

I. SITUACIÓN ECONÓMICA

"Los datos económicos publicados durante el mes de septiembre no muestran cambios en el entorno para el final de 2016 y 2017, sea en dimensión mundial, de la unión monetaria o española. Con la excepción de los Índices de Producción Industrial, más volátiles, todas las variables sobre las que el BIAM hace predicción han mantenido sin cambios significativos, las trayectorias previstas antes del verano. En esta misma línea se han comportado las previsiones actualizadas de organismos internacionales como la OCDE. El año 2016 se prevé de crecimiento medio bajo, del 1.7%(±0.6), e inflación muy baja, del 0.2%(±0.1)- en la Euro área, mientras que para España será de crecimiento alto 3.1% (±0.3) e inflación negativa, del 0.3%(±0.2). En la parte restante de 2016 el impacto en el Consumo de las AAPP que pueda tener un año sin gobierno es el principal factor de riesgo para España. En el panorama internacional el posible cambio de ciclo en los precios del crudo, junto con el resultado de las elecciones estadounidenses de noviembre en los EEUU suponen dos importantes factores de incertidumbre."

Según el dato de la Contabilidad Nacional Trimestral del 6 de septiembre, la tasa de crecimiento de la Euro Área en el segundo trimestre de 2016 fue del 0.3%, tres décimas menor que trimestre anterior.

Según el dato de la Contabilidad Nacional Trimestral publicado el 6 de septiembre por EUROSTAT, la tasa de crecimiento de la Euro Área en el segundo trimestre de 2016 fue del 0.3%, tres décimas por debajo de la registrada en trimestre anterior. La tasa anual resultante alcanzó el 1.6%. El dato coincidió con la previsión del BIAM.

Este alineamiento de la tasa prevista con la observada es general a lo largo de los agregados de oferta o las ramas de demanda. No se produce ninguna diferencia estadísticamente distinta de cero, lo cual hace que ningún agregado "sorprenda". No obstante, de haberse producido diferencias importantes, la interpretación de éstas como "sorpresas" habría sido muy matizada por el hecho de que las series han sido revisadas. Esto significa que los datos observados que se tomaron en cuenta en junio para hacer las previsiones son distintos a los que se muestran difundieron el día 6 de septiembre.

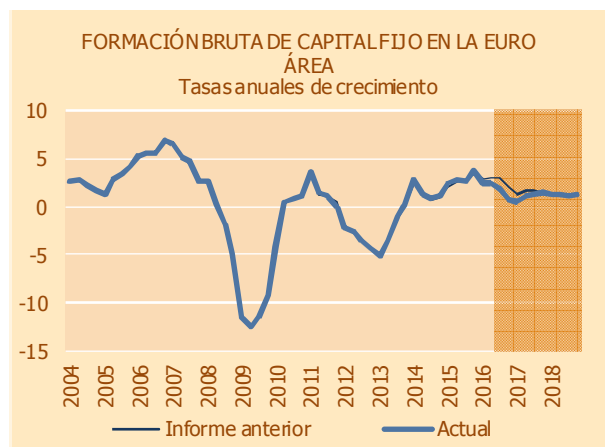
Estas revisiones de las series forman parte de la operativa normal de cualquier organismo estadístico oficial. En el caso de EUROSTAT suelen ser importantes las que se realizan con la publicación de los datos del segundo trimestre del año.

EUROSTAT ha revisado al alza el crecimiento del PIB de la EUROAREA, para 2014 hasta el 1.1%, dos décimas superior al previo, y para 2015 hasta el 1.9%, tres décimas superior al anterior

No se producen cambios en las tasas intertrimestrales del PIB agregado en 2016, sólo en las componentes, de tal manera que hay cierto efecto de compensación, o de recomposición del crecimiento observado este año.

Así, para el primer trimestre de 2016, el Consumo Privado y Consumo Público experimentan sendas revisiones al alza de una y dos décimas respectivamente. La Formación Bruta de Capital Fijo ve reducida su cifra de crecimiento 5 décimas a la baja. Las Exportaciones presentan una revisión de dos décimas a la baja mientras que las Importaciones son revisadas aún más intensamente, nueve décimas hasta presentar un decrecimiento del 0.2%, frente al 0.7% previo. Como resultado, el 0.6% de crecimiento del PIB pasa a estar compuesto de 0.5 pp provenientes de la Demanda Interna y 0.1 pp proveniente de la demanda Externa. La publicación anterior de datos, en junio, mostraba una distribución de 0.7 pp y un 0.1 pp negativo, respectivamente.

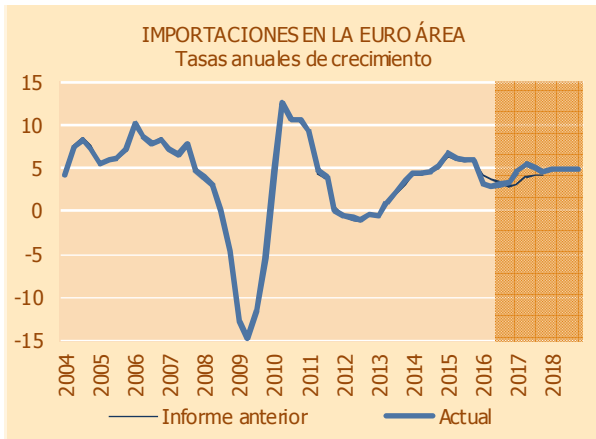
Gráfico I.1



Fuente: EUROSTAT & BIAM (UC3M)
 Fecha actual: 6 de septiembre de 2016
 Fecha anterior: 7 de junio de 2016



Gráfico I.2



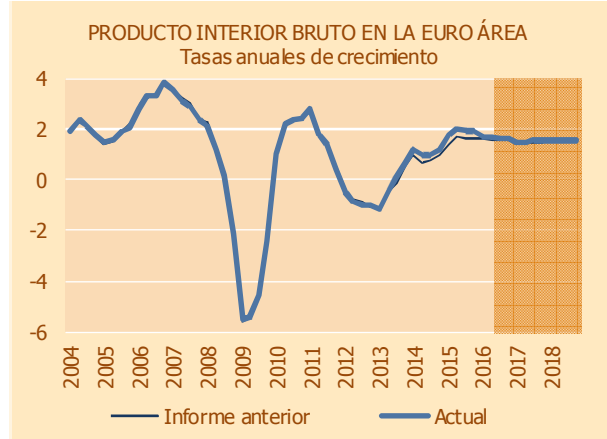
Fuente: EUROSTAT & BIAM (UC3M)
 Fecha actual: 6 de septiembre de 2016
 Fecha anterior: 7 de junio de 2016

Aunque la revisión no afecta a las tasas trimestrales de crecimiento del PIB observadas en 2016, sin embargo sí ha afectado a la cifra de crecimiento del PIB de 2014 y 2015 que se manejaba hasta la fecha. Siempre hablando en tasas medias anuales, el crecimiento de 2014 resultante es 1.1%, dos décimas superior al previo y el de 2015 se calcula ahora en un 1.9%, tres décimas superior al anterior. En 2016 se revisan al alza el Consumo Privado, una décima hasta el 1.4%, La Formación Bruta de Capital Fijo, dos décimas hasta el 2.9% y la contribución al crecimiento del Sector Exterior que se eleva tres décimas hasta 0.2 pp.

Se han actualizado las perspectivas de crecimiento para la Euro Área. El resultado es un aumento de una décima, hasta el 1.7% (± 0.6), en el crecimiento estimado para 2016 y el mantenimiento del pronóstico del 1.5% (± 1.2) para 2017. Por otro lado, se amplía el horizonte de previsión hasta 2018, para el que se prevé un crecimiento del 1.6% (± 1.2).

En cuanto al crecimiento del segundo trimestre del año, cabe destacar que su deceleración se basa en todos los componentes de la Demanda Interna. Siempre hablando en tasas trimestrales, el Consumo Privado decelera 4 décimas hasta el 0.2%; el Consumo Público lo hace el 6 décimas hasta el 0.1% y la Formación Bruta de Capital Fijo decelera 4 décimas hasta el 0.0%. Destaca en este último caso la tasa trimestral negativa del 0.5% que presenta la Construcción.

Gráfico I.3



Fuente: EUROSTAT & BIAM (UC3M)
 Fecha actual: 6 de septiembre de 2016
 Fecha anterior: 7 de junio de 2016

Las tres décimas de crecimiento trimestral se obtienen merced a la aporte el Sector Exterior, merced a una aceleración exportadora de 1.0% punto porcentual, hasta el 1.1%. La contribución conjunta de la Demanda Interna es prácticamente cero.

La deceleración del Consumo Privado puede estar asociada a la ausencia del estímulo que supuso en los tres primeros meses del año los bajos niveles alcanzados en los precios del crudo. Asimismo las caídas bursátiles acaecidas tras la victoria del No en el referéndum británico por la permanencia en la Unión Europea, habría obrado en la misma dirección.

En el mantenimiento de las perspectivas han resultado muy relevantes la estabilidad en el escenario a medio plazo que los mercados anticipan tanto precios del crudo, como en tipos de cambio y en política monetaria.

En el apartado destacado **El crecimiento de las grandes economías de la Euro Área** en el segundo trimestre de 2016 se apunta algunas claves geográficas que pueden haber influido en la ralentización observada.

Teniendo en cuenta 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 un aumento de una décima, hasta el 1.7% (± 0.6), en el crecimiento estimado para 2016 y el mantenimiento del pronóstico del 1.5% (± 1.2) para 2017. Por otro lado, se amplía el horizonte de previsión hasta 2018, para el que se prevé un crecimiento del 1.6% (± 1.2).

El crecimiento en los grandes países de la Euro Área durante el segundo trimestre de 2016.

El análisis geográfico del crecimiento económico en la Euro Área es especialmente revelador en este segundo trimestre. El estancamiento, incluso retroceso de Italia y Francia, cuyo peso conjunto supone más del 36% del PIB de la Unión Monetaria, aparece como uno de los factores más importantes en la ralentización observada.

Para ilustrar el tipo de crecimiento económico que ha tenido cada país en el segundo trimestre se presentan los tres gráficos adjuntos. El primero muestra el Consumo, separando público y privado. El segundo muestra los tres principales componentes de la Formación Bruta de Capital Fijo y el tercero muestra las Exportaciones e Importaciones. En cada caso, al lado del agregado se aclara el peso que representaron en el PIB de 2015 de la Euro Área.

Ya se ha comentado lo relativamente escaso del crecimiento del Consumo Privado en la Euro Área este trimestre. De las grandes economías solo en España asciende por encima del valor para el conjunto de la zona (0.2%), en Italia se estanca y en Francia incluso se registra un descenso trimestral. El crecimiento del empleo por sí solo no da una explicación satisfactoria a las diferencias. Italia y España presentan un crecimiento del empleo trimestral desestacionalizado similar, en el entorno del 0.5%, con unas variaciones en el crecimiento del Consumo muy alejadas, como muestra el gráfico 1. Los datos de empleo consultados no son robustos a la presencia de empleo a tiempo parcial, lo cual podría ser un primer factor a considerar, pero por la importancia de las diferencias probablemente haya otras causas involucradas que afecten a la Renta Disponible. Las turbulencias financieras asociadas al Brexit pudieron reducir especialmente el consumo en economías con un alta porcentaje de títulos bancarios en manos sus hogares, por ejemplo Italia. Analizando el Consumo Final de las AAPP, solo en el caso de Alemania parece tener un papel relevante en el crecimiento del trimestre. En general se aprecian unas tasas de variación no muy elevadas y, en cierta medida, la senda de mayor contención que Italia, Francia y España se ven obligadas a cumplir debido a sus desequilibrios fiscales. El dato español es atípico por coincidir con algunas medidas que afectan al sueldo de los empleados públicos en el período. La trayectoria de este agregado en España ha sido más alta que la media de la unión monetaria. Por ejemplo, en 2015 este agregado creció un 2.7% en promedio anual en España frente al 1.4% al que lo hizo en la Euro Área.

El Gráfico 2 muestra el crecimiento de los tres principales activos de Formación bruta de Capital fijo. En el más importante, Construcción, se observa el retroceso que

presenta en los tres países en proceso de consolidación financiera citados anteriormente. Por otro lado este agregado presenta el crecimiento más elevado en Holanda, donde está teniendo un crecimiento importante desde 2015 (11.5% en promedio anual), siendo el motor de este tipo de inversión a escala de la Euro Área.

El Gráfico 3 muestra la evolución del sector exterior. Se observa como en Francia el segundo trimestre ha tenido un resultado netamente positivo en este apartado, suben sus exportaciones muy por encima de la media de la EA-19 al tiempo que se reducen las importaciones. Italia también muestra una evolución positiva, sin embargo en ninguno de los dos casos la aportación del sector exterior ha servido para compensar la poca aportación de los factores internos.

Es patente que la ralentización en el segundo trimestre afecta sobre todo a Francia e Italia, y se opera a través de la Demanda Interna. Ambos países no se desempeñan mal en el sector exterior pero este no llega a suplir la falta de impulso interior. El hecho más llamativo del segundo trimestre podría considerarse la falta de respuesta del Consumo Italiano a un crecimiento del empleo relativamente alto. Ambos países no pueden implementar medidas de estímulo fuertes por estar inmersas en procesos de consolidación fiscal, otras economías más saneadas como Alemania y Holanda sí que parecen estar recurriendo, al menos en parte, a este expediente.

Gráfico 1

Contabilidad Nacional del segundo trimestre en la Euro Área: Consumo % variación intertrimestral

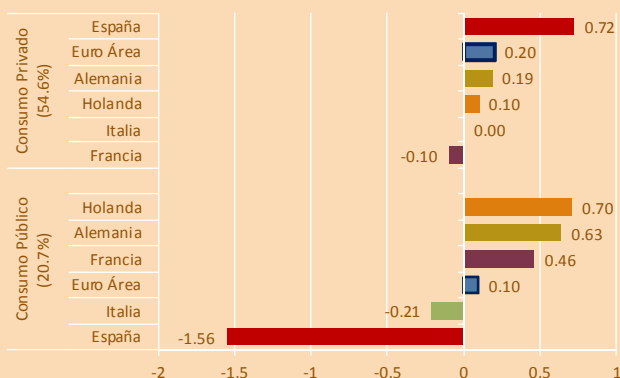


Gráfico 2

Contabilidad Nacional del segundo trimestre en la Euro Área: Formación Bruta de Capital Fijo % variación intertrimestral

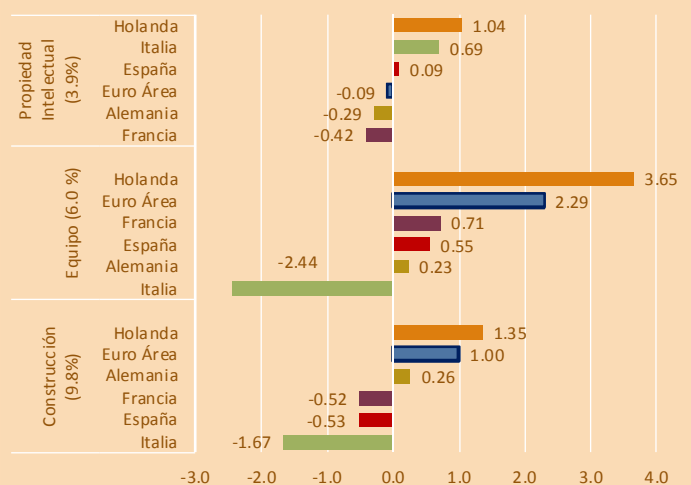
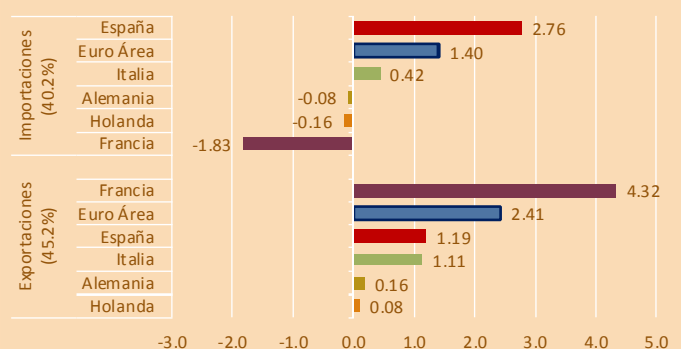


Gráfico 3

Contabilidad Nacional del segundo trimestre en la Euro Área: Comercio Exterior % variación intertrimestral



En el mantenimiento de las perspectivas han resultado muy relevantes la estabilidad en el escenario a medio plazo que los mercados anticipan tanto precios del crudo, como en tipos de cambio y en política monetaria. Desde el anterior cuadro macro, elaborado en junio, los cambios en estas variables son mínimos. No obstante, en el mes de septiembre la OPEP ha acordado una reducción de la producción en un 6.0% que podría iniciar un proceso alcista en los precios del crudo. Aún no ha habido respuesta en los mercados, que quizás descontaban este movimiento, pero, de haberla al alza, sería un factor que afectaría negativamente las perspectivas de crecimiento, especialmente para 2017 y sucesivos.

El crecimiento de la Euro Área puede verse reducido según se materialicen aspectos de riesgo político como las elecciones norteamericanas de noviembre o el desarrollo del Brexit .

Aunque las previsiones sobre el PIB permanecen relativamente invariadas, sí que se aprecia una recomposición. La Demanda Interna disminuye 3 décimas, hasta los 1.6 pp para 2016. La aportación en 2017 se revisa a la baja dos décimas hasta los 1.1 pp. Recíprocamente, la aportación del sector exterior en 2016 alcanza un valor positivo, de 0.1 pp, mejorando al cuadro macro anterior donde esta previsión era negativa en 0.3 pp. Para 2017 la aportación sería de 0.4 pp, tres décimas superior que al del cuadro anterior.

Finalmente, en el corto plazo, para el tercer trimestre del año 2016 las presentes predicciones apuntan un crecimiento del 0.4% trimestral, lo

que supone una aceleración frente al 0.3% observado.

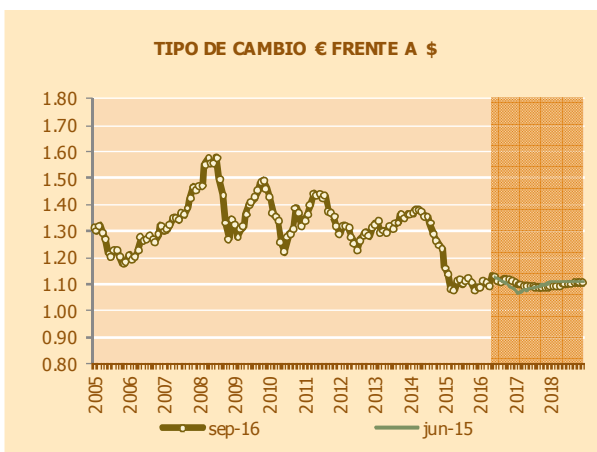
En la sección EURO AREA: PREDICCIONES MACROECONÓMICAS, se realiza un análisis de los cambios en los pronósticos a nivel de agregados de demanda.

En cuanto a los riesgos de este escenario, aparte de la mencionada evolución de los precios del crudo hay dos factores de incertidumbre política que se desarrollarán a finales de 2016 y a partir de 2017. El más inminente es el resultado electoral del próximo noviembre en las presidenciales de Estados Unidos. Una victoria del candidato republicano, Mr. Trump, caracterizado como una opción más heterodoxa e imprevisible que su rival, la demócrata Mrs. Clinton, podría acarrear algún episodio de volatilidad financiera como el que acaeció tras la victoria imprevista del Brexit en el referéndum británico de junio.

El crecimiento español de la última parte de 2016 puede verse reducido por el efecto combinado de unos PGE prorrogados y las medidas administrativas toadas este año para controlar el gasto.

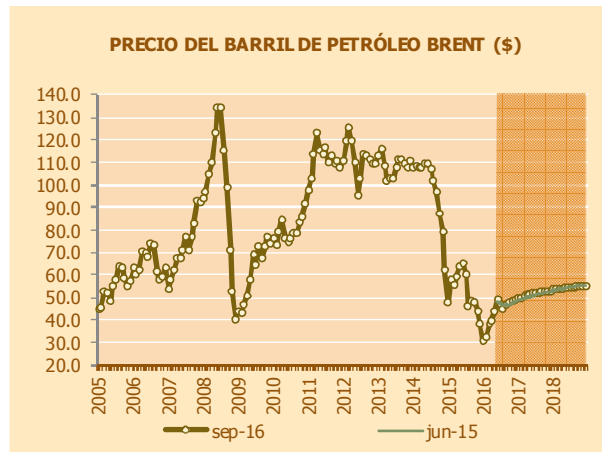
La materialización de dicho Brexit es el factor de riesgo que se desarrollaría a partir de 2017. La Primer Ministro británica, Mrs. May ha establecido la fecha de marzo de 2017 para iniciar el proceso de salida de la Unión Europea por parte del Reino Unido, que debería culminar antes de dos años. El BIAM no ha estimado un valor que cifre el impacto de este proceso en el crecimiento previsto de la Euro Área. Este efecto deberá constatarse a medida de que se produzca y se

Gráfico I.4



Fuente: BCE, & Consensus Forecasts
 Fecha: 30 de septiembre de 2016

Gráfico I.5



Fuente: EIA & NIMEX
 Fecha: 30 de septiembre de 2016



refleje en los flujos comerciales, laborales y financieros.

También las perspectivas de crecimiento en España llevan aparejadas un elemento perteneciente a la órbita política que, según como se desarrolle, afectaría a su realización. El gobierno en funciones actual ha tomado medidas, dentro sus capacidades administrativas, a fin de contener el crecimiento del gasto público. Como van a afectar estas medidas de contención a los dos últimos trimestre de 2016 es este primer factor de incertidumbre. El segundo corresponde al reflejo y la instrumentación que el recorte de 5.000 millones de gasto estructural al que España se comprometió el pasado junio con el Colegio de Comisarios, pueda tener en el crecimiento económico. No es nunca un factor positivo para el desempeño de 2017, pero su impacto puede ser más o menos intenso o más o menos diferido en varios periodos.

Las afiliaciones a la Seguridad Social y el empleo EPA apuntan un crecimiento en el entorno del 3.0% en este año y el próximo

Así y todo, el mes de septiembre ha seguido proporcionando resultados en la misma línea para las variables de la economía española que el BIAM sigue con más intensidad. En el terreno del crecimiento se sigue previendo un resultado del 3.1% para 2016 y del 2.1% para 2017, donde destaca el ritmo previsto en la ocupación. Las afiliaciones a la Seguridad Social y el empleo EPA apuntan un crecimiento en el entorno del 3.0% en este año y el próximo (el detalle puede seguirse en la sección correspondiente).

En cuanto a la inflación, 2016 será un año donde

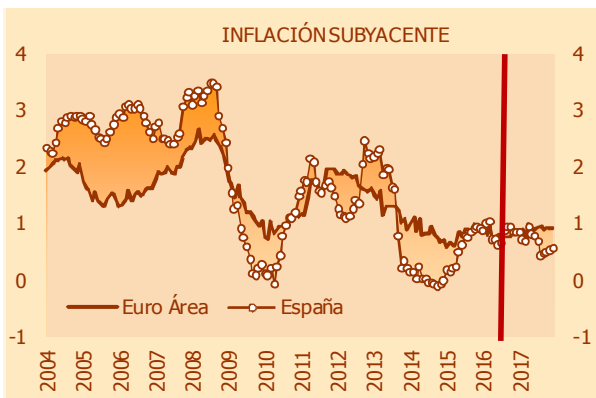
la media de esta variable volverá a ser negativa, del 0.3%(±0.2), sin embargo, ya no se prevén meses con inflación anual por debajo de cero. El 2017 el pronóstico vuelve a ser positivo por encima del 1.0%.

La permanencia de las expectativas de inflación en niveles tan bajos está asociado a la permanencia de la inflación subyacente en valores muy cercanos al 1.0% en ambas zonas económicas.

Tanto en España como en la Euro Área la trayectoria de inflación acelera el año próximo por el efecto de los precios del crudo. Sin embargo el nivel seguiría estando muy alejado del objetivo del BCE "cercano pero menor que 2.0%". La permanencia de las expectativas de inflación en niveles tan bajos está asociado a la permanencia de la inflación subyacente en valores muy cercanos al 1.0% en ambas zonas económicas. España y la Euro Área presentan casuísticas diferentes, pero hay un alineamiento en esta circunstancia relacionada con la baja inflación subyacente, y es la evolución salarial desde la crisis, muy por debajo de su media histórica.

Difícilmente la inflación subyacente va a acercarse a valores cercanos al objetivo si no hay crecimiento salarial mayor que el observado. Para ello tanto la economía española como la de la unión monetaria deben experimentar unos crecimientos del empleo o mayores que los que se están alcanzando o al menos, sostenidos durante varios años consecutivamente.

Gráfico I.6



Fuente: EUROSTAT, INE & BIAM (UC3M)
Fecha: 15 de septiembre de 2016

