuenta corriente ha pasado a ser superavitaria (1,9% del PIB en noviembre de 2019), la deuda de los hogares y las empresas no financieras como porcentaje del PIB ya está por debajo del promedio de la eurozona y el Gobierno tiene un pequeño superávit primario (aunque el déficit público supera el 2% del PIB).

**Los indicadores de actividad apuntan a un mantenimiento del ritmo de actividad.** Así, el índice de sentimiento empresarial (PMI) para el sector servicios repuntó hasta los 54,9 puntos en diciembre (53,2 en noviembre). Este nivel es el mayor de los últimos nueve meses y se sitúa considerablemente por encima del umbral que separa la zona expansiva de la contractiva (50 puntos). Por otro lado, el sector manufacturero sigue acusando las incertidumbres procedentes del exterior (el PMI del sector manufacturero lleva varios meses en zona contractiva). Con todo, en noviembre, la producción industrial registró un avance del 2,1% interanual (corregido por efectos estacionales y de calendario), un dato positivo y por encima del promedio de los últimos trimestres, y la matriculación de vehículos creció por tercer mes consecutivo en diciembre (+6,6% interanual). Por su parte, el índice de confianza empresarial para el 1T 2020 cedió 0,5 puntos con respecto al trimestre anterior, hasta los 130,6 puntos, un nivel favorable aunque algo inferior al promedio de 2019 (132,9 puntos).

**La ralentización de la actividad se refleja en el mercado laboral.** El año 2019 cerró con una importante creación de empleo y una reducción en el nivel de paro, aunque a ritmos inferiores a los de ejercicios anteriores. Según la EPA, se crearon 402.000 empleos (+2,0% interanual), por debajo del promedio de 2016-2018 (+490.000). Asimismo, la reducción en el número de parados en 2019 (-112.000 personas) fue menor que en los últimos

### España: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

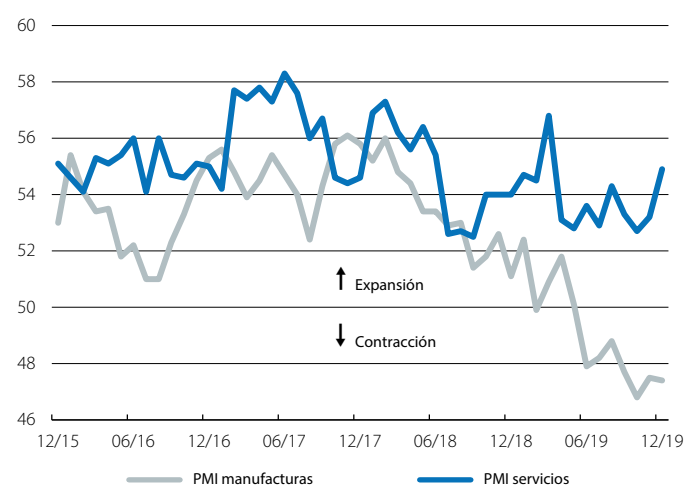


Nota: \* Variación interanual (%).

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

### España: indicadores de actividad

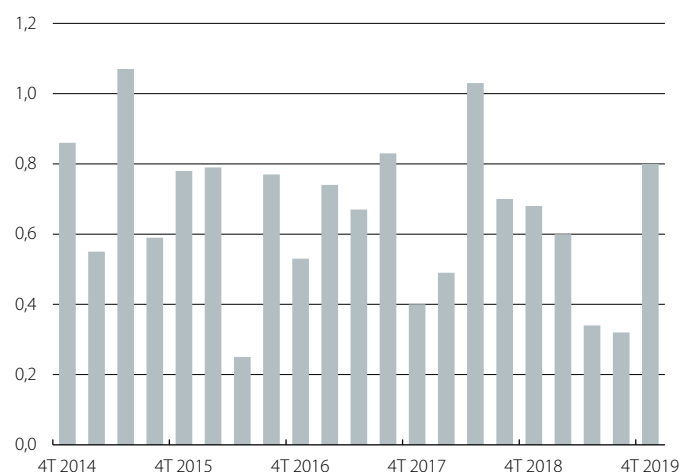
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

### España: empleo \*

Variación intertrimestral (%)



Nota: \* Serie desestacionalizada.

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

años (-492.000 en el promedio de 2016-2018). Con todo, el mercado laboral terminó con un buen 4T 2019, al aumentar el ritmo de creación de empleo hasta el 0,8% intertrimestral (datos desestacionalizados), muy por encima del 0,3% registrado en el 3T. Por su parte, el ritmo de reducción de la tasa de paro prosiguió su ralentización hasta el -3,4% interanual (-12,3% en el 4T 2018), afectado por el aumento de la población activa (+1,3% interanual en el 4T 2019). Así, la tasa de paro se situó en el 13,8%, una cifra similar a la del trimestre anterior (13,9%) pero 0,7 p. inferior a la del 4T 2018. Para el año 2020, prevemos que continúe esta desaceleración del mercado laboral, en consonancia con el menor ritmo de crecimiento de la economía española.

**La inflación sube en enero hasta el 1,1%.** A falta del detalle por componentes, el aumento respecto al 0,8% de diciembre parece reflejar los aumentos de precios de los componentes no subyacentes (encarecimiento de la electricidad y de alimentos y bebidas no alcohólicas). En particular, el precio de la electricidad se ha encarecido en términos intermensuales, frente al descenso del 0,3% del año pasado, aunque en términos interanuales los precios de la electricidad siguen por debajo del nivel de enero de 2019. Así, la inflación general parece cerrar la brecha con la inflación subyacente, que sigue en torno a un moderado 1%.

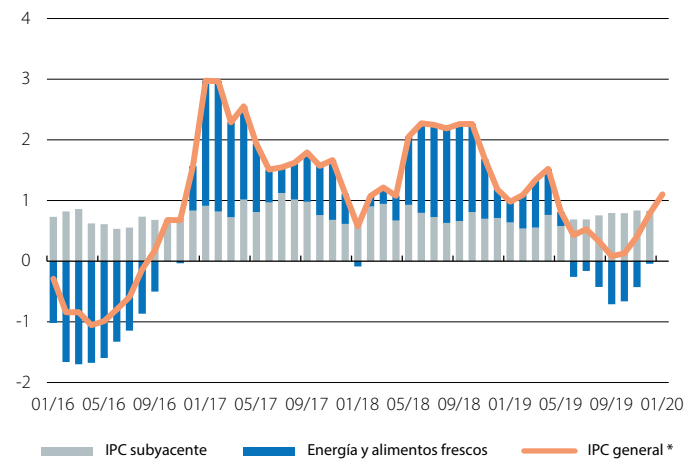
**El endeudamiento de los hogares y de las empresas se sitúa por debajo del promedio de la eurozona.** En el 3T 2019, la deuda de los hogares disminuyó 1,3 p. p. hasta el 57,4% del PIB, por lo que se emplazó por primera vez desde el año 2002 por debajo del promedio de la eurozona (57,9%). Por su parte, la deuda de las empresas no financieras se situó en el 95,0% del PIB, una cifra ligeramente superior a la del trimestre pasado (94,6%), pero 2,5 p. p. por debajo del registro del mismo trimestre del año anterior y muy por debajo del promedio de la eurozona (108,5%).

**El superávit por cuenta corriente se recupera hasta el 1,9% del PIB en noviembre,** un registro muy similar al de un año atrás, mientras que el déficit de la balanza de bienes se mantuvo en el 2,7% del PIB en noviembre (acumulado de 12 meses). Esta estabilidad fue posible gracias a la mejora sustancial del saldo comercial energético, que ha compensado el deterioro del saldo no energético. Por otro lado, el superávit de la balanza de servicios se mantuvo en el 5,4%, con unas exportaciones turísticas que aguantan el tipo (+5,7% del PIB).

**La actividad en el sector inmobiliario siguió moderándose en 2019 en un contexto de desaceleración económica.** Según los datos del INE, la compraventa de viviendas retrocedió un 3,6% interanual entre enero y noviembre de 2019. Si bien ello se debe, en parte, al impacto temporal de la implementación de la nueva ley hipotecaria que entró en vigor el pasado mes de junio (las compraventas cayeron un 9,6% interanual entre julio y septiembre), las compraventas se están ralentizando más rápidamente de lo esperado hace unos meses. En consonancia con una demanda más contenida, el precio de la vivienda también se ha desacelerado en 2019. El precio de tasación de la vivienda creció un 3,2% interanual en el 2T y 3T 2019, ligeramente por debajo del 4,4% registrado en el primer trimestre del año. Con todo, los factores que sustentan la demanda de vivienda siguen siendo sólidos y no se observan excesos por el lado de la oferta. Asimismo, la moderación del crecimiento del precio de la vivienda, más acorde con la renta de los hogares, debería ayudar a que el ciclo actual sea más sostenible.

**España: IPC**

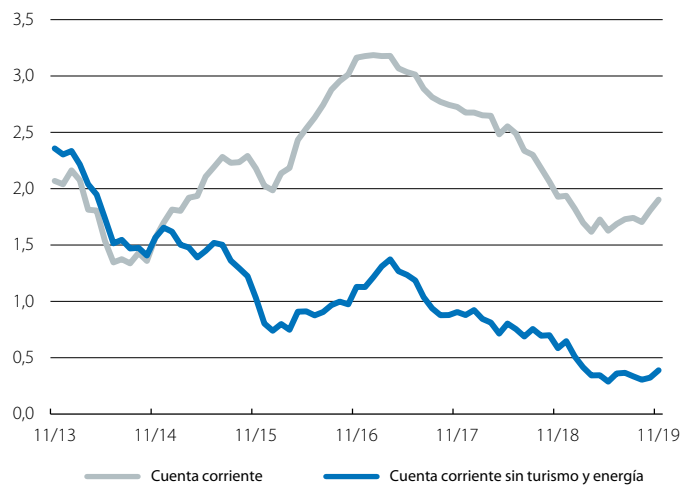
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

**España: saldo de la balanza por cuenta corriente**

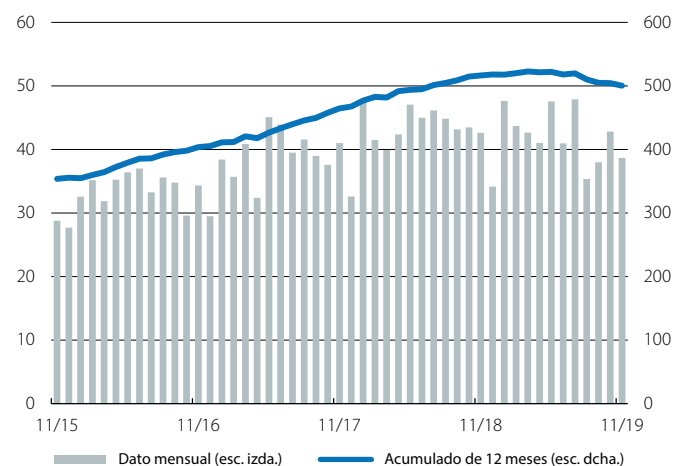
Acumulado de 12 meses (% del PIB)



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

**España: compraventa de viviendas**

(Miles de viviendas) Datos acumulados de 12 meses (miles de viviendas)



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