

Observatorio Económico

Reino Unido

Madrid,
20 de mayo de 2014
Análisis Económico

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
Economista Jefe
mjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador
Economista Senior
agustin.garcia@bbva.com

Diego Torres Torres
Economista
diego.torres.torres@bbva.com

Pablo Budde
pablo.budde@bbva.com

Massimo Trento
massimo.trento@bbva.com

A pesar del sólido crecimiento, el exceso de capacidad y la fortaleza de la libra contienen la inflación

Discurso *dovish* en la presentación del *Inflation report* para atajar las expectativas de una subida de tipos este año

- **Continúa el crecimiento sólido y estable en 1T14, sostenido por la fortaleza del gasto privado doméstico,...**

Los datos preliminares del PIB en 1T14 estiman que creció un 0,8% t/t (similar al registrado durante el último año), siendo el sector servicios la principal fuente de crecimiento (0,7pp al crecer un 0,9% t/t) y, en menor medida, el sector industrial (0,1pp tras crecer un 0,7% t/t), con una aportación nula tanto de la construcción como de la agricultura.

Aunque todavía no se conoce la descomposición del PIB por el lado de la demanda, lo anterior, junto con los datos disponibles, apuntan a que detrás de este robusto crecimiento se encuentra principalmente la demanda doméstica (Gráfico 5 y 6), tanto el consumo privado (las ventas al por menor rebotaron un 1% t/t) como la inversión (en línea con el repunte de la producción de bienes intermedios - 2,4% t/t -, de capital - 1,5% t/t - y consumo duradero - 3,3% t/t). Sin embargo, vuelven las dudas sobre el reequilibrio del crecimiento, ya que la fuerte contribución del sector exterior en el último trimestre del pasado año (1pp) es probable que se haya desvanecido de nuevo a principios de este (las exportaciones se contrajeron un -2,3% t/t hasta marzo) (Gráficos 6 y 7). Aunque la información para 2T14 es muy limitada, sugiere que el PIB podría crecer en torno a estas tasas en los próximos trimestres (Gráfico 1 a 4).

- **... y la rápida caída de la tasa de desempleo, que sorprende por la fuerte creación de empleo, pero sin generar tensiones inflacionistas**

El buen momento de la economía también se ha dejado notar en el mercado de trabajo, con el empleo aumentando a tasas ligeramente por debajo del PIB (0,7% t/t en promedio en los tres últimos trimestres), pero a mayor ritmo que el crecimiento de la población activa (alrededor de un 0,4%), lo que redundó en una rápida disminución de la tasa de desempleo (alrededor de 1pp en el último año hasta el 6,8%) (Gráfico 9).

No obstante, el empleo creado en el último año (2,3% desde marzo de 2013) respondió principalmente al aumento de los autónomos (9%) y, en menor medida, de los asalariados (1,4%), apoyando la interpretación del Banco de Inglaterra (Bdl) sobre el exceso de capacidad del mercado de trabajo, ya que muchos de los autónomos podrían estar subempleados. Independientemente de la discusión dentro del banco sobre este punto, el fuerte aumento del empleo tuvo como contrapartida un avance de la productividad reducido (alrededor de 0,2% t/t ó 0,8% a/a durante el último año) y, aun así, el aumento de los salarios (sólo algo por encima del 1%) fue muy moderado, sustentando también la interpretación del banco central.

Hacia delante, es probable que la tasa de desempleo continúe reduciéndose, aunque más lentamente, en línea con las proyecciones del *Inflation Report*, para alcanzar un 6,3% y un 6% a finales de 2014 y 2015, respectivamente. No obstante, también contemplan que la productividad continúe repuntando, permitiendo un aumento de los salarios nominales sin generar tensiones inflacionistas en el horizonte de previsión.

- **Ligera revisión al alza en nuestras previsiones de crecimiento en 2014-15, que continuará apoyado en la demanda doméstica, sobre todo la inversión**

Un crecimiento algo mayor de lo previsto a principios de año, junto a la mejora de los factores domésticos (mayor empleo, menor inflación, fuerte mejora de la confianza y mejora de las condiciones de financiación, y con el compromiso de una política económica que continuará siendo acomodaticia), nos ha llevado a revisar ligeramente al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2014 en 0,2pp hasta el 2,8%. Para 2015, continuamos esperando una ligera moderación del crecimiento hasta el 2,4%. Estas previsiones, aunque más moderadas que las presentadas por el Bdl en el *Inflation Report* de mayo (3,4% en 2014 y 2,9% en 2015), contemplan un crecimiento trimestral robusto (alrededor del 0,6% t/t en promedio en el horizonte de previsión), algo por encima de nuestra estimación de crecimiento potencial.

El rebote de la inversión será el principal motor de la economía (y nuestra principal revisión al alza tras la sorpresa de 4T13, hasta 8,5% en 2014 y 6,5% en 2015), pero también al aumento de la demanda externa (aunque las dudas persisten por la fortaleza de la libra y la tímida recuperación de la zona euro). Además, lo anterior se verá reforzado por las expectativas de bajos tipos de interés en el horizonte de previsión, y por la extensión del *Funding for Lending Scheme* para favorecer el crédito a las empresas, lo que debería facilitar la materialización de las decisiones de inversión, máxime cuando la capacidad utilizada de las empresas ya está en su media histórica. Por otro lado, la creación de empleo, junto con el aumento de los salarios y la moderación de la tasa de inflación, redundará en un incremento de la renta disponible de los hogares, a la vez que la reducción de la tasa de ahorro por motivos precautorios podría continuar en el futuro. Todo ello se reflejará en un aumento del consumo privado algo por encima del 2% en 2014 y 2015. La significativa moderación del consumo público observada ya en 2013 (0,7% desde 1,6%) continuará este año y el que viene para cumplir con el proceso de consolidación fiscal en marcha, si bien se mantiene el compromiso del gobierno para implementar un presupuesto neutral en 2014.

Finalmente, las exportaciones netas volverán a contribuir positivamente al crecimiento del PIB (0,2pp en 2014 y 0,1pp en 2015), pero de manera más moderada, ya que el aumento de las exportaciones (limitadas por la fortaleza de la libra y un mayor aumento de los precios domésticos respecto a la zona euro) no será mucho mayor que el avance de las compras al exterior para satisfacer la demanda doméstica.

- **La inflación seguirá oscilando ligeramente por debajo del objetivo del Bdl en el horizonte de previsión, dando más margen para mantener la política monetaria acomodaticia**

La moderación que la inflación viene registrando desde mediados del pasado año, continuó en 1T14 para registrar un tasa anual del 1,6% en marzo, debido fundamentalmente a la evolución de los precios de los productos energéticos y alimentos, mientras que la inflación subyacente se mantuvo relativamente estable en el 1,8% a/a. La fortaleza de la libra, junto con el menor precio de las materias primas así como la falta de inflación en los salarios, sugieren que la inflación seguirá oscilando ligeramente por debajo del objetivo del Bdl (1,9%) en el horizonte de previsión.

- **Continuamos esperando que el tipo de interés se mantenga en el 0,50% en 2014, con la primera subida en 2T15**

En la reunión de mayo, el Bdl mantuvo sin cambios la política monetaria una vez que ya está en marcha la segunda etapa del forward guidance condicionada al progreso del conjunto de la economía. Quizá por esto último y la posible reacción de los mercados, el gobernador Carney lanzó un mensaje tranquilizador en la presentación del Inflation Report de mayo, máxime cuando su escenario actualizado prácticamente se mantiene sin cambios, buscando claramente despejar la incertidumbre sobre un posible aumento de tipos de interés inminente (e intentando hacer más explícita la función de reacción del banco) y volviendo a enfatizar que en cualquier caso el proceso de normalización de la política monetaria será muy lento, dado el exceso de capacidad en la economía (alrededor del 1%/1,5% del PIB).

En su discurso recaló la fortaleza de la libra (sobre todo por la apreciación que está registrando durante el último año, algo menos de un 10% según el tipo de cambio efectivo), ya que podría lastrar el crecimiento de las exportaciones (con una elasticidad precio de alrededor de 0,4¹) y el efecto arrastre sobre la inversión, por lo que tenía un claro incentivo en aclarar la evolución de los tipos que anime la inversión y permita un crecimiento sostenido de la demanda doméstica, además del impacto sobre la moderación de la inflación vía reducción de los precios de la importación. Desde mediados del año pasado la inflación de los productos energéticos se ha desacelerado significativamente (desde tasas en torno al 5% a/a hasta ser ligeramente negativa en marzo), reduciéndose su contribución a la inflación general en 0,5pp. De cara al futuro, nuestras previsiones contemplan una apreciación adicional, aunque más moderada a lo largo del horizonte de previsión.

Finalmente, Carney destacó que el tipo de interés no es el mejor instrumento para contener los precios de la vivienda, destacando la importancia de las políticas macroprudenciales en esta parcela y el papel del Comité de Política Financiera, lo que sugiere que podría presentar alguna medida de este tipo próximamente.

1: Elasticidad media (distintos análisis empíricos) de las exportaciones al precio de la mismas. Para más detalles, ver [Boletín Trimestral 4T11 del Banco de Inglaterra](#).

Tabla 1

Previsiones BBVA Research de crecimiento del PIB e inflación (mayo 2014)

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	-1,0	-3,6	1,0	-0,4	1,4	2,2	2,1	2,1
Consumo público	2,2	0,6	0,5	0,0	1,6	0,7	0,9	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-6,9	-16,7	2,8	-2,4	0,8	-0,6	8,5	6,5
Inventarios (*)	-0,2	-1,5	1,2	0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-1,6	-6,1	2,1	-0,1	0,8	1,5	2,6	2,3
Exportaciones	1,1	-8,7	6,7	4,5	1,7	1,0	3,5	4,0
Importaciones	-1,7	-10,7	7,9	0,3	3,4	0,5	2,7	3,5
Exportaciones netas (*)	0,9	0,9	-0,5	1,2	-0,5	0,2	0,2	0,1
PIB	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,3	1,7	2,8	2,4
Inflación	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,9	2,0

(*) Contribuciones al crecimiento.
Fuente: BBVA Research

Reino Unido

Contabilidad nacional: crecimiento sólido y estable en 1T14

El PIB creció un 0,8% t/t en 1T14, apoyado por el sector servicios y, en menor medida, la industria. Los datos disponibles apuntan a la fortaleza del gasto privado doméstico, mientras que el apoyo del sector exterior se desvanece. Para 2T14, el PIB podría crecer a tasas similares.

Gráfico 1
PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)*

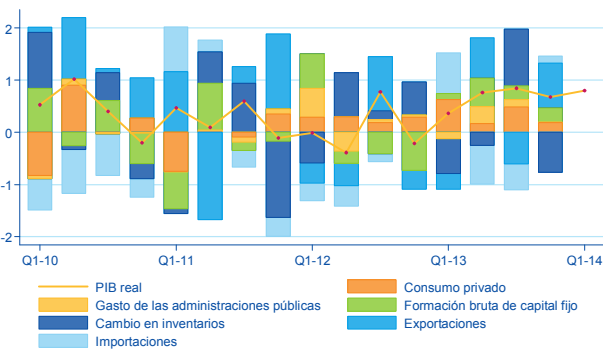
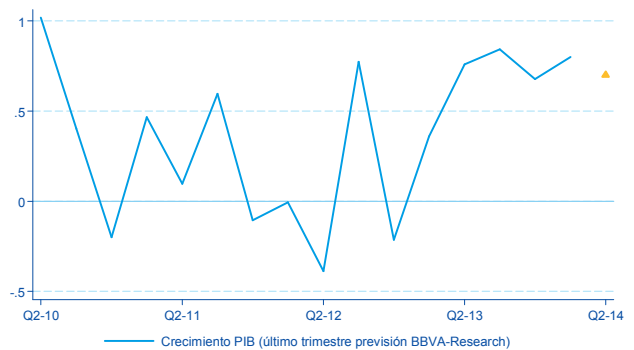


Gráfico 2
Crecimiento PIB (% t/t) y previsión



Confianza: tras la moderación de principios de año, continua estable en niveles altos

La confianza se mantiene en niveles altos (por encima de la media histórica), lo que debería redundar en que se materialicen las decisiones de los agentes económicos, sobre todo inversión, para sustentar un crecimiento relativamente estable en los próximos trimestres.

Gráfico 3
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

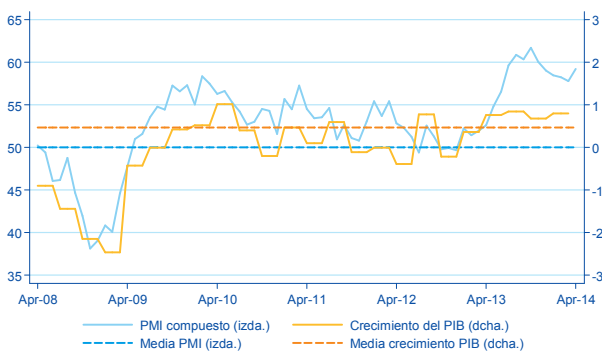
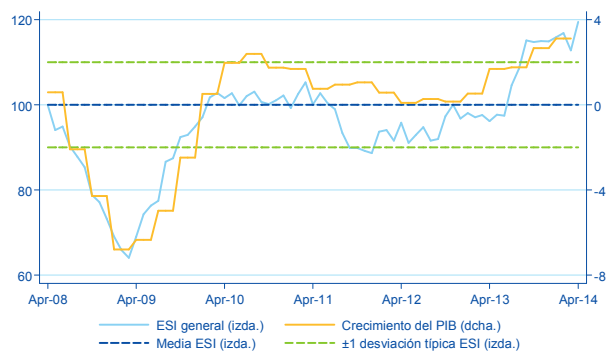


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) **



Actividad: más inversión y consumo

La producción industrial rebotó en 1T14, sobre todo bienes intermedios, de capital y consumo no duradero. Las mejoras de las ventas al por menor apuntan a un mayor consumo privado a principios de año.

Gráfico 5
Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero*

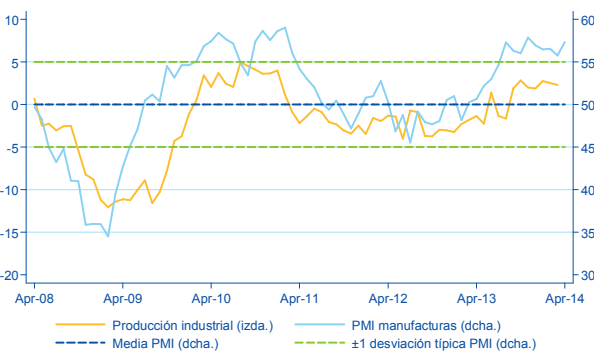
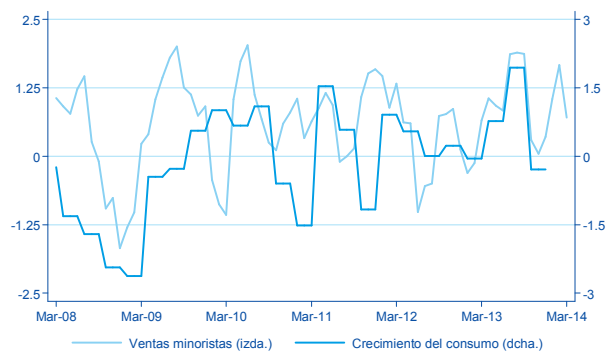


Gráfico 6
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuente: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: continúan las dudas sobre el mayor protagonismo de las exportaciones

La contribución de las exportaciones netas podría haberse desvanecido en el primer trimestre de 2014 (tras 1pp den 4T13).

Gráfico 7

Balanza comercial (% del PIB)*

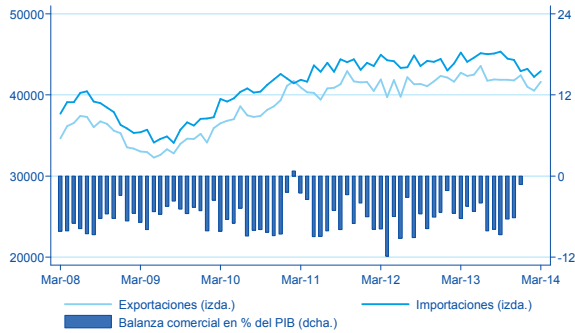
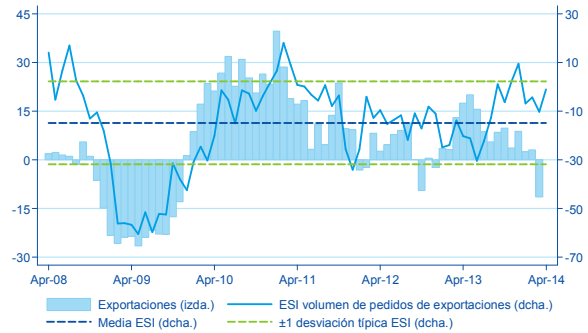


Gráfico 8

Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: continúa mejorando, apoyado en el fuerte crecimiento de los autónomos

A pesar del moderado avance de la productividad, el crecimiento de los salarios fue moderado y los costes laborales continúan contenidos. Ausencia de presiones inflacionistas.

Gráfico 9

Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

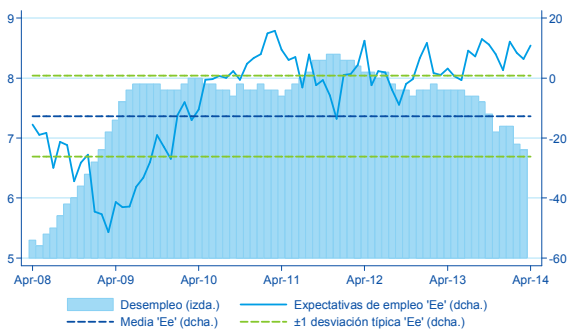
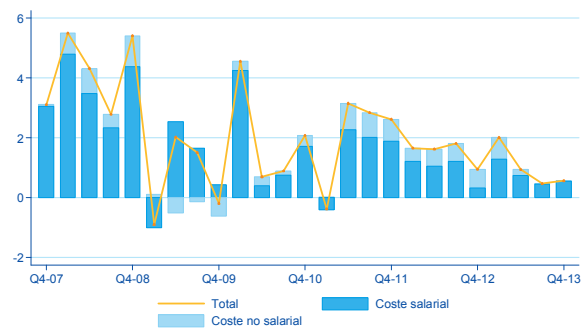


Gráfico 10

Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: la inflación se mantendrá fluctuando algo por debajo del 2%

Moderación de la inflación en 1T14, por la evolución de los precios de productos energéticos y alimentos. La fortaleza de la libra, el menor precio de materias primas y la falta de inflación en salarios sugieren que la inflación fluctuará algo por debajo del 2% en el horizonte de previsión.

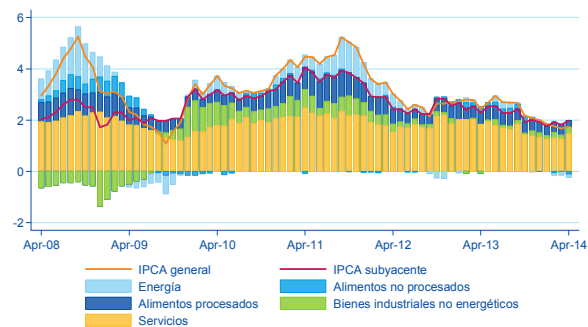
Gráfico 11

Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*



Gráfico 12

Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.