

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Reino Unido: fortaleza de factores internos y petróleo propiciarán un mayor crecimiento en 2015

Unidad de Europa

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, mejora de la confianza y de las condiciones de financiación, compromiso con una política monetaria acomodaticia) y se han visto reforzados por algunos factores externos, principalmente la fuerte caída del precio del petróleo, mientras que el mayor dinamismo de las economías europeas debería resultar en un mayor apoyo de las exportaciones netas respecto a lo estimado hace tres meses. En este contexto, la fortaleza del crecimiento, el aumento de los salarios y el desvanecimiento del efecto base de la caída del precio del petróleo sobre la inflación en 2S15 darán pie a una normalización muy gradual de la política monetaria a partir del último trimestre del año, aunque la alta incertidumbre, sobre todo política, puede terminar lastrando la demanda doméstica y condicionar las decisiones del BoE.

Se modera el crecimiento en 4T14, aunque sigue siendo robusto, con un avance del PIB del 2,6% en 2014 apoyado en la fortaleza del consumo privado y el rebote de la inversión

Aunque la moderación en el avance del PIB en 4T14 (0,5% t/t tras 0,7% t/t en 3T14) fue algo mayor de lo esperado (BBVA Research: 0,6%), la mayor sorpresa vino de la composición del crecimiento. Por el lado negativo, la inversión cayó un -0,5% t/t, aunque no de manera generalizada (en transporte y otras construcciones fue -7,1% t/t y -3,1% t/t, respectivamente), mientras que el consumo privado se moderó más de lo que habíamos anticipado. Por el lado positivo, el fuerte rebote de las exportaciones, unido a la moderación de las importaciones por el menor dinamismo del gasto doméstico, redundó en una significativa contribución positiva de las exportaciones netas de 0,6pp.

No obstante, la composición por el lado de la oferta (con el sector servicios contribuyendo con 0,6pp al crecimiento trimestral del PIB) y los datos más recientes (fuertes ventas minoristas y aumento de la producción de bienes de consumo y capital, junto con una mejora de la confianza generalizada entre consumidores y empresas) sugieren que el patrón de crecimiento en los próximos trimestres seguirá basado principalmente en la fortaleza de la demanda doméstica (Gráficos 1 a 6), si bien el mayor dinamismo de las economías europeas podrán impulsar las ventas al exterior algo más de lo observado durante los trimestres centrales de 2014 (Gráfico 7 y 8). Esta es la tendencia que se observó en el conjunto de 2014, en el que el crecimiento del PIB del 2,6% se basó en el consumo privado (2%) y en el rebote de la inversión (6,8% tras el 3,4% de 2013), con una contribución de la demanda doméstica de 3,1pp, mientras que la debilidad de las exportaciones (0,4%) y el mayor dinamismo de las importaciones (1,8) supusieron que las exportaciones netas terminaron drenando 0,5pp al crecimiento anual del PIB.

La mejora del mercado de trabajo continuará este año y el que viene, aunque con un menor ritmo de creación de empleo y mayores salarios nominales...

Durante el segundo semestre de 2014 se continuó creando empleo (0,4% t/t), si bien de forma algo más moderada respecto a las tasas observadas en los trimestres anteriores (alrededor del 0,8% t/t) y, además, la mejora se debió nuevamente 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 relativamente estable de la productividad (alrededor del 0,3% t/t en promedio desde 2T14) que, junto con el cambio en la composición en la creación de empleo, ha supuesto

un aumento de los salarios nominales (hasta alrededor del 2,2% a/a en 4T14, empujados por el sector privado y en parte compensados por un crecimiento mucho más moderado de los del sector público).

Para el horizonte de previsión, las encuestas de confianza apuntan a que los salarios podrían continuar aumentando, en línea con las proyecciones recogidas en el *Inflation Report* de febrero, que prevén que los salarios crecerán un 3,5% en 2015 y se acelerarán hasta el 4% en 2016, registrando ya avances similares a los observados antes de la crisis. Dada la incertidumbre sobre la medición de la capacidad ociosa de la economía (que el BoE ahora estima en el 0,5% del PIB y que cree que irá desapareciendo en el horizonte de previsión) y sobre los posibles efectos indirectos y de segunda ronda de la caída de los precios energéticos durante gran parte del año, la evolución de los salarios se convierte en una variable clave para determinar la política monetaria en los próximos trimestres.

Este aumento de los salarios se debería de producir con un crecimiento del empleo algo más moderado (alrededor del 1% en el horizonte de previsión tras el 2,3% de 2014), dado que detrás del fuerte crecimiento del PIB debería estar el repunte de la productividad, mientras la tasa de paro se reducirá paulatinamente hacia la tasa de equilibrio (alrededor del 5%). El aumento moderado de los salarios en el conjunto de 2014 (1,2%) unido al avance de la productividad (0,7%) se refleja en una moderación de los costes laborales unitarios (0,3% hasta 3T14), que continuarán siendo moderados los próximos años a pesar el aumento salarial (alrededor del 2,5% frente a los aumentos de alrededor del 4% antes de la crisis), lo que podría favorecer la competitividad de las empresas y permitir un crecimiento más equilibrado.

... y de los reales, por la fuerte reducción de la inflación causada por la caída de los precios del petróleo este año

La desaceleración de la inflación se intensificó durante el último trimestre de 2014, reduciéndose casi en 1pp hasta el 0,3% a/a registrado en enero (Gráficos 11 y 12), mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 1,2% a/a a principios de año por tercer mes consecutivo tras la moderación registrada en septiembre (alrededor del 1,8% durante los tres primeros trimestres). Detrás de esta reducción de la inflación continúa los menores precios de los alimentos, pero sobre todo la intensificación en la caída de los precios de los productos energéticos derivados de la evolución del coste del petróleo junto con la apreciación de la libra. Y esta fue la principal explicación que se recoge en la carta del gobernador del BoE M. Carney al Ministro de Hacienda para justificar que la inflación se sitúe por debajo del 1%, al estimar que 2/3 partes de la desviación de la inflación actual respecto al objetivo del 2% responde a la caída de los precios de la energía y alimentos, y el resto a la debilidad de la demanda doméstica y ausencia de presiones (vía salarios) durante la crisis.

Nuestras previsiones sugieren que la inflación podría continuar reduciéndose durante el primer trimestre, para mantenerse relativamente estables en tasas muy bajas en el segundo trimestre y repuntar de una manera más decidida a lo largo del segunda parte del año. Como resultado, la inflación media anual se podría situar en el 0,4% en 2015 y en el 1,5% en 2016.

La demanda doméstica continuará siendo el principal soporte del fuerte crecimiento esperado para 2015-16, mientras que las exportaciones netas volverán a contribuir ligeramente a dicho avance

El mayor crecimiento del consumo privado junto con un ritmo de inversión robusto apoyado también por un aumento gradual de las ventas al exterior serán los principales determinantes del fuerte avance del PIB, de alrededor del 0,6% t/t en promedio en el horizonte de previsión y que resultará en un crecimiento del 2,8% en 2015 y del 2,6% en 2016.

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 seguirá facilitando la

inversión (en torno al 5% en 2015 y 6% en 2016), máxime cuando su capacidad utilizada está ya por encima de su media histórica. Por otro lado, la creación de empleo y la mejora de los salarios reales redundarán en un aumento de la renta disponible de los hogares, que no necesitarán continuar reduciendo su tasa de ahorro para mantener el consumo, y permitirá que continúen con el proceso de desendeudamiento que se interrumpió a finales de 2013 cuando la deuda de los hogares se estabilizó alrededor del 138% de su renta disponible (desde el pico de casi el 170% en 2008). Todo ello se reflejará en un aumento del consumo privado por encima del 2% en 2015 y 2016, aunque por debajo del crecimiento registrado antes de la crisis debido a la necesidad de continuar con el desapalancamiento.

Este año se retomará el proceso de consolidación fiscal, con toda la incertidumbre asociada a las elecciones generales, por lo que esperamos una fuerte moderación de consumo público en 2015 y un recorte en 2016.

Finalmente, las exportaciones netas volverán a contribuir ligeramente al crecimiento, con una contribución de 0,2pp y 0,1pp en 2015 y 2016, respectivamente.

Los riesgos sobre el escenario continúan sesgados a la baja y provienen principalmente del impacto de la incertidumbre política ante las elecciones de mayo, entre otras cosas por las implicaciones que pueda tener sobre el ritmo y composición del ajuste fiscal así como en el debate sobre el referéndum para permanecer o no la Unión Europea. Todo esto podría pesar negativamente sobre la confianza de los agentes económicos y debilitar la demanda doméstica, especialmente la inversión, a lo que se une posible enfriamiento del mercado inmobiliario. Desde el exterior, continúa la incertidumbre sobre las tensiones geopolíticas que podrían terminar afectando la demanda externa.

En este escenario, esperamos que el BoE comience una normalización muy gradual de la política monetaria en 4T15

La fuerte reducción de la inflación en los últimos meses derivados del shock del petróleo junto con un aumento de la incertidumbre en otros áreas (sobre todo en Europa por el tema de Grecia) se reflejó en un tono mucho más acomodaticio de los miembros del Comité de Política Monetaria (MPC) del BoE a partir de noviembre, y acabó con una votación unánime para mantener el tipo de interés en la reunión de enero (con la retirada de los votos a favor de subidas de McCafferty y Weale), al pesar más los riesgos de una subida de tipos temprana que los de una normalización más tardía y menos gradual por no haberse despejado las dudas sobre la inflación en el corto plazo. Entre estas destacaban el posible enraizamiento de una inflación muy baja, retroalimentada por los efectos indirectos y de segunda ronda de la caída de los precios energéticos, en un contexto de menor demanda que pudieran terminar con el anclaje las expectativas de inflación en el medio y largo plazo.

Sin embargo, a diferencia de los informes publicados en noviembre, el *Inflation Report* y las minutas de febrero muestran una postura mucho más optimista del BoE. El gobernador Carney destacó que el impacto del shock del petróleo es claramente positivo, por responder principalmente a factores de oferta, y que será un nuevo factor de apoyo para la sostenibilidad del crecimiento, mientras que a pesar del efecto permanente en el nivel de precios, tendrá un impacto transitorio sobre la tasa de inflación que empezará a desaparecer durante la segunda mitad de 2015. Que el BoE ve ahora mucho más probable este escenario se reflejó en que el gobernador dedicó más tiempo en recalcar los riesgos al alza a medio y largo plazo, destacando además que el impacto de las medidas de política monetaria suelen tardar entre 18 y 24 meses en surtir efecto, dejando entrever que las expectativas de los mercados sobre la primera subida de tipos de interés bien entrado el 2016 se podían haber ido muy lejos.

Respecto a los riesgos, el BoE considera que ahora están equilibrados. Los riesgos al alza vendrían de una absorción más rápida de lo esperada de la capacidad ociosa de la economía, de un mayor

crecimiento de los salarios y/o un rebote de los precios del petróleo. Los riesgos a la baja siguen asociados a la incertidumbre política, tanto domésticos (elecciones en mayo y debate sobre referéndum permanencia en la UE) como externos (Grecia y tensiones geopolíticas), a que la capacidad ociosa pudiera ser mayor de lo estimado y a posibles efectos de segunda ronda de los bajos precios de la energía. De materializarse estos riesgos a la baja, Carney destacó que podría ampliar el QE y la principal novedad fue el hecho de que rompió el tabú de tipos por debajo del 0,5% en caso de ser necesario, ya que ahora el sistema financiero está más saneado y los efectos negativos de tipos más bajos son menores. Ante las dudas que generaron estas declaraciones, aprovechó la rueda de prensa para enfatizar que lo más probable es que el próximo movimiento sea una subida de tipos.

Dado nuestro escenario económico y las últimas declaraciones del MPC, retrasamos hasta el último trimestre de este año el inicio de una normalización muy gradual de la política monetaria, frente a nuestras expectativas de hace tres meses de que la primera subida de tipos fuera un trimestre antes, sobre todo porque pensamos que los miembros del MPC esperarán a confirmar que se cumpla el pronóstico de repunte de la inflación y crecimiento de los salarios antes de iniciar las subidas.

Tabla 1

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

Tasa a/a	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	-3,1	0,4	0,1	1,1	1,7	2,0	2,6	2,2
Consumo público	1,0	0,0	0,0	2,3	-0,3	1,5	0,5	-0,4
Formación bruta de capital fijo	-14,4	5,9	2,3	0,7	3,4	6,8	5,2	5,8
Inventarios (*)	-0,6	1,5	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,0	0,0
Demanda Interna (*)	-5,0	2,8	0,3	1,5	1,7	3,1	2,6	2,4
Exportaciones	-8,2	6,2	5,6	0,7	1,5	0,4	3,5	5,2
Importaciones	-9,8	8,7	1,0	3,1	1,4	1,8	2,7	4,4
Exportaciones netas (*)	0,7	-0,9	1,4	-0,8	0,0	-0,5	0,2	0,1
PIB	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	2,6	2,8	2,5
Inflación	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,4	1,5

(*) Contribuciones al crecimiento.

Fuente: BBVA Research

Reino Unido

Contabilidad nacional: crecimiento sólido en 4T14, pero algo más moderado

El PIB creció un 0,5% t/t en 4T14, apoyado por el rebote de las exportaciones. En el conjunto del año, el PIB creció un 2,6% impulsado por la robustez del consumo privado y el empuje de las inversiones. Para 1T15, esperamos un crecimiento de alrededor del 0,6% t/t.

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

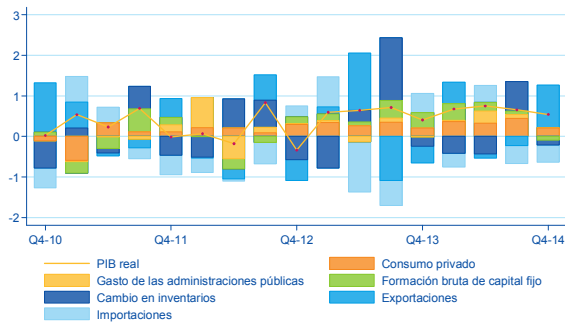
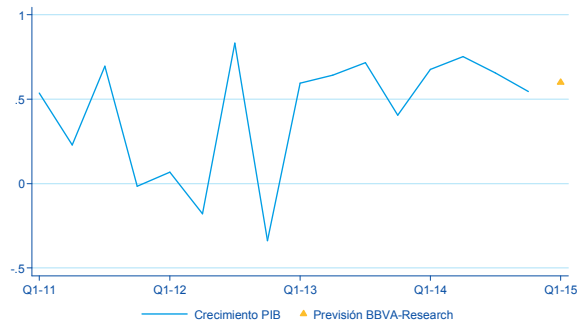


Gráfico 2
Crecimiento PIB (% t/t) y previsión



Confianza: estable en niveles altos, tras la moderación del pasado 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)*

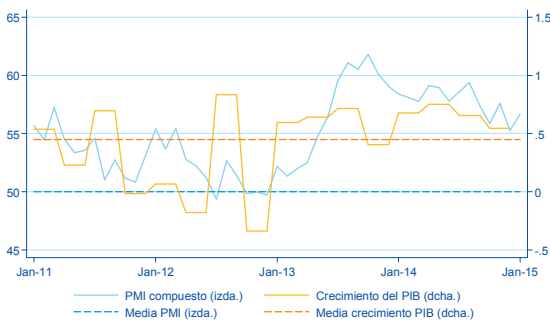
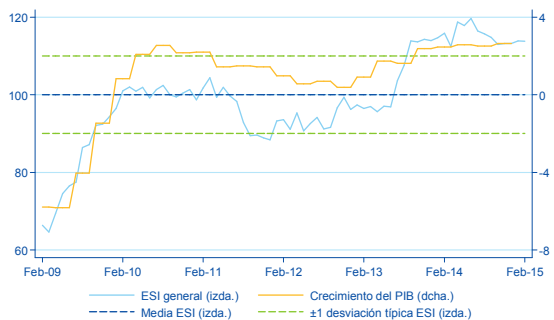


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a)**



Actividad: inversión y consumo avanzan a un ritmo sólido

La producción industrial de bienes de capital y consumo duradero avanzó en 4T14 a buen ritmo. A pesar de la moderación de las ventas al por menor a principios de año, el repunte de 4T14 apunta a que continúa el crecimiento sólido del consumo privado.

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

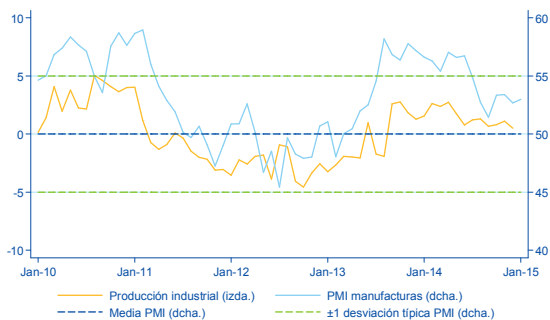
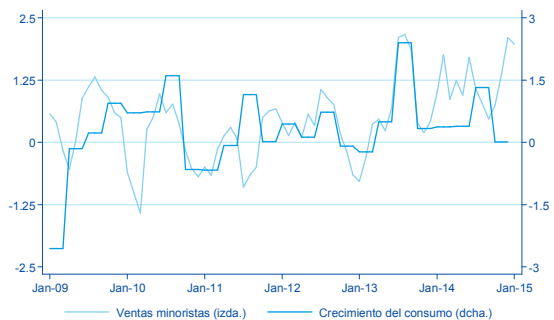


Gráfico 6
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuente: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: mejoran las exportaciones en 4T14, tras decepcionar en trimestres precedentes

La mejora de las exportaciones en 4T14 respondió al rebote de las ventas al exterior en septiembre, mientras que los datos de noviembre y diciembre no fueron tan buenos y continúan las dudas sobre la sostenibilidad de su recuperación.

Gráfico 7
Balanza comercial (% del PIB)*

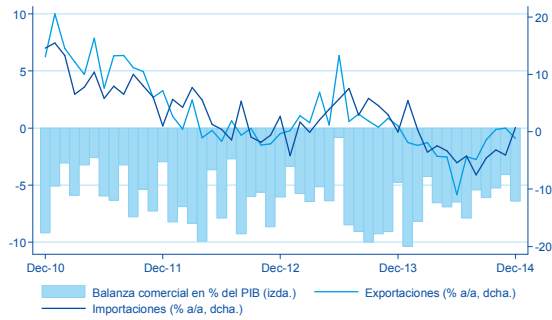
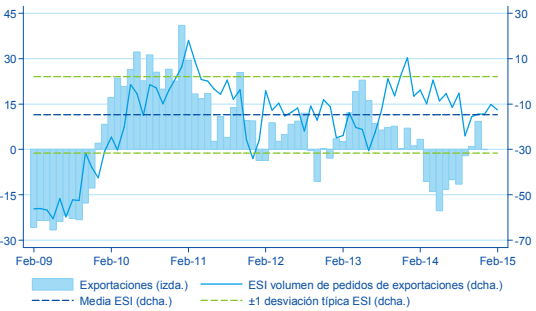


Gráfico 8
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: se modera la creación de empleo y aumentan los salarios

La tasa de desempleo continúa reduciéndose hasta el 5,7% en los tres meses hasta noviembre. Aumento del empleo por cuenta ajena y a tiempo completo han podido estar detrás del reciente aumento de los salarios (2,2% 3m/a en diciembre).

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

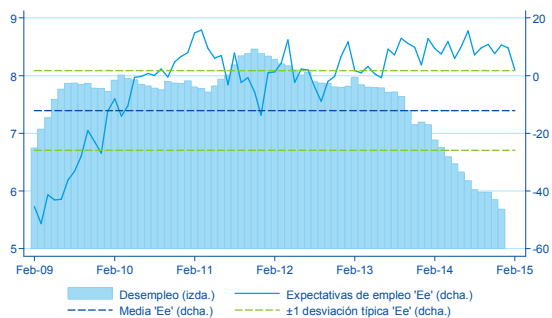
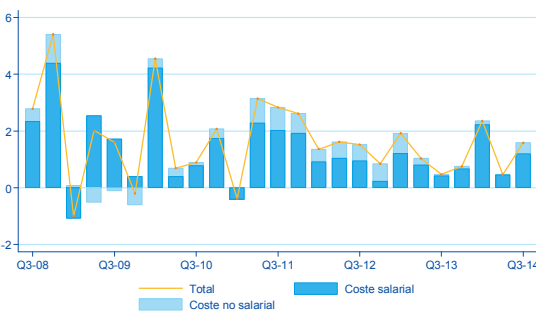


Gráfico 10
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)*



Precios: inflación por debajo del 0,5% en 2015 para repuntar hasta el 1,5% en 2016

Continúa la fuerte moderación de la inflación 4T14 hasta situarse el 0,3% a/a en enero, por la evolución de los precios de los alimentos y, especialmente, energía. Además, esta moderación continuará en los próximos meses y empezará a repuntar en la segunda mitad del año.

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

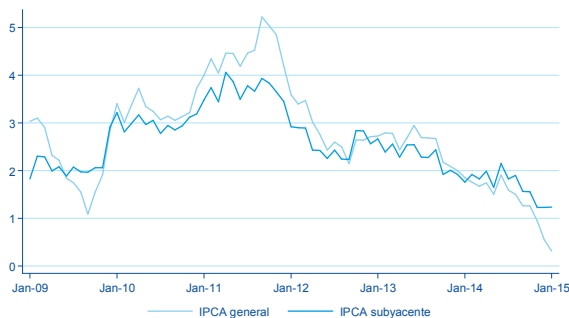
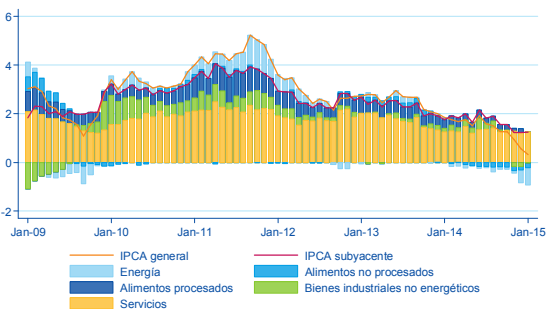


Gráfico 12
Inflación por componentes (contribución en %)*



* 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.