

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Crecimiento robusto, pero la baja inflación y los riesgos sobre la actividad retrasarán las subidas de tipos

Unidad de Europa

La normalización de la política monetaria podría retrasarse al tercer trimestre de 2015 hasta que los datos despejen las dudas sobre el crecimiento de los precios y salarios

Continúa el crecimiento sólido y estable en 3T14, sostenido por la fortaleza del gasto interno privado,...

Los datos preliminares del 3T14 estimaban que el PIB creció un 0,7% t/t (ritmo similar al registrado desde principios de 2013, pero desacelerándose algo desde el 0,9% t/t de 2T14), siendo el sector servicios la principal fuente de crecimiento (contribución de 0,6pp, al crecer un 0,7% t/t) y, en menor medida, el sector industrial y la construcción (contribución de alrededor de 0,1pp entre los dos tras crecer 0,5% t/t y un 0,8% t/t, respectivamente), con una aportación nula 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, sugieren que detrás de este robusto crecimiento se encuentra principalmente, de nuevo, la demanda doméstica (Gráficos 1 y 6), tanto el consumo privado (a pesar de cierta moderación en el crecimiento de las ventas al por menor) como la inversión, que presenta un ritmo de avance algo más sólido (en línea con el aumento de la producción de los bienes intermedios y de consumo duradero). Respecto al sector exterior, los datos de la balanza corriente sugieren que las exportaciones netas podrían haber drenado algo de crecimiento (tras la contribución cada vez menor de los trimestres precedentes, desde alrededor de 0,5pp en 4T13 y 1T14 hasta una aportación nula en 2T14), ya que las exportaciones nominales volvieron a contraerse (-0,3% t/t en 3T13), mientras que las importaciones aumentaron ligeramente (0,6% t/t tras las fuertes caídas registradas en trimestres anteriores) (Gráficos 7 y 8).

... con fuerte creación de empleo e incipientes señales de aumento de los salarios y de la productividad...

Durante el segundo y el tercer trimestre continuó la fuerte creación de empleo (0,5% t/t y 0,4% t/t, respectivamente), si bien moderándose algo respecto a las tasas observadas durante el último año (0,7% t/t en promedio) y, además, la mejora se debió a la creación de empleos por cuenta ajena y a tiempo completo, frente al aumento de autónomos y tiempo parcial de los trimestres anteriores. Esta evolución del mercado de trabajo resultó en un aumento de la productividad (0,4% t/t y 0,3% t/t respectivamente, tras haberse estancado a finales del año pasado), mientras que el cambio en la composición en la creación de empleo ha podido ser la causa del reciente aumento de los salarios nominales. Además, las encuestas de confianza también apuntan a que los salarios podrían continuar aumentando en los próximos trimestres. Estos datos ayudan a resolver la paradoja del estancamiento reciente de la productividad y serán relevantes para la postura de la política monetaria a la hora de hacer una mejor evaluación sobre el nivel de capacidad ociosa en la economía.

... pero la inflación continuó desacelerándose hasta tasas muy bajas, sin presiones a la vista y con riesgos a la baja en el corto plazo

La inflación se desaceleró nuevamente en el tercer trimestre del año hasta el 1,3% a/a en septiembre (Gráficos 11 y 12), alrededor de medio punto más de lo contemplado en las previsiones del *Inflation Report* (IR) de agosto. Detrás de esta desaceleración estuvo la evolución de los precios de los alimentos y de la

energía, principalmente, pero han aumentado los riesgos a la baja, sobre todo en el corto plazo, derivados de la caída del precio del petróleo y del posible retardo en la traslación a los precios al consumo de la fortaleza de la libra. En particular, estos son los factores que subyacen en el tono mucho más cauto que se desprende del *IR* de noviembre y que más han pesado para justificar el mantenimiento de los tipos, si bien las minutas de la reunión de noviembre muestran que está aumentando la discrepancia entre los miembros del comité sobre los riesgos en el medio plazo. Por un lado, algunos ven riesgos a la baja inducidos por una mayor moderación de la actividad y creen que la inflación podría mantenerse en tasas muy bajas por un periodo prolongado, mientras que otros ven riesgos al alza que podrían derivarse de una reducción más rápida de la capacidad ociosa de la economía.

Para los próximos meses, nuestras previsiones sugieren que la inflación se mantendrá alrededor de los niveles actuales (1,2%/1,3% a/a) para empezar a aumentar poco a poco a partir de mediados del año que viene. Como resultado, la inflación media anual se situará en el 1,5% en 2014 y en el 1,6% en 2015 (revisadas en -0,2pp y -0,1pp respecto a nuestras previsiones de hace tres meses). Detrás de esta revisión 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. Los riesgos continúan sesgados a la baja.

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

Durante los últimos tres meses, los factores domésticos que subyacen a la evolución de la economía se han comportado en línea con lo esperado (mayor empleo, menor inflación, continua mejora de la confianza y de las condiciones de financiación, con el compromiso de una política económica que continuará siendo acomodaticia) y permitirán que la demanda interna continúe impulsando la actividad a tasas sólidas en el horizonte de previsión algo más de lo esperado hace tres meses. No obstante, el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento global, en particular en la zona euro, podrían redundar en una contribución nula de las exportaciones netas.

En general, mantenemos nuestro escenario de crecimiento de hace tres meses, si bien un avance algo mayor de lo esperado en el tercer trimestre (+0,9% t/t) y los datos disponibles hasta la fecha (junto con algunos efectos en la composición derivados de la nueva metodología ESA2010 para la contabilidad nacional) nos han llevado a revisar ligeramente al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2014 y 2015 en 0,1pp y 0,2pp, hasta el 3% y el 2,7%, 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% al trimestre en promedio en el horizonte de previsión), algo por encima de nuestra estimación del crecimiento potencial de 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, si bien ahora esperamos una contribución prácticamente nula de la demanda externa (dada 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 seguirá facilitando la inversión (en torno al 8% en 2014 y 6,3% en 2015), máxime cuando la capacidad utilizada de las empresas está ya por encima de 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.

Tras el tono neutral de la política fiscal este año, esperamos una fuerte moderación del crecimiento del consumo público en 2015 para cumplir con el proceso de consolidación fiscal en marcha. Las exportaciones netas prácticamente no contribuirán al crecimiento del PIB (0pp en 2014 y 0,1pp en 2015), ya que a pesar de la recuperación anticipada para las exportaciones en 2015 (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 en los próximos trimestres, en parte debido al repunte de la productividad, con lo que esperamos que la tasa de desempleo se sitúe alrededor del 6% a finales de 2014 y algo por encima del 5,5% 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 el posible enfriamiento del mercado inmobiliario y las posibles consecuencias de un menor crecimiento global, en especial en la zona euro, no sólo a través del directo por la vía comercial, sino también indirecto por un deterioro de la confianza que podría lastrar el consumo privado y, sobre todo, la inversión.

La asimetría de la función de reacción del Banco de Inglaterra sugiere que la subida de los tipos de interés se podría retrasar al tercer trimestre de 2015

Durante los últimos tres meses, la mayor moderación de la inflación que la anticipada en el *IR* de agosto y el aumento de la incertidumbre sobre algunos factores globales (zona euro y precios del petróleo) han dado lugar a un tono mucho más cauto de los miembros del Comité de Política Monetaria (MPC) del BoE. Y esto se ha reflejado tanto en el *IR* de noviembre como en la minutas, así como en muchas de las declaraciones de los miembros del MPC en los últimos meses, que destacan el carácter asimétrico de la función de reacción de la política monetaria al enfatizar los mayores riesgos de una subida de tipos demasiado temprana (en actividad y con una inflación muy baja que se podría ir por debajo del 1% a/a) que los de una subida más tardía y menos gradual. No obstante, las minutas de noviembre siguen mostrando que desde agosto se mantienen los 7 votos a favor de continuar con la postura actual de la política monetaria frente a los 2 miembros que defienden una subida inmediata de tipos. Respecto a la visión de estos dos últimos miembros, los datos recientes del mercado de trabajo (desempleo y salarios) dan más fuerza a sus argumentos, pero la baja tasa de inflación y el aumento de los riesgos procedentes del exterior continúan pesando sobre los otros siete. No obstante, entre estos últimos, la principal novedad ahora es la mayor discrepancia en la valoración de los riesgos sobre la inflación en el medio plazo y, por tanto, la mayor dependencia de los nuevos datos que se vayan conociendo en los próximos meses (salarios e inflación) y que serán determinantes para su voto (en línea con la segunda etapa del *forward guidance*).

A pesar de que nuestro escenario económico prácticamente no cambia respecto a hace tres meses, ahora esperamos que la primera subida del tipo de interés del BoE se retrase y se lleve a cabo en el tercer trimestre del año que viene (frente a la subida en el primer trimestre que esperábamos hace tres meses) motivada no sólo por el empeoramiento de algunos factores externos, sino también por el aumento de la incertidumbre sobre algunos de los factores internos. En particular, en mayo del año que viene tendrán lugar las elecciones generales y será determinante ver cómo de fuerte será el compromiso del nuevo gobierno con la consolidación de la cuentas públicas, máxime cuando existen dudas de que este año se cumpla con los objetivos fiscales. Una política fiscal restrictiva, unida al enfriamiento del mercado inmobiliario y la confianza de los agentes económicos aumenta la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la fortaleza de la demanda doméstica, sobre todo cuando el empeoramiento de los factores globales es probable que retrase la vuelta hacia un patrón de crecimiento más equilibrado.

Tabla 1

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

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumo privado	-0.5	-3.1	0.4	0.1	1.1	1.6	2.2	2.3
Consumo público	2.2	1.0	0.0	0.0	2.3	0.7	1.0	0.1
Formación bruta de capital fijo	-4.7	-14.4	5.9	2.3	0.7	3.2	8.0	6.3
Inventarios (*)	-0.5	-0.6	1.5	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
Demanda Interna (*)	-1.4	-5.0	2.8	0.3	1.5	1.7	3.0	2.6
Exportaciones	1.6	-8.2	6.2	5.6	0.7	0.5	-1.1	3.5
Importaciones	-1.8	-9.8	8.7	1.0	3.1	0.5	-1.2	3.0
Exportaciones netas (*)	1.1	0.7	-0.9	1.4	-0.8	0.0	0.0	0.1
PIB	-0.3	-4.3	1.9	1.6	0.7	1.7	3.0	2.7
Inflación	3.6	2.2	3.3	4.5	2.8	2.6	1.5	1.6

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Reino Unido

Contabilidad nacional: crecimiento sólido en 3T14, pero algo más moderado

El PIB creció un 0,7% t/t en 3T14, 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 4T14, el crecimiento podría moderarse ligeramente.

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

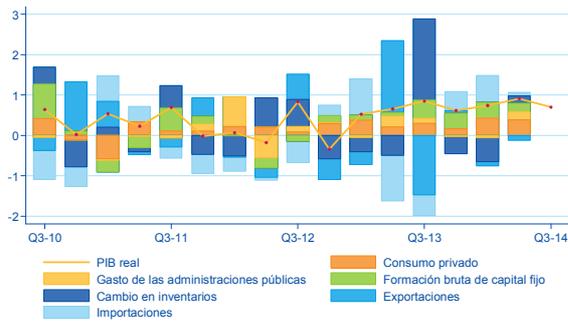


Gráfico 2
Crecimiento PIB (% t/t) y previsión



Confianza: niveles altos, tras la moderación desde 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)*

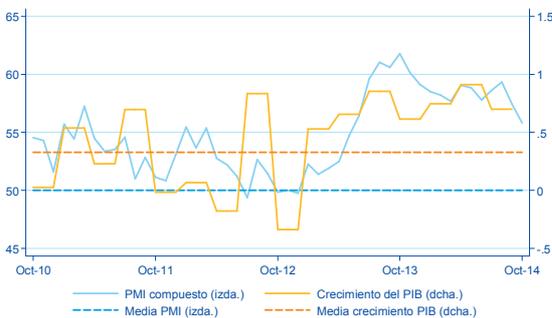
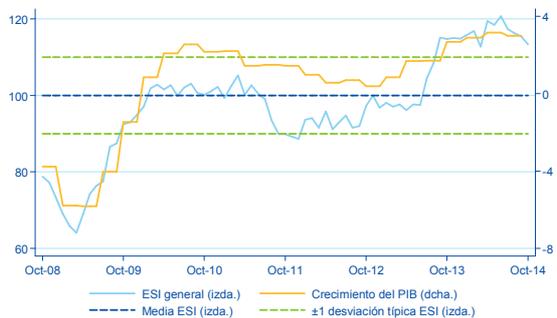


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a)**



Actividad: inversión y consumo avanzan a un ritmo sólido

La producción industrial avanzó en 3T14 a un ritmo algo más moderado. A pesar de la moderación de las ventas al por menor, éstas apuntan a un crecimiento sólido del consumo privado en el segundo semestre del año.

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

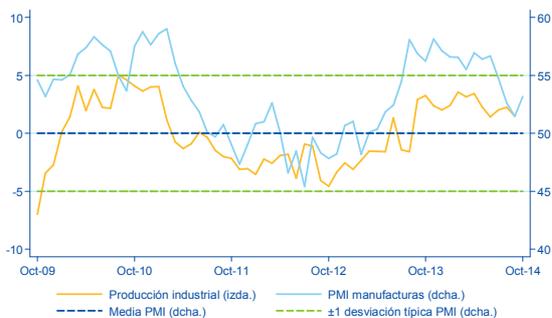


Gráfico 6
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*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 (alrededor de -0.1pp en 3T14 tras 0,6pp en 1T14 y 0pp en 2T14).

Gráfico 7
Balanza comercial (% del PIB)*

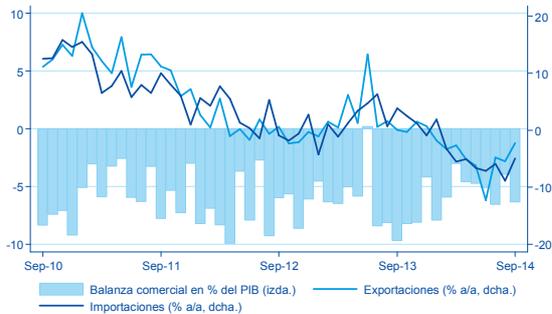


Gráfico 8
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: fuerte creación de empleo con tímidos aumentos salariales

La tasa de desempleo continúa reduciéndose hasta el 6% en los tres meses hasta septiembre. Aumento del empleo por cuenta ajena y a tiempo completo han podido estar detrás del reciente aumento de los salarios (1,3% 3m/a en septiembre tras mantenerse algo por bajo del 1% en los dos últimos trimestres).

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



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



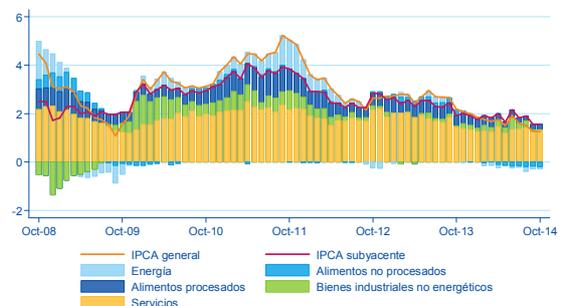
Precios: la inflación seguirá oscilando alrededor del 1,2% en los próximos meses

Moderación de la inflación en 3T14, por la evolución de los precios de los alimentos y de la energía. La fortaleza de la libra, el menor precio de materias primas y la moderada inflación en salarios subyacen a nuestro escenario, con riesgos a la baja.

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.