

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# La ligera recesión tras el *brex* promoverá políticas más acomodaticias

Agustín García-Serrador y Miguel Jiménez

La moderación de las tensiones financieras tras el *brex* es positiva, pero la elevada incertidumbre sobre el proceso de salida y el fuerte deterioro de la confianza causarán probablemente una ligera recesión en la segunda mitad del año, lo que llevará al BoE a relajar la política monetaria en agosto y a la autoridad fiscal a retrasar el equilibrio de las cuentas públicas. De este modo, revisamos a la baja el crecimiento del PIB en -0,3pp en 2016 y -1,5pp en 2017 hasta el 1,5% y el 0,4%, respectivamente, principalmente por una previsible caída de la inversión y una moderación sustancial del consumo privado, que no se verá compensado por el efecto positivo de la depreciación de la libra sobre las exportaciones netas y el gradual ajuste del déficit por cuenta corriente.

Crecimiento robusto en 1S16, algo mejor de lo que esperábamos antes del *brex*...

La estimación preliminar del PIB reveló que éste creció un **0,6% t/t en 2T16**, una décima más de lo esperado y dos décimas más que en el trimestre anterior, **apoyado en la fortaleza del sector servicios, pero sobre todo en el rebote del sector industrial**, que podría haberse beneficiado en parte por la mejora de la demanda global y de una libra mucho más débil (alrededor de un 10% más baja en términos efectivos en el primer semestre). Aunque no se conocen los resultados detallados por el lado de la demanda, **los datos de actividad disponibles apuntan a que el consumo privado, principalmente, habría sustentado nuevamente el crecimiento, pero también la inversión**, mientras que las exportaciones netas podrían haber dejado de pesar sobre el crecimiento trimestral del PIB. **No obstante, los datos mensuales de actividad también apuntan a un escenario menos optimista que el que sugiere el dato trimestral**, ya que la mejora se observó principalmente en el mes de abril, mientras que ya **mostraron una peor evolución en mayo** (producción industrial) **y en junio** (ventas al por menor).

... que ha desplomado la confianza en julio y apunta a una ligera recesión ya en 3T16

Tras la sorpresa del resultado del referéndum, **el fuerte aumento de las tensiones financieras se ha moderado** (con los índices de bolsa volviendo a los niveles previos al referéndum y la depreciación de la libra contenida en un 9% frente al dólar), en parte gracias a las medidas de emergencia adoptadas por el Banco de Inglaterra (BoE) y otros bancos centrales, **y no parece que vaya a convertirse en un evento disruptivo en el corto plazo. No obstante, la incertidumbre sobre la gestión del proceso de salida sigue siendo elevada y se espera un camino complicado para los próximos trimestres, que pesará sobre el crecimiento económico tanto a corto** (retrasando las decisiones de consumo e inversión, así como las de contratación) **como largo plazo**<sup>1</sup>.

Aunque los datos son muy limitados después del *brex*, **los primeros indicadores**, como la **fuerte caída de la confianza en julio** hasta los mínimos de los últimos tres años, **ya apuntan a un impacto significativo en el corto plazo. El PMI compuesto disminuyó casi cinco puntos hasta los 47,7 puntos y entró en terreno de contracción económica**, lastrado sobre todo por el sector servicios, mientras que la caída fue algo más moderada en el manufacturero, probablemente apoyado por la fuerte depreciación de la libra. En cualquier caso, todavía es pronto para extraer conclusiones claras sobre el tamaño del impacto del referéndum, si bien parece que se está lejos del episodio vivido en 2008-2009,

<sup>1</sup> Véase [documento](#) y [presentación](#) de "Las consecuencias económica del Brexit"

aunque puede que sea algo más que intenso y persistente que el episodio de finales de 2012, cuando se registró algún trimestre de crecimiento negativo (de alrededor de -0,1% t/t).

Tras la dimisión de David Cameron, la elección de Theresa May como primera ministra ha sido rápida, en parte como reacción a un rápido deterioro del clima político. La primera ministra se ha comprometido a ejecutar el resultado del referéndum, y ha alcanzado un acuerdo con otros líderes europeos para retrasar la petición formal de salida de la UE (invocación del Art. 50) hasta no antes final de año.

El debate principal ahora se centra en si el Reino Unido buscará una salida “suave” de la UE (para mantener el acceso al mercado único y el pasaporte bancario), o por el contrario más radical, como parecen defender varios de miembros del nuevo gobierno, lo que permitiría negociar libremente los acuerdos comerciales y a su vez recuperar soberanía, principalmente en inmigración. Mientras tanto, la UE se mantiene firme la posición de que el acceso al mercado único deberá estar acompañado del resto de pilares de la unión (incluyendo la libertad de movimiento de personas) a la vez que se continúa presionando para que el proceso no se dilate en el tiempo más allá de principios del año que viene. Así, **lo que parece más probable en este momento es que el proceso de negociaciones se iniciará formalmente a principios de 2017 y el *brexít* podría tener lugar en la primera mitad de 2019 si se llega a un acuerdo rápido.** Una posibilidad muy citada en el debate es optar por una salida provisional hacia un área económica europea (muy cercana la UE), para negociar con más tiempo una opción más independiente (acuerdo bilateral o unión aduanera).

### El BoE se inclina a adoptar más medidas de relajación, y el Tesoro pospondrá el equilibrio de las cuentas públicas

Hasta ahora las medidas del BoE se han centrado en mantener la estabilidad financiera y asegurar la liquidez de la economía (provisiones de liquidez y reversión de los requerimientos de capital) para reducir la probabilidad de que el *brexít* se convirtiera en un evento disruptivo. En julio, mantuvo la política monetaria sin cambios a la espera de tener los primeros datos tras el referéndum, así como una mejor valoración del impacto económico, si bien es cierto que las actas de la reunión sugieren que la mayoría de los miembros del consejo parecen proclives a adoptar medidas ya en agosto. **Confirmado el fuerte deterioro de la confianza y una posible caída del PIB ya en este trimestre, el BoE podría bajar el tipo de interés de referencia, probablemente en 25pb, hasta el 0,25%.** Además, de la discusión mantenida en la pasada reunión no se puede descartar que anuncien un paquete de medidas, que podría incluir **algún tipo de financiación específica para el crédito a empresas** (*Targeted Funding-for-Lending Scheme*) **o aumentar la compra de activos entre 100 y 150 mil millones de libras** (GBP375bn el actual). No obstante, **dado que las tensiones financieras parecen contenidas, el BoE podría actuar de una manera más gradual**, monitorizando el funcionamiento de los mercados y el desempeño económico para implementar aquellas medidas que aseguren el funcionamiento de los canales de transmisión de su política, por lo que podría dejar para más adelante la ampliación del QE o plantearse algunas medidas alternativas como la relajación de requisitos macroprudenciales, la financiación específica para otros agentes (como algunos hogares) o más liquidez más allá de septiembre y a más largo plazo. Nuestro escenario contempla un tipo de interés en el 0,25% en el horizonte de previsión, y la extensión del QE a lo largo de este año si se intensifica la recesión.

**Respecto a la política fiscal**, el nuevo secretario del Tesoro ya ha adelantado que no se alcanzará el objetivo de equilibrio presupuestario en el año fiscal 2019/20 y que, en todo caso, el ajuste será más lento que el considerado antes (alrededor de 1% del PIB por año). Aunque no será hasta octubre/noviembre cuando se discuta el presupuesto y las posibles medidas que se pudieran tomar, lo que parece seguro es que **no se tomarán medidas adicionales para compensar el deterioro cíclico del presupuesto, dejando actuar los estabilizadores automáticos para que ayuden a mitigar la caída de la actividad.**

Con todo el déficit este año y el que viene podría estar alrededor 0,3pp y 1pp por encima de las cifras oficiales en marzo (2,9% del PIB y 1,9% del PIB, respectivamente).

**Previsiones para 2016-17: fuerte caída de la inversión y moderación del consumo privado, que no se verá compensado por la mayor contribución de las exportaciones netas**

**El proceso del *brexit* tendrá un impacto significativamente negativo sobre la actividad económica** en el horizonte de previsión, sobre todo a través de la alta incertidumbre asociada al proceso de salida y de la caída de la confianza de los agentes económicos, tanto nacionales como extranjeros, y a pesar de que el Reino Unido todavía continuará siendo miembro de la UE durante al menos dos años. De esta manera, la recuperación relativamente estable y robusta que preveíamos hace tres meses (ligeramente por debajo del 2% este año y el que viene, tras haber perdido algo de fuelle ante una retirada gradual de los estímulos tanto de política fiscal como monetaria) se torna ahora en una ligera recesión en la segunda mitad del año y un endeble crecimiento a lo largo del año que viene, lo que **resulta en una revisión a la baja de la previsión del crecimiento del PIB de alrededor de 0,3pp hasta el 1,5% en 2016 y de 1,5pp hasta el 0,4% en 2017.**

**La elevada incertidumbre sobre el proceso de salida y las expectativas de un crecimiento mucho menor frenará en seco la inversión en los próximos trimestres**, por lo que ahora esperamos que se contraiga un **-0,5% en el conjunto de 2016**, tras haber crecido alrededor de un 4% anual en promedio desde la salida de la crisis de 2008-09, **y que caiga fuertemente hasta el -2,5% en 2017.** La menor inversión se reflejará en el **deterioro del mercado de trabajo, de manera que ahora prevemos que el ritmo de creación de empleo este año se reduzca** prácticamente a la mitad, **hasta el 0,9% desde el 1,8% en 2015, y prácticamente se paralice en 2017**, lo que redundará también en un **aumento de la tasa de paro hasta el 5,6%** el año que viene.

El empeoramiento del mercado de trabajo, **junto con el mayor aumento de la inflación** esperado ahora para 2017 (+0,6pp hasta el 2,2%, derivado del aumento de los precios de las importaciones por la depreciación de la libra), **afectará a la renta disponible de los hogares**, mientras que el aumento de la incertidumbre podría hacer aumentar una tasa de ahorro en niveles muy bajos (5,9%). Por ello, tras el fuerte crecimiento del **consumo privado** en la primera mitad del año, ahora prevemos que **se desaceleré fuertemente a partir de este trimestre para registrar un avance anual del 2,3% en el conjunto de 2016 y del 0,5% en 2017.**

En cuanto al consumo público, continuamos esperando un crecimiento del 1,1% este año y del 0,4% en 2017 ya que, si no se materializa una recesión mucho más fuerte en esta segunda mitad del año, en principio no esperamos el anuncio de grandes estímulos fiscales, más allá de no esterilizar el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Como resultado de todo lo anterior, **la contribución de la demanda doméstica se reducirá hasta los 1,5pp en 2016 y será nula en 2017.**

**Solo la fuerte depreciación de la libra** (alrededor de un 13% frente al dólar previsto para 2016 y otro 3% en 2017) **ayudará a mitigar en parte los efectos anteriores**, aunque también se verá limitado por el contexto de moderado crecimiento global. En cualquier caso, estimamos que las exportaciones aumenten un 3,4% este año y se aceleren hasta el 4,3% en 2017, mientras que se moderará el ritmo de avance de las importaciones desde el 3,3% en 2016 hasta el 2,5% el año que viene. Como resultado, **la contribución negativa de las exportaciones netas se reducirá hasta los -0,1pp** (tras restar en promedio alrededor de -0,6pp al año desde 2012) **y aportará alrededor de 0,5pp al crecimiento del PIB en 2017. Y esta evolución del intercambio con el exterior debería ayudar a que se vaya corrigiendo el elevado déficit por cuenta corriente ya este año** en alrededor de 0,3pp del PIB **hasta el -5,1% y hasta el -4,3% del PIB en 2017.** No obstante, la fuerte incertidumbre que rodea al *brexit* hace muy difícil

predecir los movimientos de capitales, por lo que en cualquier caso la elevada necesidad de financiación de la economía continúa siendo un riesgo claro en el medio plazo.

Tabla 1

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

Tasa a/a	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>PIB</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>
Consumo privado	-0,5	1,7	1,6	2,2	2,5	2,3	0,5
Consumo público	0,2	1,7	0,3	2,3	1,4	1,1	0,4
Formación bruta de capital fijo	1,9	2,3	3,2	6,7	3,3	-0,5	-2,5
Inventarios <sup>1</sup>	-0,6	0,4	0,6	0,5	0,2	0,0	-0,1
<b>Demanda Interna<sup>1</sup></b>	<b>0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0</b>
Exportaciones	5,8	0,6	1,1	1,5	4,8	3,4	4,3
Importaciones	0,8	2,9	3,4	2,5	5,8	3,3	2,5
<b>Exportaciones netas<sup>1</sup></b>	<b>1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>
<b>Inflación</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>
Empleo	0,5	1,1	1,2	2,4	1,8	0,9	0,0
Tasa desempleo (% Pob. Activa)	8,1	8,0	7,6	6,2	5,4	5,1	5,6
Saldo Público (% PIB)	-7,7	-8,3	-5,6	-5,6	-4,4	-3,7	-3,4
Deuda Pública (% PIB)	81,8	85,3	86,2	88,2	89,2	88,8	89,9
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-3,7	-4,4	-4,7	-5,4	-5,1	-4,3

<sup>1</sup> Contribuciones al crecimiento

Fecha cierre de previsiones: 25 de julio de 2016

Fuente: Comisión Europea y BBVA Research

## Reino Unido

### Contabilidad nacional: crecimiento algo mayor del esperado en 2T16 (0,6% t/t), ligera recesión ya en 3T16

Según los datos provisionales, la aceleración del crecimiento se debe al rebote de la industria (2,1% t/t; 1T16: -0,2% t/t) que contribuye +0,3pp a la expansión económica (1T16: -0,03pp) y el crecimiento de los servicios (0,5% t/t; 1T16: 0,6% t/t) que contribuyen +0,4pp (1T16: +0,55pp), compensado en parte por la nueva caída de la construcción (-0,4% t/t 1T16: -0,3%t/t) que lastró 0,03pp al crecimiento. Para 3T16, preveemos que el PIB podría contraerse alrededor de un -0,1% t/t.

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

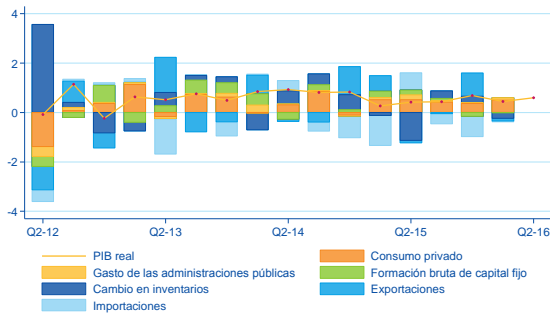
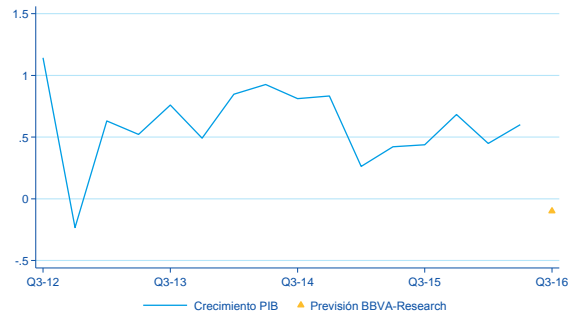


Gráfico 2  
**Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión BBVA \***



### Confianza: fuerte caída de la confianza en julio

El PMI compuesto entró en territorio de contracción en julio (47,7 tras 53,4), registrando la mayor disminución del PMI desde 2009, debido a la reducción tanto del sector servicios (47.4 tras 52.3) como del manufacturero (49.1 tras 52.1). Disminuyen tanto la producción como los nuevos pedidos en ambos sectores, si bien aumentan los externos animados por el desplome de la libra.

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

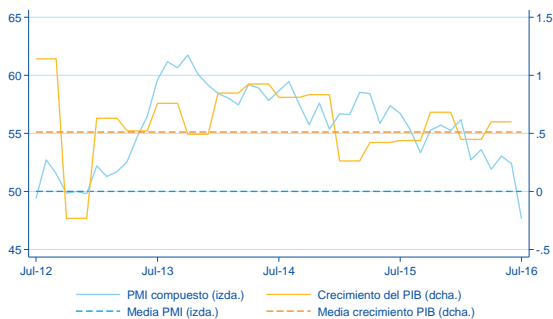
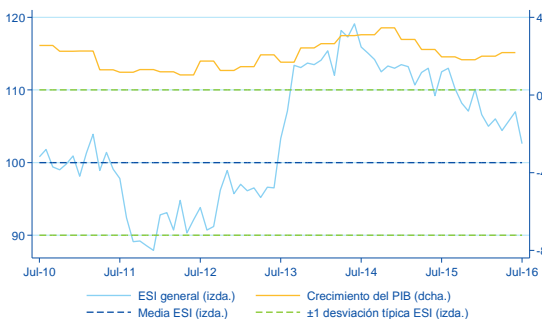


Gráfico 4  
**Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) \*\***



### Actividad: cae la producción industrial en mayo y las ventas minoristas en junio

En mayo, la producción industrial cayó un 0,5% m/m, tras el rebote de abril (+2,1% m/m), situándose en lo que llevamos de trimestre un 2,1% por encima de 1T16 (-0,2% t/t). Por su parte, las ventas minoristas en junio disminuyen un -0,9% m/m (mayo: 0,9% m/m), situándose en 2T16 un 1,7% por encima de 1T16 (1,2% t/t).

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

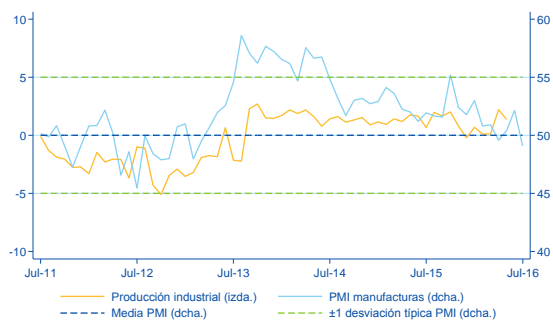
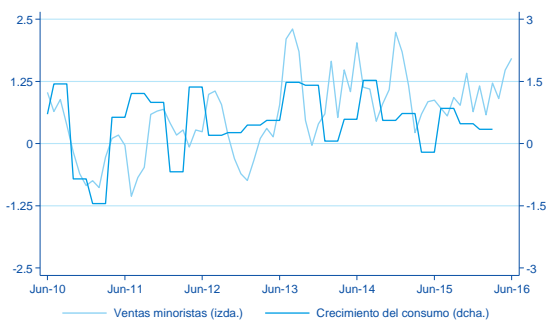


Gráfico 6  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***



\*Fuente: HAVER y BBVA Research

### Sector exterior: Las exportaciones y las importaciones caen en mayo

Las exportaciones de bienes y servicios cayeron un -4,4% m/m en mayo tras los avances registrados los meses anteriores, pero crecen alrededor de un 3,4% respecto a 1T16 cuando prácticamente se estancaron. Por su parte, las importaciones también se contrajeron en mayo (-3,5% m/m), lo que supone una caída de alrededor de un 1% respecto al trimestre anterior. Con todo, las exportaciones netas podrían haber dejado de contribuir negativamente al crecimiento.

Gráfico 7  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***

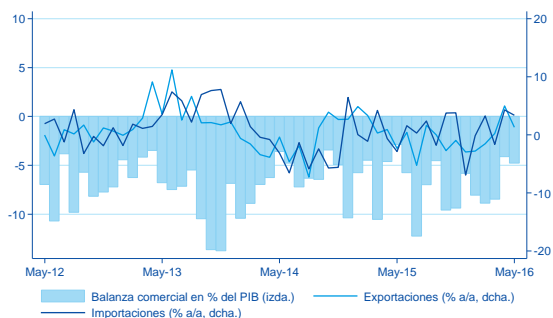
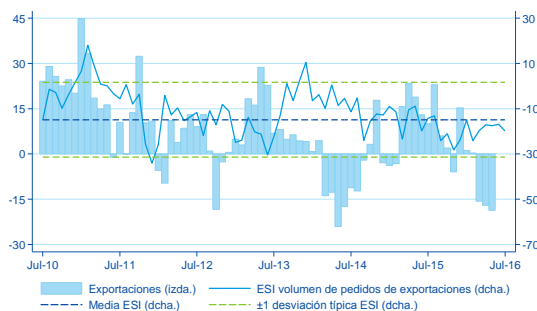


Gráfico 8  
**Exportaciones de bienes (% a/a)**



### Mercado de trabajo: la tasa de desempleo disminuye hasta el 4,9% en mayo

El número de personas desempleadas (media de los últimos tres meses: marzo-mayo) disminuye un -0,1% respecto a diciembre-febrero hasta el 4,9%. Por su parte, los costes laborales en el sector empresarial han moderado su ritmo de crecimiento (1T16: 1,5% a/a tras 3,4% a/a).

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

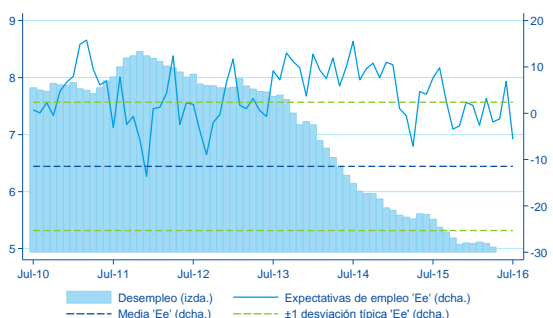
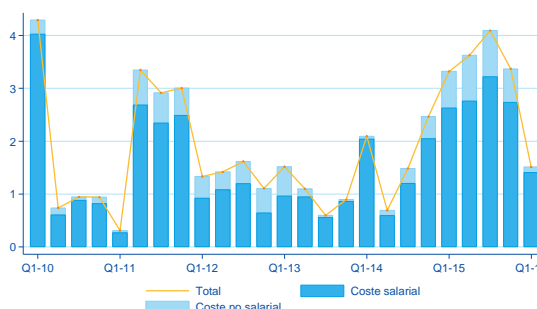


Gráfico 10  
**Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)\***



### Precios: aumenta la inflación en junio hasta el 0,5% a/a

La inflación aumenta en junio (0,5% a/a) debido al impulso de la subyacente (1,4%). La evolución de los precios se debe al aumento del precio de los servicios, en particular a la comunicación (3,6% a/a), recreación y cultura (0,9% a/a), educación (4,8% a/a) y hoteles y restaurantes (2,4% m/m), compensada en parte por una contribución a la baja del precio de los alimentos (-3,0% a/a), de las prendas de vestir y calzado (-0,7% a/a) y del transporte (-0,2% a/a).

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

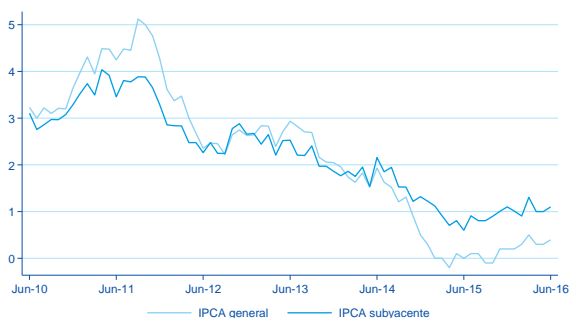
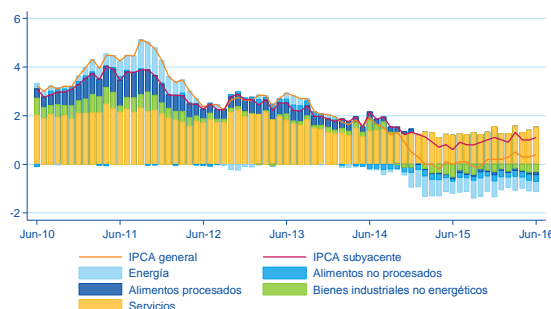


Gráfico 12  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



\* 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.