

I. SITUACIÓN ECONÓMICA

"Las novedades en materia económica más importantes del mes de marzo tienen como referencia a la Euro Área. En primer lugar, el día 9 se publicaron los datos de crecimiento del cuarto trimestre de 2015, que alcanzó finalmente un 1.6%, con una marcada desaceleración en el segundo semestre del año. En segundo lugar, el día 10, el BCE intensificaba su política expansiva con bajadas en todos los tipos de interés, anuncio de una nueva ronda de financiación a largo plazo condicionada (TLTRO) y una elevación en las compras mensuales de deuda pública hasta 80.000 millones de euros al mes. Se incluye además en los activos admisibles de este programa a la deuda corporativa. A pesar de que el mandato del BCE solo incluye el control de la inflación, cuyas expectativas están muy alejadas del objetivo "menor pero próximo al 2%", el bajo crecimiento de 2015 también daría soporte a la intensificación del enfoque expansivo. En lo que respecta a España, se dieron a conocer los datos de la Contabilidad Regional de 2015. Las CCAA españolas mostraron una relativamente baja disparidad en sus cifras de crecimiento comparada con la media histórica. Las Autonomías que más crecieron fueron la Comunidad Valenciana, Cataluña y Madrid."

Según los datos publicados por EUROSTAT el pasado 9 de marzo, la economía de la Euro Área se expandió un 0.3% en el cuarto trimestre de 2015. Comparado con el mismo periodo de 2014 el crecimiento anual ha sido del 1.6%. La cifra resultó dos décimas menor que la previsión del BIAM. Como resultado, el crecimiento medio de 2015 alcanza el 1.6%, siete décimas más que la cifra de 2014.

La sorpresa a la baja se fundamentó sobre todo en una aportación negativa del exterior más intensa de lo esperado. Las Exportaciones crecieron 0.3 pp menos de lo previsto, hasta un 0.2% mientras que las Importaciones crecieron 0.2 pp más de lo previsto hasta un 0.9%. El efecto neto de las dos tendencias descritas llevó la aportación negativa del sector exterior a 0.3 puntos, cuando se preveía que fuese próxima a cero.

El Consumo Privado fue la otra causa de la sorpresa a la baja, al aumentar un 0.2% en el trimestre frente a una previsión del 0.4%.

En sentido contrario, el Consumo final de las Administraciones Públicas ascendió un 0.6% trimestral, muy por encima del 0.1% esperado. También registraron aumentos muy por encima de lo previsto Construcción y Bienes de Equipo respectivamente 1.1% y 2.0% frente a 0.3% negativo y 0.2% esperados.

Puede hacerse un examen geográfico aproximado del crecimiento mediante la comparación de las cifras para las 5 mayores economías de la Euro Área: Alemania, Francia, Italia, España y Holanda, cuyos PIB agregados equivalen al 83% del PIB de la unión monetaria.

Así, hablando del Consumo Privado, la atonía de esta variable en Holanda, con un 0.0% de crecimiento trimestral, o el descenso observado en Francia, del 0.1% estarían asociados a la cifra relativamente baja detectada a escala de la unión. En Alemania, Italia y España el Consumo Privado se expandió a tasas superiores del 0.2% observado para el global de la Euro Área.

En lo que se refiere al papel mejor de lo esperado del Consumo Final de las Administraciones Públicas este se basa en el crecimiento de dicha variable en Alemania, con un 1.0% trimestral y también en Italia, con un 0.6%. El resto de las 5 mayores economías vieron crecer esta partida por debajo del 0.6% que alcanzó a nivel de la Unión Monetaria.

Geográficamente hablando de las componentes de la Formación Bruta de Capital Fijo, la construcción residencial se habría nutrido del 3.2% de crecimiento holandés, del 1.5% de crecimiento alemán y del 0.9% italiano, todos ellos por encima del 0.8% registrado en el total de la unión. En cuanto a la construcción no residencial, gran protagonista del impulso en el trimestre, destaca la aportación alemana, con un 3.3%, mientras que en el resto de las 5 grandes economías del área esta variable crecía por debajo del 1.4%

Las exportaciones volvieron a sorprender de manera negativa, como en el trimestre anterior, asociadas con la ralentización del crecimiento en los países emergentes.



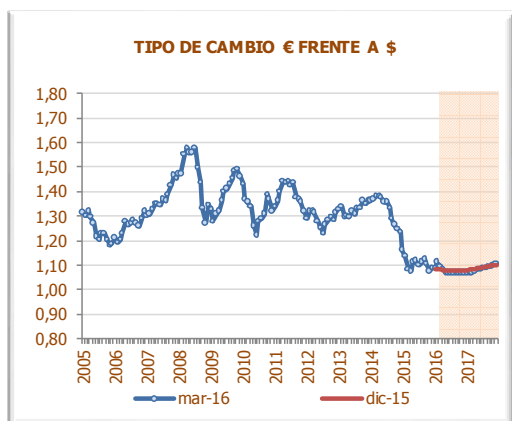
registrado a escala total. Si nos referimos a la inversión en Bienes de Equipo, destaca el comportamiento de este agregado en Holanda, con un 4.3% de crecimiento trimestral, seguido del de Francia, con un 2.4%. El resto de los países examinados crecieron por debajo del 2.0% trimestral observado a escala europea.

No puede realizarse el mismo análisis con el sector exterior. Mientras que el Consumo de la Euro Área es igual a la suma del Consumo en sus países miembros, las exportaciones de la Euro Área no son resultado de las Exportaciones de los países miembros, sino sólo de aquellas que se hagan con países no pertenecientes a la Euro Área.

Valorado cualitativamente, el crecimiento de la economía de la Euro Área en 2015 no ha sido alto. Está por debajo de la media previa a 2008 (2.2%) e incluso es inferior al crecimiento en los años 2010 y 2011. A ello se suma que durante la mayor parte del año las medidas no convencionales del BCE han estado inyectando en el sistema financiero más de 13.000 millones de euros por semana. Si durante la primera parte de 2015 parecía que las previsiones iban a revisarse al alza durante el resto del año, el segundo semestre ha sido testigo de un deterioro en factores como Consumo Privado y Exportaciones que sólo un papel muy relevante, pero no muy intenso desde los Gobiernos, ha venido a paliar.

El año 2015 no ha consolidado una senda de expansión ni una decidida salida de la crisis respecto al 0.9% de 2014, cierra

Grafico I.1



Fuente: ECB, Consensus Forecast & BIAM
Fecha: 30 de marzo de 2016

además, mostrando tendencias a la desaceleración en varias variables importantes a la vez que no parecen desde el exterior anticiparse shocks positivos.

El crecimiento económico de China y los países exportadores de materias primas se prevé más bajo que la media de los últimos 5 años.

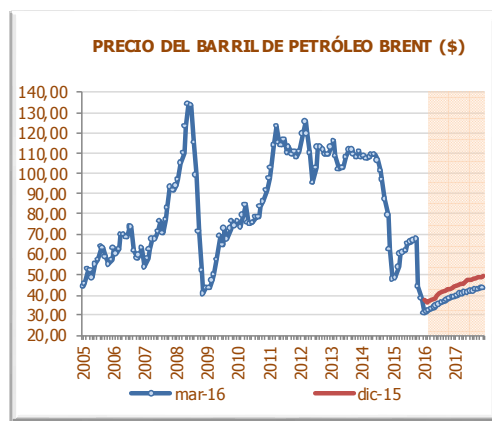
No puede esperarse un impulso adicional favorable desde los precios energéticos como el que se observó en el último trimestre de 2015. Estos presentan poco recorrido a la baja. Concretamente las previsiones del BIAM contemplan unos precios medios del Barril de BRENT de 39.66\$ en 2016 y 45.48\$ para 2017.

Ocurre algo similar con los tipos de cambio. La trayectoria bajista comenzada en verano de 2014 parece haber llegado al límite situando el tipo de cambio euro dólar en valores cercanos al 1.1. Las previsiones del BIAM mantienen esta cifra como base para los años 2016 y 2017.

Teniendo en cuenta esta información, más los datos actualizados de la contabilidad nacional junto con los indicadores de alta frecuencia disponibles, se han actualizado las perspectivas de crecimiento para la Euro Área. El resultado es una bajada de tres décimas hasta el 1.1% (±0.9) en el crecimiento estimado para 2016 mientras que el crecimiento estimado para 2017 se sitúa en el 1.2% (±1.6).

La revisión de las componentes ha venido marcada sobre todo por el signo de la sorpresa en el cuarto trimestre, que ha

Grafico I.2



Fuente: BRENT CRUDE OIL (NYMEX)
Fecha: 30 de marzo de 2016

En cuanto a la construcción no residencial, gran protagonista del impulso en el trimestre, destaca la aportación alemana, con un 3.3%, mientras que en el resto de las 5 grandes economías del área esta variable crece por debajo del 1.4%

Se han actualizado las perspectivas de crecimiento para la Euro Área. El resultado es una bajada de tres décimas hasta el 1.1% (±0.9) en el crecimiento estimado para 2016 mientras que el crecimiento estimado para 2017 se sitúa en el 1.2% (±1.6).



influido más que la evolución de los indicadores asociados a cada una de ellas. Puede seguirse de manera más detallada como han variado las expectativas por agregados de demanda en la sección "Euro Área - Macroeconomía".

La otra novedad conocida en marzo ha sido la intensificación de la política monetaria expansiva por parte del BCE. Tras once meses de vigencia del programa PSPP (Public Sector Purchase Program) que junto con otros programas de menor cuantía previamente vigentes como el CBPP3 (Covered Bonds Purchase Program) y el ABSPP (Asset-backed Securities Purchase Program), han instrumentado el grueso de las medidas monetarias no convencionales, el BCE ha estimado que no han cumplido sus objetivos de manera satisfactoria. Asimismo se han rebajado los tipos de intervención: el tipo de depósito en 0.1 pp. hasta el 0.4% negativo; el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 0.05 pp, hasta el 0.00%, y los tipos de la facilidad marginal de crédito en 0.05 pp hasta el 0.25%. Por último, se ha anunciado una nueva ronda de subastas de fondos para la refinanciación condicionada a largo plazo (TLTRO) que se iniciaría en junio de 2016 y repetiría la puesta a disposición de fondos trimestralmente.

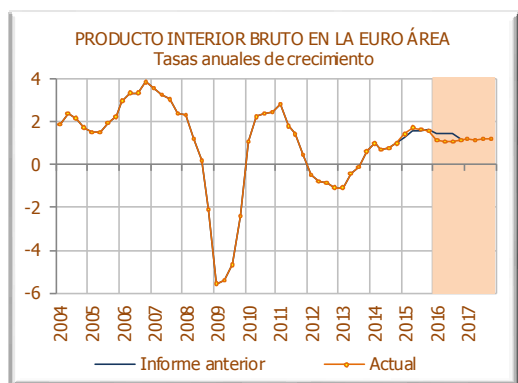
La sección "Euro Área - Política monetaria" del BIAM trata de examinar el estado de la inflación y sus expectativas de forma que pueda interpretarse mejor, o incluso anticipar, posibles actuaciones de la

autoridad monetaria europea. A diferencia de la Reserva Federal norteamericana, el BCE tiene como objetivo único declarado el mantenimiento de los niveles de inflación anual en torno a un objetivo, en este caso "próximo pero por debajo al 2%". No obstante, dadas algunas características de la crisis vigente, algunas de las causas que suscitan los bajos niveles de inflación y las bajas expectativas sobre esta, están en relación con el bajo crecimiento económico. Dicho de otra manera, las expectativas de inflación en la Euro Área a día de hoy se sitúan cercanas a cero –la previsión del BIAM para la inflación media de la Euro Área en 2016 es de 0.0% (±0.49)-. Este nivel está asociado claramente a los precios energéticos, que impactan sólo en el 10.8% del índice total, sin embargo las expectativas de inflación subyacente, se encuentran también muy alejadas del 2% - la previsión del BIAM para la media de 2016 es 0.8% (±0.25)-.

Otras variables ligadas a la esfera monetaria como el crecimiento anual de la M3 o el crecimiento anual del Stock de crédito sí han mostrado una evolución de signo inequívocamente positivo desde la entrada en vigor del PSPP, sin embargo cabe preguntarse si ha sido suficiente puesto que las variaciones no son muy altas. Por ejemplo, el crecimiento anual de la M3 en febrero ha sido del 5%, comparado con el dato promedio de crecimiento de la oferta monetaria en el año 2008, que fue del 10%, o incluso del año 2009, que fue del 3%, no es una expansión rápida. En cuanto al crédito

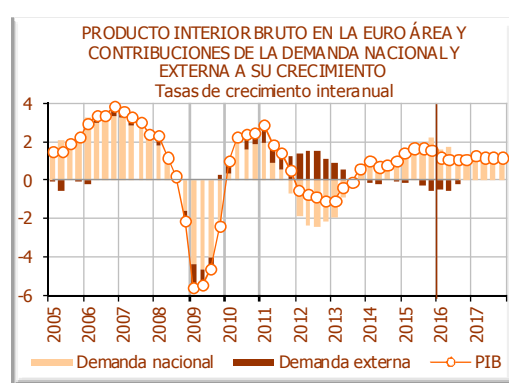
El escenario de 2016 presenta una previsión de crecimiento 4 décimas menor que el observado en 2015. Se calcula una aportación similar desde la demanda interna, pero la aportación negativa de la demanda externa se intensificará apreciablemente.

Gráfico I.3



Fuente: EUROSTAT & BIAM (UC3M)
 Fecha actual: 8 de marzo de 2016
 Fecha anterior: 4 de diciembre de 2015

Gráfico I.4



Fuente: EUROSTAT & BIAM (UC3M)
 Fecha: 8 de marzo de 2016



sería interesante examinar las series de crédito nuevo concedido en la Euro Área, complementariamente al Stock, pero no se dispone de ellas. En cualquier caso la evolución de saldo crediticio vivo aún está afectada por el proceso de desapalancamiento por parte de empresas y hogares que ha caracterizado los años centrales de la crisis.

El contexto de inflación y los registros de otras variables de la esfera monetaria dan sustento a la actuación del BCE. Este tipo de medidas también podría tener un efecto beneficioso ulterior en la economía real, a través de una mayor disponibilidad de financiación. El BIAM no dispone de una cifra por el momento que pueda evaluar el impacto en el PIB durante el año ya vigente.

Haciendo ahora referencia a los datos conocidos de la economía española a nivel agregado, marzo es un mes de transición. La Contabilidad Nacional Trimestral del cuarto trimestre de 2015, publicada en febrero, dejó muestras de una tendencia a la desaceleración que las variables publicadas en 2016 de confianza, consumo privado y mercado laboral parecen confirmar.

Las previsiones del BIAM en este momento se sitúan en un el 2.9% (± 1.1) para 2016 y 2.1% (± 1.7) para 2017, habiendo aumentado el pronóstico para 2016 una décima respecto al del mes pasado por efecto estadístico al actualizar las ponderaciones de los diferentes agregados de oferta y demanda. La previsión para la tasa de crecimiento trimestral del periodo

enero a marzo de 2016 se sitúa en el 0.6% (± 0.5).

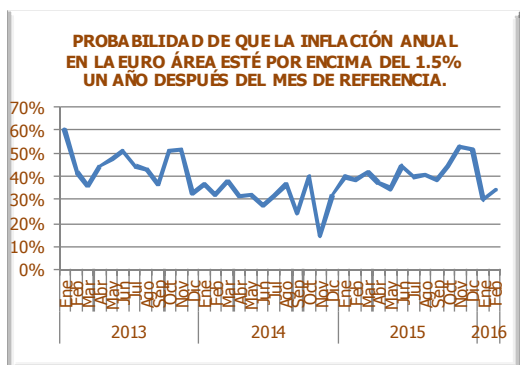
No obstante estos pronósticos se volverán a actualizar en el próximo BIAM con la previsión de empleo resultante de la EPA del primer trimestre de 2016, que se publicará el día 28 de abril. A tenor de lo que muestran los datos disponibles, parece que la previsión de empleo con la que se actualizó el cuadro macroeconómico, que contemplaban un crecimiento de la ocupación del 2.8% en 2016, podrían verse rebajadas hasta el entorno del 2.3%, lo que podría afectar a las expectativas de crecimiento global. Puede seguirse mensualmente el estado de las previsiones del BIAM sobre el mercado laboral español en la sección "España—Mercado laboral".

Especialmente destacable ha sido la publicación el día 30 de marzo de la Contabilidad Regional Española referida al año 2015. Lo primero que cabe comentar es la relativamente baja dispersión que presente el crecimiento a través de los territorios. La autonomía de mayor crecimiento, Comunidad Valenciana con un 3.7% y la de menor crecimiento, Cantabria con un 2.6% se distancian 1.1 pp cuando el recorrido promedio de los crecimientos autonómicos desde 2013 es de 3 pp.

En segundo lugar destaca la presencia de la Comunidad Valenciana en el primer lugar. Esta autonomía había mostrado tasas de crecimiento por debajo de la media española de manera consistente desde 2008. Esto le había hecho perder peso relativo en el total de la economía española, pasando de un 9.8% a un 9.3%,

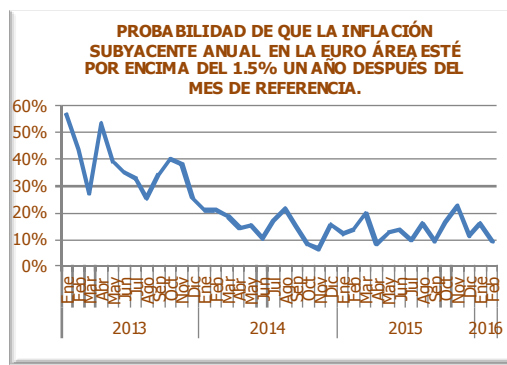
La autonomía de mayor crecimiento, Comunidad Valenciana con un 3.7% y la de menor crecimiento, Cantabria con un 2.6% se distancian 1.1 pp.

Grafico I.5



Fuente: EUROSTAT & BIAM (UC3M)
Fecha: 17 de marzo de 2016

Grafico I.6



Fuente: EUROSTAT & BIAM (UC3M)
Fecha: 17 de marzo de 2016



siendo de las autonomías relativamente más ricas, más afectadas por la crisis. La tendencia se rompió en 2014 y definitivamente parece haber finalizado en 2015.

A tenor de lo que muestra la evolución del valor añadido por ramas de actividad, han ganado peso especialmente el comercio al por menor y la industria, siendo la evolución diferencial de esta variable respecto al total nacional la que podría estar detrás de este mejor desempeño en la economía valenciana.

Un mejor desempeño industrial parece que también podría ser el factor explicativo del crecimiento diferencial de la economía catalana, mientras que las buenas cifras de la economía madrileña se deberían en mayor medida a factores ligados a los servicios.

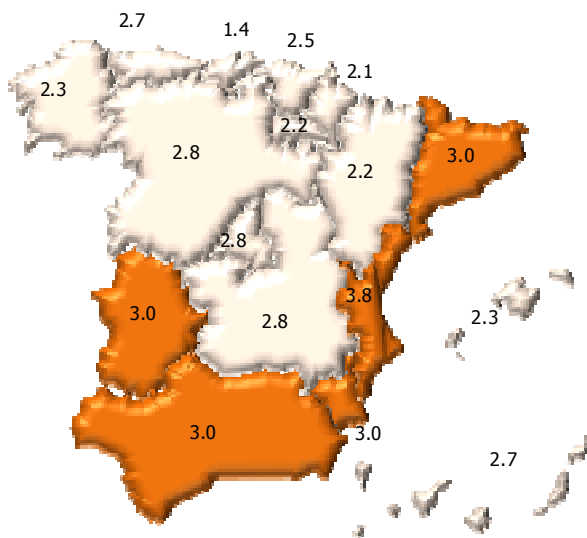
El BIAM ha actualizado sus previsiones de crecimiento trimestral por CCAA, que desarrollará de manera más pormenorizada en un avance para suscriptores en los próximos días.

A tenor de la información disponible, por otro lado referida solo a los dos primeros meses de 2016, la Comunidad Valenciana sería todavía la autonomía que más crecería este año, a las que seguirían la Región de Murcia y Cataluña. Destacaría también el papel de Andalucía y Extremadura.

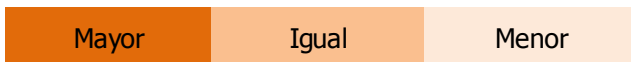
A tenor de la información disponible, por otro lado referida solo a los dos primeros meses de 2016, la Comunidad Valenciana sería todavía la autonomía que más crecería este año, a las que seguirían la Región de Murcia y Cataluña.

Grafico I.7

CRECIMIENTO ESPERADO DEL PIB EN LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS DE ESPAÑA
Tasa media anual de 2016



España (2.9):



Fuente: INE & BIAM (UC3M)
 Fecha: 30 de marzo de 2016

