

Observatorio Económico

Reino Unido

Madrid, 24 de enero 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

Reino Unido: el Banco de Inglaterra se mantiene cauto tras los buenos datos de 4T13

El umbral del 7% en la tasa de desempleo no es un desencadenante de una salida inminente

- **En el último trimestre de 2013 se mantuvo el impulso económico**

Los últimos datos del 4T13 indican que la recuperación está en marcha a un ritmo fuerte y estable (después del 0,8% t/t en el 2T13 y 3T13). Los datos sobre la confianza procedentes de los índices de gerentes de compras se situaron ligeramente por encima de la media del 3T13, a pesar del moderado deterioro registrado en noviembre y diciembre, especialmente en el sector servicios. En cambio, los datos reales, aunque positivos, apuntan a unas perspectivas más moderadas que los indicadores de confianza, lo que indica que la recuperación se ha mantenido fuerte pero que no es probable que gane impulso dado que la demanda interna sigue con dificultades por el bajo crecimiento de la renta real y por las restricciones del crédito. La producción industrial se mantuvo plana en noviembre después de un ligero repunte en octubre, lo que dio lugar a un incremento más moderado en estos dos meses con respecto al 3T13 (0,4%, después de un 0,6% t/t en ese trimestre), mientras que la media de las ventas minoristas de octubre y noviembre se incrementó un débil 0,3% t/t con respecto al 3T13 (1,6% t/t), a pesar del marcado repunte registrado en noviembre. Por último, es probable que las exportaciones vuelvan a caer a finales de 2013, pero a un ritmo más moderado que en el 3T13 y, en combinación con una moderada caída de las importaciones, podría resultar finalmente en una contribución de las exportaciones netas menos negativas que en el trimestre anterior, cuando restaron 1,2pp al crecimiento.

- **La tasa de desempleo está cerca del umbral establecido por el Bdl, pero las cifras mensuales presentan una historia menos optimista**

La tasa de desempleo de la OIT cayó más de lo esperado, hasta situarse en el 7,1% en los tres meses hasta noviembre (consenso: 7,3%), de modo que continúa el sorprendente comportamiento del mercado de trabajo en los últimos meses e indica que el umbral del 7% establecido en el "forward guidance" del Bdl podría alcanzarse mucho antes de lo que el banco había previsto (en el 3T15). No obstante, si se observan las cifras mensuales de la Encuesta de Población Activa (no la media trimestral suavizada), la tasa de desempleo aumentó 0,3 pp, hasta situarse en el 7,4% en noviembre, lo que apunta a unas perspectivas menos optimistas que serían coherentes con una reducción más paulatina de la tasa de desempleo en los próximos meses.

- **El Comité de Política Monetaria hizo todos los esfuerzos posibles por frenar el mensaje ortodoxo de los datos de actividad**

Las actas de enero del Comité de Política Monetaria se centraron de nuevo en destacar que el umbral del 7% en la tasa de desempleo no desencadenará necesariamente una decisión de política monetaria. De hecho, el Comité parece pensar que el marco de comunicación del Banco funciona, y destaca los resultados de un sondeo de Reuters que muestra un incremento del retardo entre la fecha esperada en la que el desempleo alcanza el 7% y la primera subida de los tipos.

Más interesantes fueron los comentarios del Comité de Política Monetaria sobre la *"decepcionante"* y *"sorprendente falta de mejora cíclica importante de la productividad durante la recuperación"* derivada de una evolución del mercado de trabajo mejor de lo esperado, lo que indica que los *"cambios en la composición del desempleo"* (la tasa a largo plazo también ha bajado) *apuntan a que el desempleo de equilibrio podría ser más bajo de que se pensaba anteriormente*, lo que muestra que el Comité de Política Monetaria no necesariamente ve presiones alcistas sobre los precios. Esto fue coherente con la debilidad del crecimiento de los salarios; el Comité de Política Monetaria dice que indica una mayor evidencia de *"la continuada existencia de capacidad ociosa en el mercado de trabajo"*.

- **La inflación se mantuvo en el 2% en diciembre, un poco por debajo de las previsiones del Bdl**

La inflación se desaceleró considerablemente en el 4T13, especialmente en octubre (2,2% a/a después de un 2,7% a/a en septiembre), hasta situarse en el 2% a/a en diciembre después de haber oscilado en torno al 2,7% a/a en los trimestres anteriores. El factor que subyace a esta importante moderación de la inflación es principalmente el menor crecimiento de los precios de los servicios a lo largo del año (lo que explica una moderación de alrededor -0,6pp), pero también influye la caída de la inflación de la energía a finales del año (que explica el descenso de -0,2pp). Esta moderación de la inflación fue un poco mayor de lo anticipado, mientras que la fortaleza de la libra, combinada con el menor precio de las materias primas así como con la falta de inflación en los salarios indica que en 2014 la inflación seguirá oscilando ligeramente por debajo del objetivo del Bdl (1,9% a/a).

- **Veremos tipos de interés en el 0,50% a lo largo de 2014, aunque es posible que aumenten antes del 3T15, tal como asumimos en nuestras previsiones**

Hay varias razones que nos empujan a ser cautos y a no pensar que el primer movimiento alcista de los tipos se produzca en breve. En primer lugar, aunque en las actas de enero del Bdl se destacó que el impulso económico podría ser más fuerte de lo que el Banco había previsto para finales de 2013 y comienzos de este año (aproximadamente un crecimiento del PIB del 1% t/t), creemos que el ritmo de recuperación, aunque robusto, perderá algo de fuerza en los próximos trimestres ya que se irá desvaneciendo el apoyo del gasto público y el proceso de reposición de existencias ya observado podría ser temporal. De hecho, el nivel del PIB en el 3T13 todavía se mantuvo aproximadamente un 2% por debajo del nivel anterior a la crisis (1T08).

En segundo lugar, los datos mensuales de la encuesta de población activa apuntan a una lenta reducción de la tasa de desempleo en los próximos meses. Además, el Comité de Política Monetaria podría terminar bajando el umbral de la tasa de desempleo establecido en su marco de *forward guidance* para retrasar un posible movimiento alcista de los tipos este año si de verdad cree que la NAIRU está por debajo de lo que se anticipaba anteriormente. La ventaja de bajar el umbral debería ser una implementación más eficaz del *forward guidance* del Bdl; sin embargo, también introduciría confusión en el propio concepto del *forward guidance*. En general, creemos que no es probable una inminente reducción del umbral, a menos que los mercados den por descontado un temprano movimiento alcista de los tipos en los próximos meses.

En tercer lugar, es probable que la previsión de inflación se revise a la baja en el próximo informe sobre inflación, de forma que estará por debajo del objetivo del Bdl en 2014. Esto, junto con la falta de presiones sobre los precios podría apoyar una política monetaria más acomodaticia, más aún en el contexto de la consolidación fiscal actual.

Por último, es probable que antes de empezar el ciclo de ajuste en los tipos del Banco, el Bdl comience por retirar el programa de compra de activos.

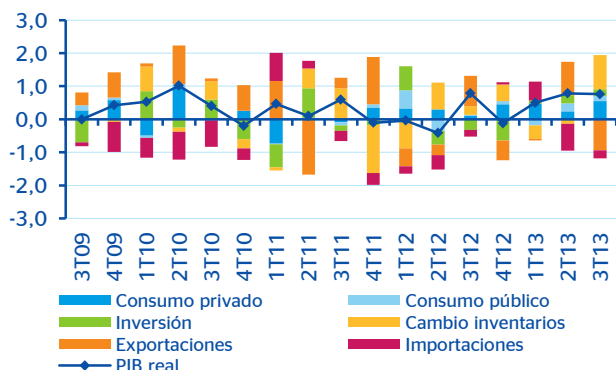
Aun así, teniendo en cuenta los datos más recientes, vemos una clara tendencia de que el ciclo de ajuste comenzará antes del 3T15, tal como incorporamos en nuestras previsiones.

Reino Unido

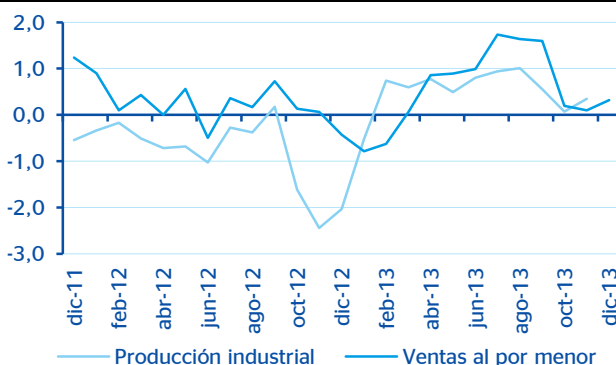
Actividad económica: continúa el sólido crecimiento del PIB, por lo que la tasa de desempleo se reduce más rápido de lo previsto

Es probable que el crecimiento del PIB se haya mantenido fuerte y estable a finales de 2013, aunque la demanda interna podría enfrentarse a dificultades en los próximos trimestres. A pesar de que la caída de la tasa de desempleo ha sido más rápida en los tres meses anteriores a noviembre, las cifras no suavizadas apuntan a una mejora más lenta en los próximos meses.

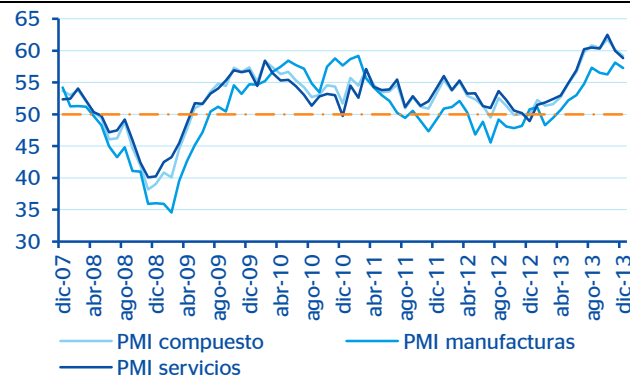
PIB (% t/t) y aportación por componentes (pp)



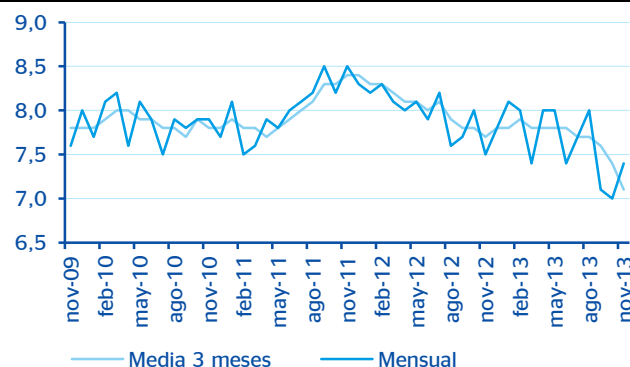
Producción industrial y ventas minoristas (% media móvil trimestral)



Confianza del índice de gerentes de compras por sectores



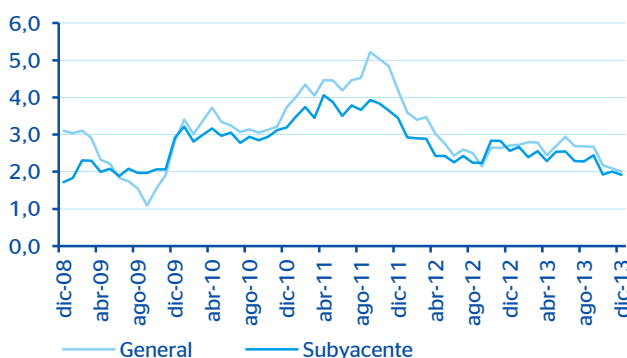
Tasa de desempleo (% OIT)



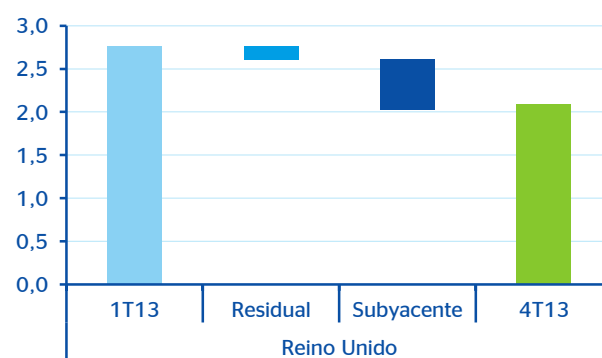
Inflación: las presiones sobre los precios siguen contenidas

Importante reducción de la inflación en el 4T13, para permanecer en el 2% en diciembre, gracias a los servicios, mientras que la fortaleza de la libra esterlina y los precios más bajos de las materias primas también hacen bajar la inflación.

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



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



* Fuente: ONS, Markit 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.