

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

El fuerte crecimiento y creación de empleo abren las puertas a un adelantamiento de la normalización de la política monetaria

Unidad de Europa

Esperamos la normalización en 1T15 y una subida de tipos más gradual que facilite la intensificación de la consolidación fiscal después de las elecciones

- Continúa el crecimiento sólido y estable en 2T14, sostenido por la fortaleza del gasto privado doméstico,...

Los datos preliminares del PIB en 2T14 estiman que creció un 0,8% t/t (similar al registrado durante el último año), siendo el sector servicios la principal fuente de crecimiento (contribución de 0,8pp al crecer un 1% t/t) y, en menor medida, el sector industrial (algo menos de 0,1pp tras crecer un 0,4% t/t), con una aportación nula de la agricultura y ligeramente negativa de la construcción.

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 (Gráficos 1 y 6), tanto el consumo privado (las ventas al por menor aumentaron fuertemente, un 1,6% t/t) como la inversión, si bien el ritmo de avance de esta última podría haberse moderado ligeramente (en línea con la moderación de la producción de bienes intermedios y de capital, así como la ligera contracción del sector de la construcción). Respecto al sector exterior, los datos de balanza comercial sugieren que la contribución de las exportaciones netas continuará desvaneciéndose (entre 0pp y 0,1pp, tras 0,3pp en 1T14 y 1pp en 4T13), ya que las exportaciones nominales volvieron a contraerse (-0,7% hasta mayo), aunque a menor ritmo, mientras que las importaciones aumentaron ligeramente tras la fuerte caída registrada en el primer trimestre (Gráficos 7 y 8).

- ... con fuerte creación de empleo, pero sin generar presiones salariales...

En el primer trimestre continuó la fuerte creación de empleo que se vienen registrando durante el último año, aumentando algo más que el PIB (0,9% t/t; 2,4% a/a) y el doble que la población activa (0,5% t/t; 1,3% a/a), lo que propició una marcada reducción de la tasa de paro de 0,5pp hasta el 6,7% (-1,1pp en el último año) y una ligera caída de la productividad. Y los datos disponibles para el segundo trimestre muestran que la tasa de desempleo se habría reducido nuevamente hasta el 6,6% (Gráfico 9).

A pesar de la significativa mejora del mercado laboral durante el último año, el aumento de los salarios ha sido moderado (algo más del 1% en media), y los datos disponibles hasta mayo apuntan a que dicha moderación continúa (0,3% en los últimos tres meses respecto a hace un año), tras el repunte observado en el primer trimestre (1,9% a/a), que estuvo condicionado por el pago de las retribuciones extraordinarias (Gráfico 10).

- ... lo que aumenta la incertidumbre sobre la capacidad ociosa de la economía, con importantes implicaciones para la política monetaria

El Banco de Inglaterra baraja dos posibles explicaciones sobre la dinámica del mercado de trabajo, con implicaciones distintas en el proceso de normalización de la política monetaria. Por un lado, la moderación salarial podría venir explicada por el desfase entre la creación de empleo y las subidas salariales, que podría estar siendo mayor de lo que se pensaba. Si esto es así, tras la fuerte creación de empleo registrada durante el último año, el aumento de los salarios podría ser rápido en los próximos trimestres. A este respecto, los datos recogidos por algunas encuestas siguen sin ser concluyentes. Por otro lado, la moderación salarial podría venir explicada por un mayor aumento de la población activa, implicando, además, que la capacidad ociosa de la economía podría haber sido infravalorada. O bien, también es posible que la demanda de trabajo se haya centrado en el empleo de baja cualificación y en los parados de larga duración, explicando también el decepcionante comportamiento de la productividad. Estas dos últimas alternativas no implicarían mayores presiones salariales en el corto plazo, debido a un mayor deterioro de la capacidad ociosa de la economía debido a factores estructurales.

- Fuerte crecimiento esperado en 2014-15, apoyado en la solidez de la demanda doméstica, sobre todo la inversión

Durante los tres últimos meses, los factores que subyacen en la evolución de la economía británica se han comportado en línea con lo esperado. La solidez de los factores domésticos (mayor empleo, menor inflación, fuerte mejora de la confianza y de las condiciones de financiación, y con el compromiso de una política económica que continuará siendo acomodaticia) permitirá que la demanda interna continúe impulsando la actividad a tasas sólidas en todo el horizonte de previsión.

En general, mantenemos nuestro escenario de crecimiento de hace tres meses, si bien un crecimiento algo mayor de lo esperado en el segundo trimestre (+0,1pp) y los datos disponibles hasta la fecha nos han llevado a revisar ligeramente al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2014 y 2015 en 0,1pp hasta el 2,9% y el 2,5%, respectivamente. Por lo tanto, continuamos esperando una ligera moderación del crecimiento en los próximos trimestres, si bien seguimos contemplando un crecimiento robusto (alrededor del 0,6% t/t en promedio en el horizonte de previsión), algo por encima de nuestra estimación del crecimiento potencial (alrededor del 2%).

El rebote de la inversión será el principal determinante del fuerte aumento de la producción, unido a la resistencia del consumo privado y una mayor contribución de la demanda externa (aunque las dudas persisten por la fortaleza de la libra y la tímida recuperación de la zona euro).

Las expectativas de bajos tipos de interés por un periodo prolongado de tiempo, así como un mejor acceso a la financiación por parte de las empresas (tras la extensión del *Funding for Lending Scheme*) seguirá facilitando la inversión (en torno al 8% en 2014 y 6,6% en 2015), máxime cuando la capacidad utilizada de las empresas está ya en su media histórica. Por otro lado, la creación de empleo, junto con el aumento de los salarios nominales (sin presiones salariales por el aumento de la productividad) y una moderada tasa de inflación, redundarán en un aumento 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, aunque claramente por debajo del crecimiento registrado antes de la crisis debido al proceso de desendeudamiento en marcha del sector privado. La significativa moderación del consumo público observada desde finales de 2013 debería continuar 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. Y las exportaciones netas volverán a contribuir positivamente al crecimiento del PIB (0,2pp en 2014 y 0,2pp en 2015), pero de manera moderada, ya que las

exportaciones (limitadas por la fortaleza de la libra y un mayor aumento de los precios domésticos respecto a la zona euro) no crecerán mucho más que lo que lo harán las compras al exterior para satisfacer la demanda doméstica.

Finalmente, respecto al mercado de trabajo, se espera que continúe la tendencia de mejora en los próximos trimestres, si bien la reducción del paro será más moderada a partir del segundo semestre del año, con lo que esperamos que la tasa de desempleo se sitúe alrededor del 6,3% a finales de 2014 y en el 6% en 2015.

La incertidumbre sobre este escenario continúa siendo alta, a los riesgos asociados a los posibles efectos negativos de la normalización de la política económica en un año de elecciones así como la incertidumbre sobre la capacidad ociosa de la economía, se unen ahora las posibles consecuencias del conflicto en Ucrania y de los resultados del referéndum de independencia en Escocia.

- **La inflación seguirá oscilando ligeramente por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra en el horizonte de previsión, dificultando la comunicación para adelantar las subidas de tipos de interés**

La moderación que la inflación viene registrando desde mediados del pasado año continuó en 2T14, con lo que registró un tasa anual del 1,7% en el conjunto del trimestre (tras el 1,8% de 1T14), debido fundamentalmente a la evolución de los precios de los alimentos, mientras que la inflación subyacente se mantuvo relativamente estable en el 1,9% a/a (Gráficos 11 y 12). El rebote de la inflación en junio (hasta el 1,9% a/a) respondió principalmente al distinto efecto calendario de las rebajas, por lo que mantenemos nuestro escenario de que la inflación seguirá oscilando ligeramente por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra en el horizonte de previsión, para promediar una tasa de inflación media anual del 1,7% tanto en 2014 como en 2015. Detrás de este escenario subyace la fortaleza de la libra, junto con el menor precio de las materias primas así como la moderación en el aumento de los salarios.

- **El Banco de Inglaterra prepara el terreno para iniciar las subidas del tipo de interés, que ahora esperamos en el primer trimestre de 2015**

Los miembros del Comité de Política Monetaria han empezado a preparar el terreno para un adelantamiento de la normalización de la política monetaria haciendo un poco más *dovish* sus comunicados a luz de los últimos datos y en línea con la segunda etapa de su estrategia de *forward guidance*. En particular, siguen recalcando que ante el aumento de la incertidumbre las decisiones de política monetaria son claramente dependientes de los datos que se vayan conociendo y, ante la posibilidad de que resurjan presiones salariales en los próximos trimestres (si no se produce el esperado rebote de la productividad) y, por ende, sobre la inflación, consideran que sería mejor anticipar las subidas de tipos de interés. Esto permitiría, además, un proceso de normalización más gradual en el medio plazo (y siempre condicionado por los datos que vayan conociéndose), con una combinación de políticas económicas más favorables una vez se intensifique el proceso de consolidación fiscal el año que viene tras las elecciones.

A la luz de nuestro escenario económico, ahora esperamos que la primera subida de tipos de interés se lleve a cabo en el primer trimestre de 2015 (frente a 2T15 de que esperábamos hace tres meses, pero no a finales de 2014 como espera parte del consenso), ya que la ligera moderación del crecimiento a partir del segundo semestre junto con la moderación de la inflación en ausencia de nuevas presiones inflacionistas darán margen para mantener la política monetaria en lo que queda de año sin poner en riesgo el ritmo de avance de la economía, máxime cuando todavía existen factores que podrían debilitar el crecimiento. Una vez iniciado el ciclo de subidas de tipos de interés, el ritmo de las mismas seguirá dependiendo de los datos económicos que, en línea con nuestro escenario, será gradual, esperando que el tipo de interés del Banco de Inglaterra se sitúe en torno al 1,25%/1.50% a finales de 2015.

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	2.2	2.1
Consumo público	2.2	0.6	0.5	0.0	1.6	0.7	0.5	-0.1
Formación bruta de capital fijo	-6.9	-16.7	2.8	-2.4	0.8	-0.8	8.0	6.6
Inventarios (*)	-0.2	-1.5	1.2	0.4	-0.6	0.2	0.0	0.0
Demanda Interna (*)	-1.6	-6.1	2.1	-0.1	0.8	1.7	2.6	2.3
Exportaciones	1.1	-8.7	6.7	4.5	1.7	0.5	1.0	3.8
Importaciones	-1.7	-10.7	7.9	0.3	3.4	0.2	0.0	3.2
Exportaciones netas (*)	0.9	0.9	-0.5	1.2	-0.5	0.1	0.3	0.2
PIB	-0.8	-5.2	1.7	1.1	0.3	1.7	2.9	2.5
Inflación	3.6	2.2	3.3	4.5	2.8	2.6	1.7	1.7

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Reino Unido

Contabilidad nacional: crecimiento sólido y estable en 2T14

El PIB creció un 0,8% t/t en 2T14, 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 3T14, el crecimiento podría moderarse ligeramente.

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

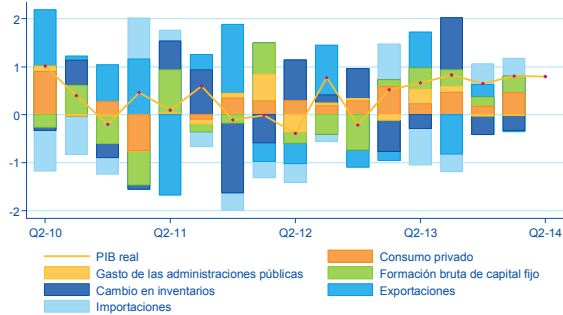


Gráfico 2
Crecimiento PIB (% t/t) y estimación preliminar



Confianza: niveles altos, tras la moderación de principios de año

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)*

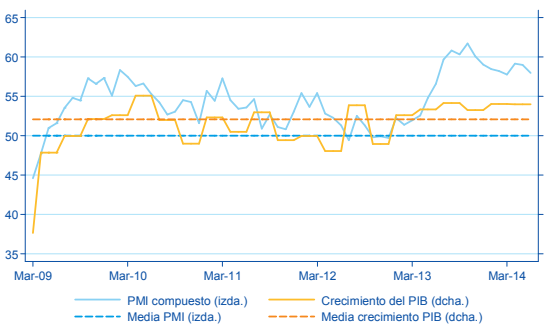
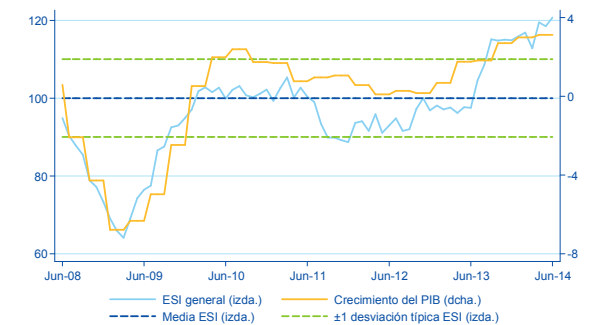


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a)**



Actividad: inversión y consumo avanzan a un ritmo sólido

La producción industrial avanzó en 2T14 a un ritmo algo más moderado. La mejora de las ventas al por menor apuntan a un crecimiento sólido consumo privado en el segundo trimestre del año.

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

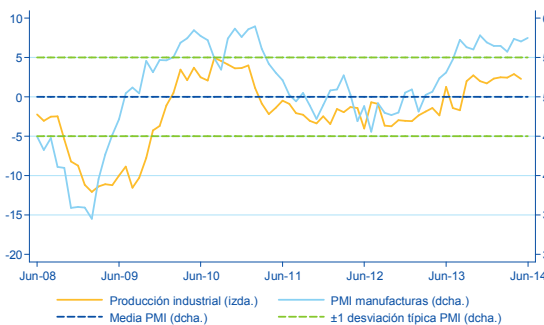
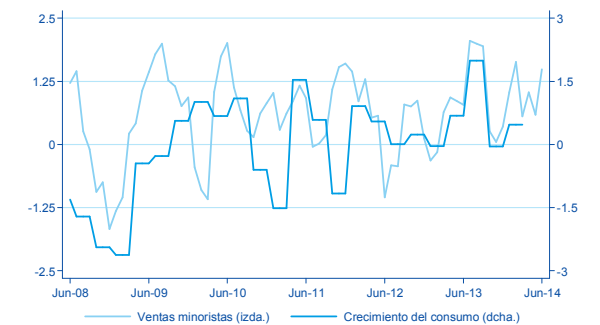


Gráfico 6
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuente: HAVER y BBVA Research

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

Los datos de balanza comercial sugieren que la contribución de las exportaciones netas habría continuado desvaneciéndose (entre 0pp y 0,1pp en 2T14 tras 0,3pp en 1T14 y 1pp en 4T13).

Gráfico 7
Balanza comercial (% del PIB)*

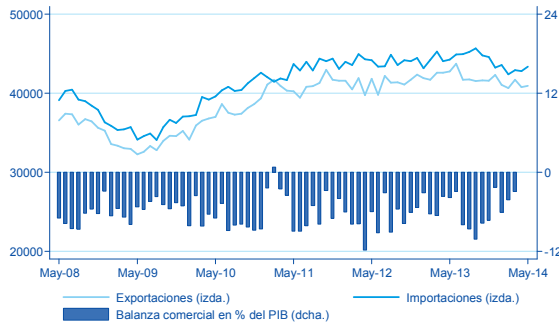
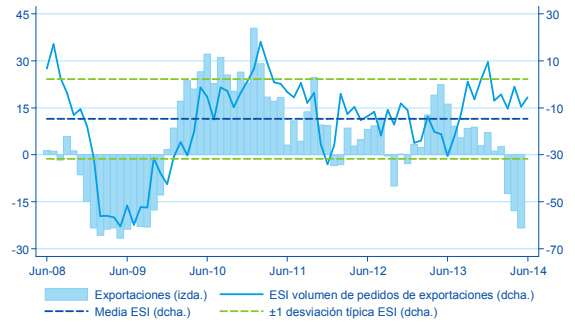


Gráfico 8
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: fuerte creación de empleo, sin generar presiones salariales

La tasa de desempleo continúa reduciéndose hasta el 6,5% en los tres meses hasta mayo. El aumento de los salarios continúa moderado, tras el repunte del primer trimestre que estuvo condicionado por el pago de las retribuciones extraordinarias.

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

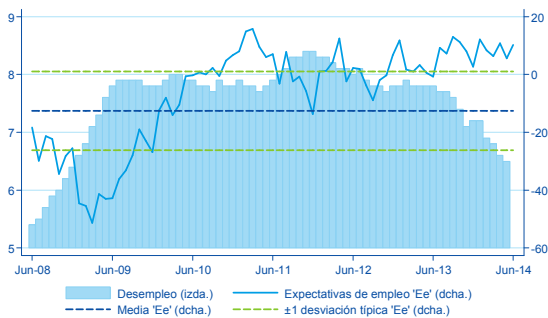
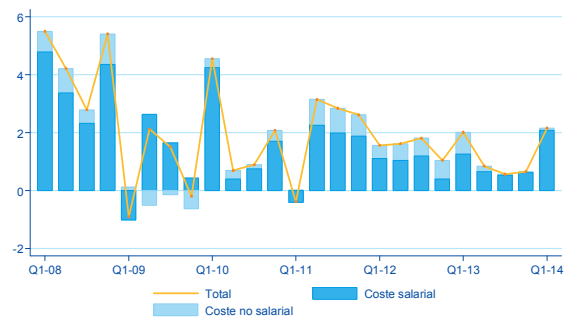


Gráfico 10
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



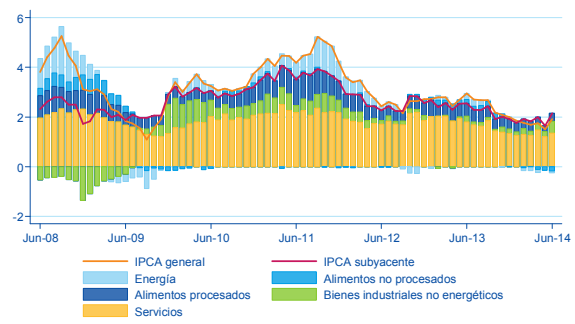
Precios: la inflación seguirá oscilando por debajo del 2%

Moderación de la inflación en 2T14, por la evolución de los precios de los alimentos. El rebote de junio se debió al distinto efecto calendario de las rebajas. La fortaleza de la libra, el menor precio de materias primas y la moderada inflación en salarios subyacen a nuestro escenario.

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.