

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Reino Unido: moderación del crecimiento y BoE más proclive a retrasar la subida de tipos

Unidad de Europa

Durante los últimos meses, los factores domésticos que subyacen a la evolución de la economía se han comportado en línea con lo esperado (mayor empleo, mantenimiento de la confianza, compromiso de una política monetaria acomodaticia y prácticamente el mismo ajuste fiscal), pero se han debilitado algunos factores externos, lo que hace que revisemos marginalmente a la baja el crecimiento y la inflación en el corto plazo. Los riesgos siguen siendo bajistas, mientras que las presiones domésticas sobre los precios son débiles, por lo que el Banco de Inglaterra (BoE) se ha mostrado más proclive en los últimos meses a retrasar la primera subida de tipos, que prevemos ahora en 2T16

Moderación del crecimiento en 3T15, como se esperaba, lastrado por las exportaciones netas pero sustentado en la fortaleza de la demanda interna...

El crecimiento del PIB se moderó en 3T15 en dos décimas, hasta el 0,5% t/t, lastrado por la fuerte contribución negativa de las exportaciones netas (-1,5pp) y confirmando que la sorpresa positiva de las mismas el trimestre anterior (+1,4pp) fue transitoria y difícilmente sostenible. Las ventas al exterior volvieron a moderarse en 3T15, resintiéndose de la desaceleración de las economías emergentes y todavía afectadas por la fortaleza de la libra, mientras que las importaciones se aceleraron ligadas en parte al aumento de los inventarios (+1pp tras -1,6pp en 2T15). Descontando esta volatilidad trimestral, las exportaciones netas habrían drenado algo de crecimiento en lo que va de año. Por su parte, **la demanda interna excluyendo los inventarios aportó alrededor de 1pp al crecimiento en 3T15, igual que durante la primera mitad del año** y algo por encima de los 0,7pp que en promedio viene contribuyendo desde 2013 (Gráfico 1). Por componentes, el consumo privado continuó fuerte a pesar de moderarse algo (0,7% t/t tras 0,9% en 2T15), la inversión continuó fluctuando alrededor del 1,3% t/t, mientras que el consumo público aumentó algo más de lo esperado (1,3% t/t desde el 0,4% de 2T15).

Los **datos disponibles para 4T15 se limitan básicamente a las encuestas de confianza y muestran señales mixtas** (Gráficos 3 y 4). Por un lado, los indicadores de la Comisión Europea disminuyeron nuevamente en noviembre por tercer mes consecutivo, como resultado de la fuerte caída de las expectativas del sector industrial, mientras que mejoró la confianza de los consumidores y en el sector servicios, y se mantiene en niveles por encima de sus medias históricas. Por otro lado, los PMIs aumentaron en octubre y recuperaron en parte la caída registrada en septiembre, por la mejora tanto en servicios como, sobre todo, en manufacturas, por lo que se mantienen en niveles similares a los observados en 3T15. Estos datos están en línea con nuestro escenario de que **la economía podría continuar avanzando a un ritmo relativamente estable en 4T15 (alrededor del 0,5% t/t)** apoyada en la fortaleza de la demanda doméstica, por lo que se afianzarían estos ritmos de crecimiento trimestrales más moderados respecto a los observados en los dos años previos (entre 0,7% y 0,9%) (Gráfico 2).

... con ciertos signos de agotamiento en el mercado de trabajo, caída de la productividad y aumento sostenido de los salarios, aunque sin acelerarse

A pesar de la favorable evolución del mercado de trabajo, continúan observándose ciertos signos de agotamiento en 3T15 con el **estancamiento de la contratación de asalariados a tiempo completo por segundo trimestre consecutivo** (tras crecer alrededor del 0,4% t/t en promedio desde 2014) **y la tasa de actividad (16-64 años) alcanzando máximos** en la serie disponible desde los años 70s (78%,

alrededor de +1,5pp desde 2010). Así, el crecimiento del empleo (0,6% t/t tras estancarse en 2T15) respondió a la **fuerte contratación de empleados por cuenta ajena a tiempo parcial** (0,4pp) y **podría explicar en parte la estabilización del aumento de los salarios en septiembre** (3% 3m/a) **así como la ligera caída de la productividad** (-0,1% t/t; 0,9% a/a desde el 1,3% de 2T15). Dada la incertidumbre sobre la medición de la capacidad ociosa de la economía (que el BoE sigue estimando en el 0,5% del PIB para ir desapareciendo en el horizonte de previsión), **la evolución de los salarios se ha convertido en una variable clave para determinar la política monetaria en los próximos meses**. Los datos anteriores, junto con las encuestas que reflejan que las empresas tienen dificultades para contratar nuevos trabajadores, podrían apoyar el ala más dura del Comité de Política Monetaria (MPC), que los interpreta como un aumento de las presiones inflacionistas derivadas de la continua absorción de la capacidad ociosa de la economía sin ir acompañada de un aumento de la productividad (Gráficos 9 y 10). No obstante, la volatilidad de estos datos nos hace pensar que todavía una amplia mayoría de los miembros del MPC continuará mostrándose cauta. Por un lado, es necesario que se materialice un mayor crecimiento de los salarios en los próximos meses y se despejen las dudas del posible impacto de la caída de las expectativas de inflación en los procesos de negociación salarial. Por otro, ya que el aumento de la inversión podría terminar empujando la productividad, el ritmo de crecimiento de los costes laborales sigue sin ser consistente con el objetivo de inflación del BoE.

La inflación continuó fluctuando en torno al 0% a/a, y seguirá condicionada por los precios de las materias primas y la fortaleza de la libra

La inflación ha estado fluctuando alrededor del 0% a/a en lo que va de año **debido fundamentalmente a la estabilización en la caída de los precios de los productos energéticos y de los alimentos**. Por su parte, **la inflación subyacente también se ha mantenido relativamente estable, alrededor del 0,8% a/a**, con los precios de los servicios aumentando a un ritmo de alrededor del 2,3% a/a, mientras que la caída de los precios de los bienes industriales no energéticos parece haber empezado a moderarse en octubre (Gráficos 11 y 12).

Para los próximos meses, **nuestras previsiones apuntan a que la inflación podría aumentar hasta alrededor del 1% a/a durante 1T16** como consecuencia del efecto base de los precios de la energía y de los alimentos, para mantenerse fluctuando alrededor del 1,2% a/a en la parte central del año y aumentar gradualmente a finales de 2016 hasta tasas algo por debajo del 2% en 2017. Como resultado, **mantenemos la previsión de que la inflación media anual se situará en 2015 en el 0,1%, pero revisamos a la baja en 0,2pp hasta el 1,3% la de 2016** debido a los menores precios de las materias primas así como la fortaleza de la libra. Los riesgos continúan sesgados a la baja.

Y en esta dirección apuntan también la previsiones del **Inflation Report (IR) de noviembre**. Según el informe, los bajos precios de las materias primas y la fortaleza de la libra podrían explicar alrededor de las 4/5 partes de la desviación de la inflación respecto al objetivo del 2%. Unos precios del petróleo 14% más bajos que los incluidos en el IR de agosto y una libra algo más apreciada se reflejaron en la **revisión a la baja de las previsiones de inflación** entre dos y tres décimas para este año y el que viene (0,1% a/a en 4T15, 1,2% en 4T16), pero con cambios menores (alrededor de una décima) para 2017 (2% en 4T17). A pesar de ello, **continúan esperando que se alcance el objetivo de inflación a finales de 2017**. No obstante, el MPC se ha mostrado un poco **más preocupado que antes, ya que los bajos precios de las materias primas durante un periodo prolongado** (ahora quizá más, ligado a la desaceleración de las economías emergentes) **y la mayor persistencia de la inflación claramente por debajo del objetivo podrían afectar al anclaje de las expectativas**, sobre todo teniendo en cuenta que las presiones por el lado doméstico también han sido algo más débiles de lo anticipado en su informe de hace tres meses.

Previsiones para 2015-16: Crecimiento más moderado por la desaparición de los estímulos, con un menor apoyo de la demanda interna

En general, **mantenemos nuestro escenario de crecimiento de los últimos seis meses, que ya contemplaba una moderación en el ritmo de avance de la economía en el tercer trimestre del año, para crecer a tasas relativamente estables y todavía robustas del alrededor del 0,5%-0,6% t/t en el horizonte de previsión**, algo por encima de nuestra estimación del crecimiento potencial de alrededor del 1,7% anual. Este escenario de crecimiento es y era algo menos optimista que el presentado por el BoE y el consenso de analistas. Las revisiones de datos de contabilidad nacional mostraron unos fundamentales domésticos algo menos robustos de lo que parecían antes -revisión a la baja de la renta disponible de los hogares, apuntando a la mayor dependencia en la reducción de la tasa de ahorro, mientras que el rebote de la inversión habría sido algo menor de lo inicialmente estimado-, más en línea con nuestra visión de que el ritmo de avance de los dos últimos años no era sostenible. Por otra parte, **el deterioro de la demanda global nos lleva a reducir marginalmente en 0,1pp nuestras previsiones tanto para 2015 como para 2016**. De esta manera, el crecimiento medio anual este año se moderaría en 0,5pp hasta el 2,4% y avanzaría un 2,2% el año que viene.

La evolución prevista por componentes sigue apuntando a una aceleración de la inversión y el comercio exterior en 2016. La aceleración del consumo privado en 2015 hasta una tasa prevista del 2,9% (2,6% en 2014) **continúa siendo la principal fuente de crecimiento, si bien prevemos que se modere a lo largo de 2016** (2,3%) como consecuencia del agotamiento en la mejora del mercado de trabajo y el aumento de la inflación, mientras que el proceso de consolidación fiscal unido al aumento de la incertidumbre sugieren que los agentes económicos no reducirán mucho más la tasa de ahorro.

Por otro lado, **la moderación del crecimiento de la inversión está siendo el principal factor detrás del menor crecimiento del PIB proyectado para este año**, sobre todo porque ya alcanzó los niveles pre-crisis a finales de 2014 y el ratio de inversión sobre PIB está convergiendo a la media histórica, mientras que la desaceleración de las economías emergentes y quizás la incertidumbre en torno al referéndum de salida de la UE también pueden estar pesando en la toma de estas decisiones. **Con todo, esperamos que la inversión crezca a ritmos relativamente robustos en el horizonte de previsión** (4% en 2015 y 5,1% en 2016, tras el 7,5% en 2014) apoyada por las expectativas de bajos tipos de interés por un periodo prolongado de tiempo, la reducción de los costes energéticos así como un mejor acceso a la financiación por parte de las empresas.

También pesa sobre la moderación de la actividad el proceso de **consolidación de las cuentas públicas en marcha que comenzó este año**. En el *Autumn Statement* de noviembre el gobierno mostró su compromiso para alcanzar un pequeño superávit al final de su mandato, a pesar de dar marcha atrás a los recortes del crédito fiscal anunciado en julio (GBP 12 mil millones), y que se compensan en parte por la mejora cíclica de la economía y los menores pagos de intereses. Con todo ello, el gobierno sigue esperando un **ajuste fiscal de alrededor de 1pp del PIB este año y de 1,3pp el año que viene** (frente al 1,5pp anunciado en julio), reduciéndose gradualmente hasta 2020 para promediar un ajuste anual de alrededor de 0,8pp del PIB por año. Ahora se espera una menor reducción del gasto en inversión pública en 2015 y 2016 hasta el 1,8% del PIB (desde el 2% de 2014) en vez del 1,5% presupuestado en julio. Por lo tanto, las necesidades de financiación del sector público se reducirían hasta el 3,9% del PIB en 2015-16, desde el 5,2% en 2014-15, y hasta el 2,4% en 2016-17.

Finalmente, tanto el aumento de las exportaciones como las importaciones ha sido moderado en 2015, con una contribución de **las exportaciones netas prácticamente nula en el conjunto del año. Para 2016 esperamos una aceleración de ambos componentes, pero con una contribución negativa** (algo menos de -0,5pp) ya que las compras del exterior deberían aumentar a un mayor ritmo para satisfacer la demanda doméstica.

Los **riesgos internos sobre el escenario continúan sesgados a la baja** y provienen principalmente de la incertidumbre sobre los resultados del **referéndum para permanecer o no en la Unión Europea, aún con fecha incierta**. La carta del primer ministro al Consejo Europeo con los temas que el Reino Unido quiere tratar para apoyar la permanencia en la UE despejó algunas dudas. Si bien en algunos de ellos (protección del mercado único, aumentar la competitividad y mantener al Reino Unido fuera de los procesos de una mayor integración) creemos que podría alcanzarse un acuerdo con relativa facilidad, las demandas sobre inmigración parecen más complicadas, dada la crisis actual de refugiados a nivel europeo. Esto, unido a las elecciones escocesas en mayo del año que viene, hace más probable que el referéndum se lleve a cabo en 2017. **Desde el exterior**, continúa la incertidumbre sobre las **tensiones geopolíticas así como la desaceleración de las economías emergentes**.

En este escenario, esperamos que el BoE retrase la normalización de la política monetaria hasta el segundo trimestre de 2016

El empeoramiento del entorno externo (principalmente China y economías emergentes) durante el verano, el mayor peso del posible impacto negativo de un escenario de riesgo global también por parte de otros bancos centrales (el retraso de la Fed en la normalización de su política en septiembre, sobre todo, y el anuncio de más medidas por parte del BCE en diciembre), unido a unas presiones domésticas sobre los precios menores de lo que proyectaba el BoE llevó a los miembros del MPC a mostrar una **postura más cauta desde agosto y, especialmente, en octubre y noviembre**.

Una de los principales cambios es que se muestran **más preocupados por los efectos de la persistencia de la inflación claramente por debajo del objetivo del 2%** sobre las expectativas de precios y, por ende, en los salarios. Esto contrasta con el mensaje más optimista que transmitían a mediados de año sobre el impacto positivo que tendría la caída de los precios de las materias primas sobre la economía, y que refleja el cambio en la evaluación del contexto externo y de los riesgos.

Además de que las presiones de la demanda interna han sido menores de lo que anticipaban, los miembros del MPC se muestran ahora **más confiados en la eficacia de la política monetaria** para controlar la inflación (menor desfase entre cambios en tipos e inflación), por lo que los miembros más cautos preferirán esperar más tiempo hasta tener evidencia clara para llevar a cabo la primera subida de tipos, dando también pie a un aumento posterior muy gradual.

La pieza de información más relevante de las minutas y del IR de noviembre es que los miembros del MPC se encuentran **cómodos con que los mercados ahora descuenten la primera subida a finales del año que viene** (dos trimestres más tarde que lo que esperaban en agosto) y una normalización de tipos más gradual. Incorporando esta nueva senda en sus proyecciones, ven más margen para cumplir con el objetivo incluso ante una mayor desaceleración de las economías emergentes.

Los datos conocidos después de la reunión de noviembre están en general en línea con la visión del BoE, si bien los aumentos de los costes salariales y la reducción de la productividad podrían hacer aparecer algún voto más a favor de subidas inmediatas en los próximos meses. No obstante, el tono de cautela es probable que se mantenga y la decisión continuará condicionada a lo que hagan otros bancos centrales, especialmente la Fed. Asumiendo que el proceso de normalización en EE.UU. comienza este mes, creemos que **es bastante probable que el BoE empiece a subir los tipos en 2T16** (un trimestre más tarde de lo que esperábamos en nuestro informe de agosto), **si bien la incertidumbre asociada al referéndum junto con las elecciones escocesas en mayo y la mayor confianza en la eficacia la política monetaria, podrían llevar a retrasar esta subida a la segunda mitad del año**.

Tabla 1

Reino Unido: previsiones macroeconómica
(Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

Tasa a/a	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIB	1,5	2,0	1,2	2,2	2,9	2,4	2,2
Consumo privado	0,0	0,1	1,8	1,9	2,6	2,9	2,3
Consumo público	0,2	0,1	1,8	0,5	1,9	1,6	0,2
Formación bruta de capital fijo	5,0	2,0	1,5	2,6	7,5	4,0	5,1
Inventarios ¹	1,4	-0,6	0,5	0,9	0,0	-0,5	0,1
Demanda Interna¹	2,4	0,4	1,9	2,7	3,3	2,3	2,5
Exportaciones	5,8	5,8	0,7	1,2	1,8	1,7	3,1
Importaciones	8,3	0,6	2,9	2,8	2,8	1,3	3,6
Exportaciones netas¹	-0,9	1,5	-0,7	-0,5	-0,4	0,1	-0,3
Inflación	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,1	1,3
Empleo ²	0,2	0,5	1,1	1,2	2,3	1,7	1,0
Tasa desempleo ² (% Pob. Activa)	7,8	8,1	7,9	7,6	6,1	5,4	5,4
Saldo Público ² (% PIB)	-9,7	-7,7	-8,3	-5,7	-5,7	-4,4	-3,0
Deuda Pública ² (% PIB)	76,6	81,8	85,3	86,2	88,2	88,3	88,0
Saldo cuenta corriente ² (% PIB)	-2,8	-1,7	-3,3	-4,5	-5,1	-4,3	-3,9

1 Contribuciones al crecimiento

2 Previsiones Otoño 2015 Comisión Europea

Fecha cierre de previsiones: 10 de noviembre de 2015

Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

Reino Unido

Contabilidad nacional: moderación del crecimiento en 2S15

El crecimiento del PIB se moderó en 0,2pp hasta el 0,5% t/t en 3T15, como se esperaba, lastrado por las exportaciones netas y soportado por la robustez de la demanda doméstica. Para 4T15, esperamos que se mantenga el crecimiento alrededor del 0,5% t/t

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

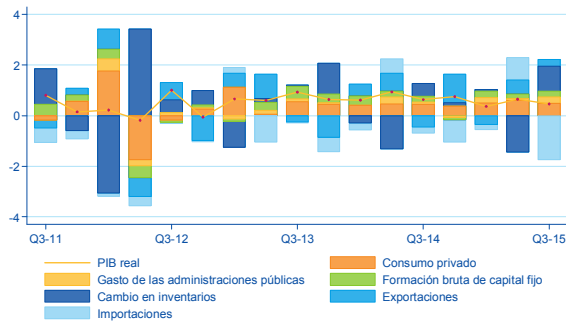
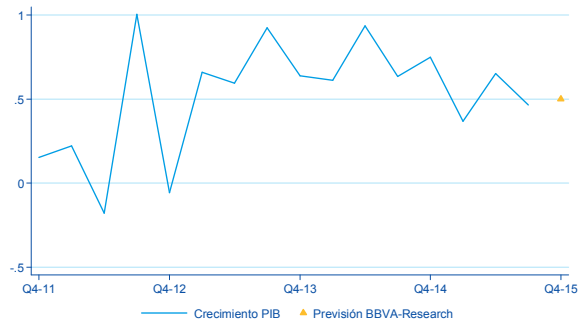


Gráfico 2
Crecimiento PIB (% t/t) y prevision*



Confianza: se reduce, pero por encima de la media histórica

Señales mixtas. Progresivo deterioro de los indicadores de confianza de la CE durante los últimos meses, mientras que los PMIs son algo más optimistas. No obstante, ambos apuntan a un crecimiento algo por encima del promedio histórico apoyado en la demanda doméstica

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

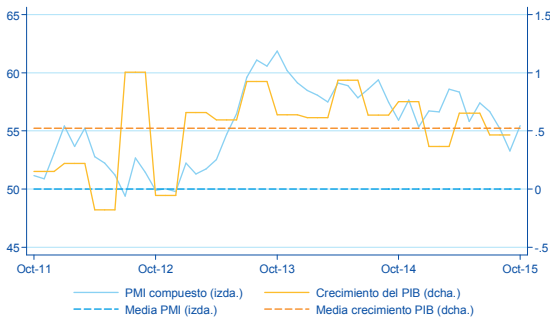
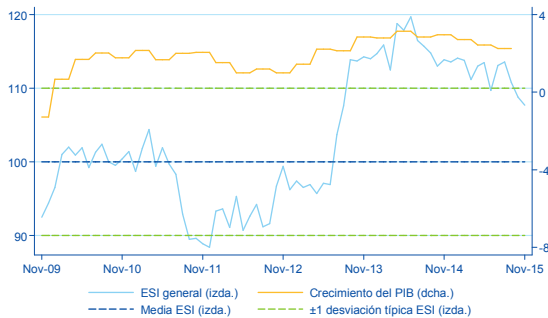


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) **



Actividad: consumo e inversión más moderados

La producción industrial se estancó en 3T15, con la de bienes intermedios y capitales sin mostrar señales claras de recuperación. Las ventas al por menor en octubre se redujeron tras el buen comportamiento de 2T15.

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

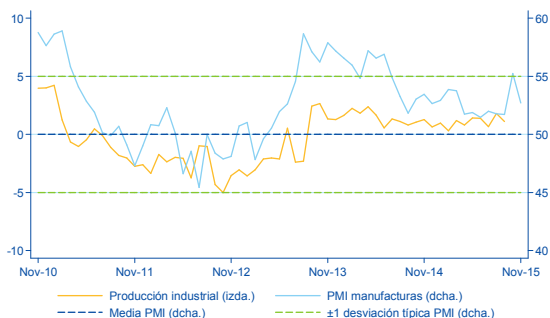
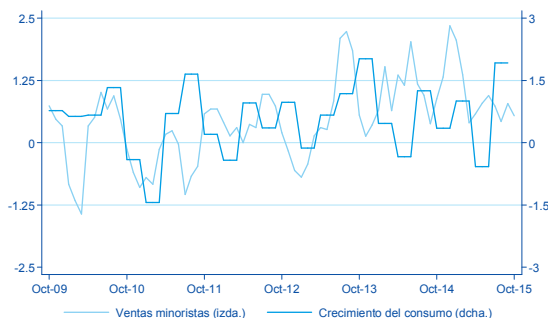


Gráfico 6
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Sector exterior: moderación de las exportaciones y mayor dinamismo de las importaciones

Las exportaciones continuarán acusando la apreciación de la libra y la desaceleración de las economías emergentes, avanzando a menor ritmo que las importaciones y drenando algo de crecimiento.

Gráfico 7
Balanza comercial (% del PIB)*

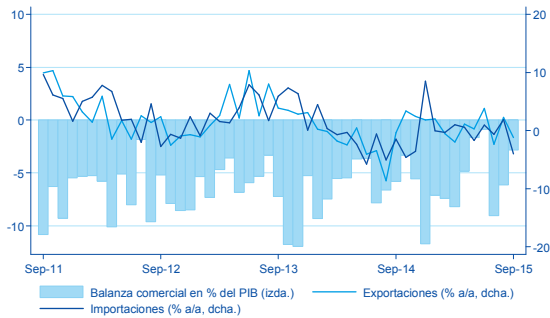
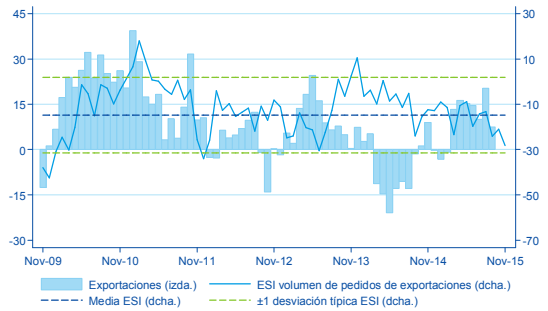


Gráfico 8
Crec. de las exportaciones (% a/a) y volumen de pedidos de exportación*



Mercado de trabajo: aumenta el empleo, cae la productividad y se contienen los salarios

Continúan observándose ciertos signos de agotamiento en el mercado de trabajo en 3T15, conteniéndose el aumento de los salarios.

Gráfico 9
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*

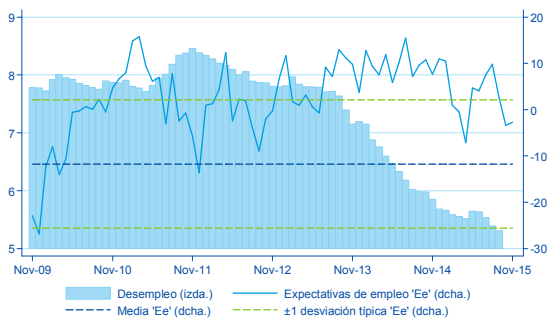
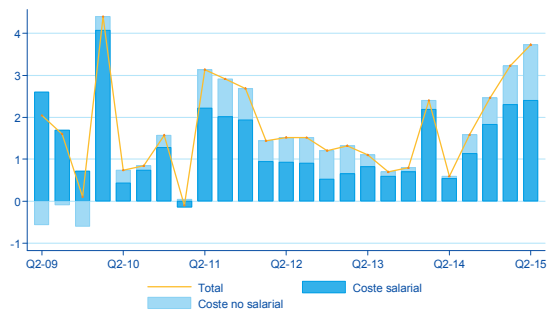


Gráfico 10
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: inflación por debajo del objetivo hasta 2017

Nuestras previsiones apuntan a que la inflación podría aumentar hasta alrededor del 1% a/a durante 1T16 como consecuencia del efecto base de los precios de la energía y de los alimentos, pero continuará claramente por debajo del objetivo de inflación en 2016.

Gráfico 11
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)*

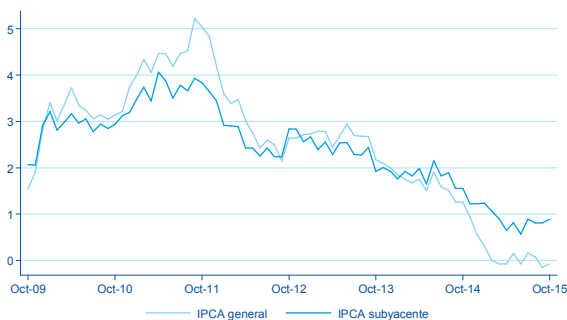
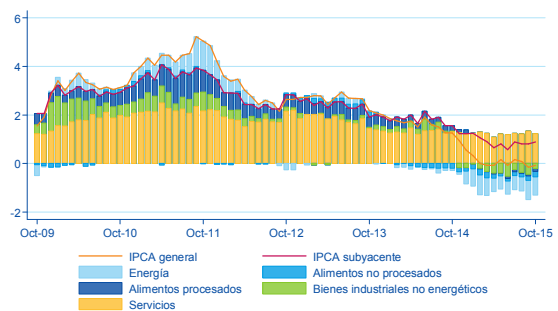


Gráfico 12
Inflación por componentes (contribución en %)*



* Fuente: Haver Analytics 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.