

# Observatorio Económico

## Reino Unido

Madrid,  
20 de febrero de 2014  
Análisis Económico

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo  
Economista Jefe  
mjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador  
Economista Senior  
agustin.garcia@bbva.com

Diego Torres Torres  
Economista  
diego.torres.torres@bbva.com

Pablo Budde  
pablo.budde@bbva.com

Massimo Trento  
massimo.trento@bbva.com

## El Banco de Inglaterra adapta su *forward guidance*

### El exceso de capacidad limita las presiones inflacionistas

- **El crecimiento sólido en 4T13 continuó sustentado por la demanda doméstica**

La estimación preliminar de la contabilidad nacional mostró que el PIB aumentó un 0,7% t/t en 4T13 (similar al 0,8% t/t de los dos trimestres anteriores), lo que supone un crecimiento medio anual del 1,9% en 2013. Aunque todavía no se dispone de la desagregación del crecimiento para el cuarto trimestre por componentes de demanda, los datos más recientes (mejora de la confianza y del mercado de trabajo, aumento de las ventas al por menor y crecimiento sostenido de la producción industrial) están en línea con nuestras estimaciones que apuntan a que el crecimiento (mayor de lo esperado) continuó apoyado en la demanda doméstica (2pp en 2013), con el consumo privado y la inversión creciendo a tasas relativamente estables a final de año. El lastre de las exportaciones netas se habría moderado (-0,1pp en 2013) como resultado del menor crecimiento de las importaciones, en tanto que la exportaciones siguieron débiles al verse perjudicadas por la apreciación de la libra (más del 6% desde 2T13) que impidió que se beneficiaran de la mejora de la demanda global, y en especial de la recuperación de la zona euro (45% del total de sus exportaciones). Con todo, el nivel de PIB todavía se encuentra algo más de un 2% por debajo de los niveles observados antes de la crisis.

- **La tasa de desempleo se mantiene ligeramente por encima del 7% en diciembre, pero es probable que alcance ese umbral en 2T14**

La tasa de desempleo según la definición de la OIT repuntó 0,1pp hasta el 7,2% en los tres meses hasta diciembre (Consenso: 7,1%), tras la rápida reducción observada desde mediados de 2013 (más de 0,5pp desde el 7,8%) y en línea con lo que anticipábamos en nuestro anterior informe sobre una reducción más gradual en los próximos meses. El crecimiento del empleo fue robusto por segundo trimestre consecutivo (0,6% t/t en 4T13), indicando por tanto un magro avance de la productividad (alrededor de un 0,1% t/t), si bien el aumento de los salarios fue limitado (alrededor de un 0,3% t/t) y se continúa reflejando en un aumento contenido de los costes laborales. En general, estas cifras apoyan la visión del Banco de Inglaterra (BdI), reflejada tanto en su *Inflation Report* como en las minutas de febrero, sobre el todavía elevado exceso de capacidad en el mercado de trabajo y la ausencia de presiones inflacionistas por el lado de los costes.

- **La inflación se moderó hasta el 1,9% a/a en enero, dando más margen para mantener una política monetaria acomodaticia**

Tras cuatro años por encima del objetivo, la inflación se moderó nuevamente en enero, en 0,1pp hasta el 1,9% a/a, algo más de lo esperado (2%) y siendo además la moderación generalizada por componentes. La fortaleza de la libra, junto con el menor precio de las materias primas así como la falta de inflación en los salarios, sugieren que la inflación seguirá oscilando ligeramente por debajo del objetivo del Bdl (1,9% a/a) en el horizonte de previsión.

- **Sólido crecimiento en el horizonte de previsión, que continuará apoyado en la demanda doméstica y, en especial, en el rebote de la inversión**

El mayor crecimiento de lo previsto a finales de 2013, junto a la mejora de los factores domésticos (mayor empleo, menor inflación, fuerte mejora de la confianza y mejora de las condiciones de financiación, y sin cambios significativos en las medidas de política económica), nos ha llevado a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2014 en 0,3pp hasta el 2,6%. Para 2015, esperamos una ligera moderación del crecimiento hasta el 2,4%. Estas previsiones, aunque más moderadas que las presentadas por el Bdl en el *Inflation Report* de febrero (3,4% para 2014 y 2,7% para 2015), contemplan un crecimiento trimestral robusto (alrededor del 0,6% t/t en promedio en el horizonte de previsión), algo por encima de nuestra estimación de crecimiento potencial.

El rebote de la inversión será el principal motor de la economía (6,7% en 2014 y 5,8% en 2015) para hacer frente tanto a la aceleración del gasto interno como al aumento de la demanda externa. Además, estas mejores expectativas se verán reforzadas por las expectativas de bajos tipos de interés en el horizonte de previsión, y por la extensión del *Funding for Lending Scheme* para favorecer el crédito a las empresas, lo que debería facilitar la materialización de las decisiones de inversión. Por otro lado, la creación de empleo, junto con el aumento de los salarios y la moderación de la tasa de inflación, redundarán en un incremento 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. Respecto al consumo público, la significativa moderación observada ya en 2013 (0,4% desde el 1,6%) continuará este año y el que viene para cumplir con el proceso de consolidación fiscal en marcha.

Finalmente, las exportaciones netas volverán a contribuir positivamente al crecimiento del PIB (0,3pp en 2014 y 0,2pp en 2015), pero de manera moderada, ya que el aumento de las exportaciones (limitadas por la fortaleza de la libra y un mayor aumento de los precios domésticos respecto a la zona euro) no será mucho mayor que el avance de las compras al exterior para satisfacer la demanda doméstica.

- **El mejor desempeño económico lleva al Bdl a aumentar la transparencia de su función de reacción**

A pesar de que todavía continúa la misma estrategia de *forward guidance* anunciada en agosto del año pasado (manteniendo el tipo de interés en el 0,50% y el stock de compra de activos en 375mM de libras en febrero), tanto el mayor crecimiento económico como, sobre todo, la mejor evolución del mercado de trabajo respecto a lo anticipado entonces por el Bdl, le ha llevado a adelantar cómo adaptará dicha estrategia una vez se alcance el umbral del 7% de la tasa de desempleo, probablemente a lo largo de 2T14.

El Bdl destacó la incertidumbre asociada en la medición y evaluación del exceso de capacidad que existe en la economía, sobre todo tras la “decepcionante” evolución de la productividad en los últimos meses. El Comité sigue estimando que dicho exceso de capacidad es elevado (1%-1,5% del PIB), sobre todo en el mercado de trabajo (tasa de paro de equilibrio del 6%-6,5%) y quiere mantener una política monetaria orientada a cerrar la brecha de output gap en los próximos dos-tres años, máxime cuando las presiones inflacionistas son muy limitadas (tanto por el lado de los costes como de la precios importados) con unas perspectivas de inflación algo por debajo de su objetivo en todo el horizonte de previsión.

Como consecuencia, la decisión sobre la evolución del tipo de interés estará condicionada por el progreso de la economía, de manera que el Bdl seguirá de cerca un conjunto más amplio de 18 indicadores que incluyen, además del desempleo, la participación en el mercado laboral, horas trabajadas, contratos a tiempo parcial no deseados, encuestas de capacidad utilizada, productividad y salarios, haciendo más explícita su función de reacción. Por lo tanto, la segunda fase del *forward guidance* más bien supone una vuelta a la estrategia habitual anterior a la crisis, con el tipo de interés respondiendo a la evolución del output gap y las desviaciones de la inflación respecto al objetivo.

El Bdl continúa estimando que la productividad aumentará en los próximos trimestres, debido a una mejor asignación tanto del capital como del empleo hacia las actividades más productivas. Esta evolución será un determinante importante de la política monetaria, ya que cuanto más aumente la productividad más margen hay de crecimiento no inflacionario y por tanto más lento será el ciclo de normalización. No obstante, también destaca el Bdl que un menor avance de la productividad tendría un impacto limitado sobre la inflación dada la contención de los costes laborales, y por lo tanto, en cualquier caso, el Bdl enfatiza que dicho ciclo de normalización será muy lento y gradual para garantizar la sostenibilidad de un crecimiento robusto (sobre todo de la inversión). Finalmente, también anunciaron que se mantendrá el stock de compra de activos (y la reinversión de los vencimientos) al menos hasta la primera subida de tipo de interés.

- **Prevedemos tipos de interés en el 0,50% a lo largo de 2014, con la primera subida en 2T15**

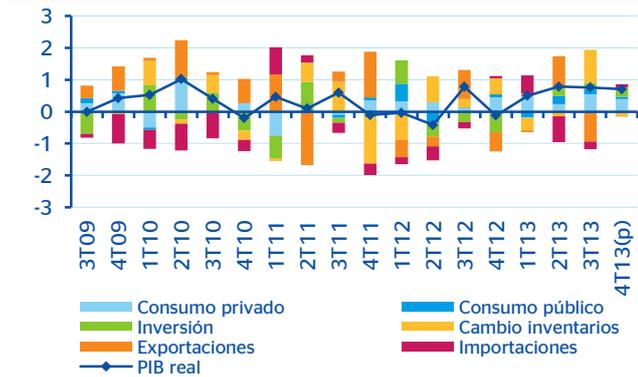
En línea con la mejor evolución de la economía durante los últimos tres meses, hemos adelantado un trimestre a 2T15 nuestra previsión del comienzo del ciclo de subidas del tipo de interés de referencia respecto a nuestro escenario de hace tres meses. Todo apunta a que el banco central prevé de momento que la estrategia de salida será muy lenta.

## Reino Unido

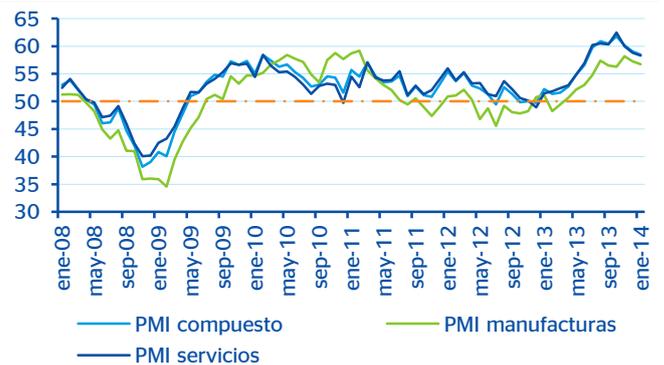
### Actividad económica: continúa el sólido crecimiento del PIB y la creación de empleo, pero la moderación de la tasa de desempleo podría ser más moderada

El crecimiento del PIB se mantuvo fuerte y estable a finales de 2013, aunque la demanda interna podría enfrentarse a dificultades en los próximos trimestres. Los indicadores disponibles para 1T14 son muy limitados, pero apuntan hacia una cierta moderación del crecimiento.

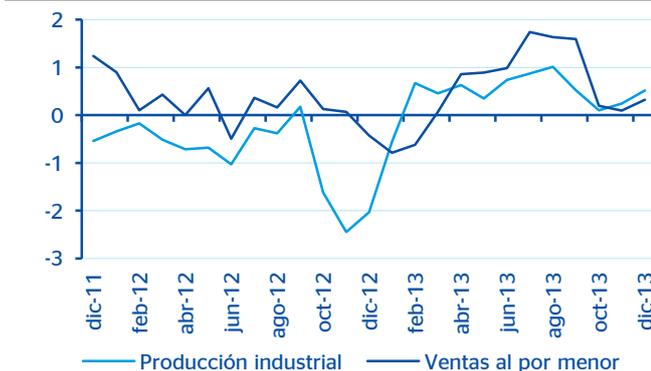
PIB (% t/t) y aportación por componentes (pp)



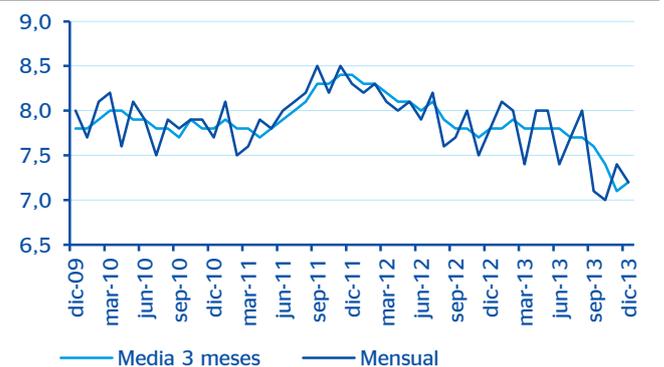
Confianza del índice de gerentes de compras por sectores



Producción industrial y ventas minoristas (% media móvil trimestral)



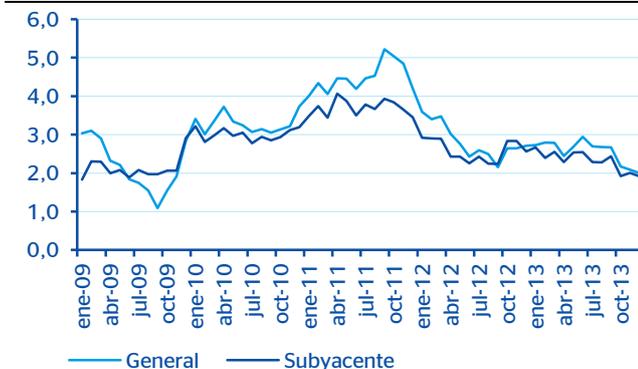
Tasa de desempleo (% OIT)



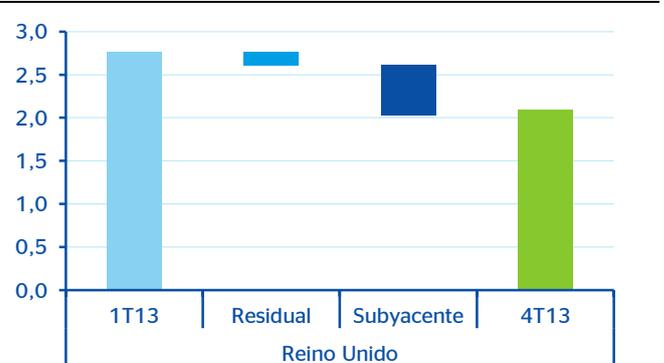
### Inflación: las presiones sobre los precios siguen contenidas

La inflación se moderó nuevamente en enero para situarse en el 1,9% a/a. La fortaleza de la libra junto con el menor precio de las materias primas así como la falta de inflación en los salarios sugiere que la inflación seguirá oscilando ligeramente por debajo del objetivo del Bdl en el horizonte de previsión.

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



Inflación de los precios al consumo. Promedio trimestral (% a/a)



\* Fuente: ONS, Markit y BBVA Research

Tabla 1

**Reino Unido: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación**

<b>Tasa a/a</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Consumo privado	-1,0	-3,6	1,0	-0,4	1,5	2,3	2,2	2,1
Consumo público	2,2	0,6	0,5	0,0	1,6	0,4	0,5	-0,2
Formación bruta de capital fijo	-6,9	-16,7	2,8	-2,4	0,7	-2,0	6,7	5,8
Inventarios (*)	-0,2	-1,5	1,2	0,4	-0,5	0,7	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>-1,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>
Exportaciones	1,1	-8,7	6,7	4,5	1,1	0,5	2,7	4,2
Importaciones	-1,7	-10,7	7,9	0,3	3,1	0,9	1,8	3,4
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>PIB</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>
<b>Inflación</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento  
Fuente: 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.