

Observatorio Económico

Reino Unido

Madrid,
20 de marzo 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: Política económica orientada al crecimiento

Crecimiento más equilibrado, sin cambios en política monetaria y política fiscal neutral con incentivos a inversión y exportaciones

- **El crecimiento en 4T13 fue más equilibrado, sobre todo en los componentes de la demanda doméstica**

Los resultados detallados de la Contabilidad Nacional confirmaron el crecimiento del PIB del 0,7% t/t en 4T13 (similar al crecimiento de los dos trimestres anteriores), lo que supuso un avance medio anual del 1,8% en 2013, y revelaron un patrón de crecimiento más equilibrado (también como consecuencia de la revisión de los datos trimestrales anteriores). La inversión se recuperó con fuerza, tomando el relevo de un menor apoyo sobre todo del consumo privado, pero también del público. Además, las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento como resultado de la fuerte caída de las importaciones, a pesar de que las exportaciones siguieron siendo débiles (Gráfico 1). Por lo tanto, aunque estos datos podrían reducir la preocupación de las autoridades económicas sobre el peso del consumo en el crecimiento, todavía parece precipitado concluir que haya habido un cambio en el patrón de crecimiento y que éste sea sostenible, sobre todo en lo que respecta al comportamiento de las exportaciones y su tirón sobre la inversión, máxime cuando detrás del rebote de la inversión continúa estando el sector de la construcción y el estímulo del gasto público. Así, las medidas económicas anunciadas recientemente se encaminan a fortalecer este proceso para que no descarrile.

- **En los primeros meses del año la recuperación de la inversión se consolida, mientras que el consumo se modera ...**

Los datos más recientes sugieren un crecimiento del PIB relativamente estable (es probable que ligeramente menor) a principios de año (Gráfico 2) que continuará apoyado en una mayor inversión y un gasto de los hogares más moderado. Por un lado, la producción industrial en enero mostró una ligera desaceleración respecto a 4T13 (Gráfico 5), pero la fabricación de bienes de capital e intermedios rebotó significativamente. Esto último, unido al aumento de la confianza (Gráfico 3 y 4) y del margen de beneficios, y junto con un mayor acceso al crédito (FLS enfocado en financiación a empresas) y los bajos tipos de interés, apunta a que el crecimiento de la inversión continuará siendo robusto. Por otro lado, las ventas al por menor en enero se redujeron significativamente, dejando el gasto de los hogares prácticamente estancado respecto a 4T13 (Gráfico 6). No obstante, la mejora de la confianza de los consumidores, asociada a la buena evolución del mercado de trabajo, junto con el aumento de los salarios y la moderación de la inflación apuntan hacia un consumo privado relativamente resistente, aunque más moderado.

- **... pero las exportaciones no despegan**

Los datos de balanza comercial de enero continúan sin mostrar signos de recuperación de las exportaciones (Gráfico 7 y 8). Después de la debilidad observada el último trimestre del pasado año (0,4% t/t), las exportaciones se contrajeron significativamente en enero, lo que supone una caída de alrededor del -1,5% respecto a 4T13, mientras que las importaciones prácticamente se estancaron, con lo que las exportaciones netas podrían volver a lastrar el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2014. Además, las encuestas de confianza mostraron que los pedidos procedentes del exterior se deterioraron fuertemente en enero y febrero, por lo que no anticipan que este comportamiento de las exportaciones cambien en el corto plazo. A pesar de la mejor evolución de la economía de la zona euro (su principal socio europeo), la reciente apreciación de la libra esterlina, impulsada por las mejores expectativas económicas de UK y por la mayor demanda de esta divisa como activo refugio tras las turbulencias en los emergentes, podría estar frenando las ventas al exterior. En definitiva, continúan las dudas del papel de las exportaciones en los próximos trimestres para el reequilibrio del crecimiento.

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

La tasa de desempleo (definición de la OIT) se mantuvo estable en el 7,2% en el promedio de los tres meses hasta enero, tras la rápida reducción observada desde mediados de 2013 (Gráfico 9). No obstante, se espera que continúe mejorando en los próximos meses (en particular, la tasa mensual se situó en el 6,9%), pero a un ritmo más lento, según progresa la recuperación de la economía. El crecimiento más lento del empleo redundó en un aumento de la productividad, por lo que la ganancia de los salarios nominales no se trasladó a los costes laborales (Gráfico 10) y, por lo tanto, no debería suponer un aumento de las presiones inflacionistas, mientras que continuaría siendo un soporte para el consumo privado.

- **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 (Gráfico 11 y 12). 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.

- **Sin sorpresas en el análisis del Banco de Inglaterra, por lo que mantiene su mensaje sobre la orientación de la política monetaria**

La votación para mantener sin cambios los instrumentos de política monetaria fue unánime en la reunión de marzo, destacando que a pesar de que continúa el *forward guidance* anunciado en agosto del año pasado, el umbral del 7% de la tasa de desempleo se alcanzará en los próximos meses y dará lugar a la adaptación de dicha estrategia, como se anunció en el *Inflation Report* de febrero, por lo que la nueva estrategia estará condicionada al progreso de la economía. Las minutas enfatizan la escasa reacción de los mercados tras ese anuncio y que se mantienen las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés.

El Bdl evalúa positivamente las señales de un crecimiento más equilibrado (mayor peso de la inversión y menos del consumo privado), así como el reciente aumento de la productividad derivado de la moderación en la creación de empleo. No obstante, señalan la existencia de signos contradictorios respecto al exceso de capacidad en la economía. Por un lado, el número de parados podría limitar la capacidad productiva y, por ende, hacer que el exceso de capacidad fuera menor del esperado. Por otro lado, consideran que los buenos datos del mercado de trabajo (sobre todo aumentaron los autónomos, que podrían estar subempleados) podrían estar dando una idea errónea del exceso de capacidad, siendo algo más elevada de lo que podría interpretarse a primera vista. Esto último estaría en línea con el aumento moderado de los salarios nominales, mientras que la significativa reducción de las expectativas de inflación tampoco empujará al alza las negociaciones salariales. Todo ello apunta a que las presiones inflacionistas siguen siendo reducidas, por lo que mantienen su previsión de una inflación alrededor del 2% en el horizonte de previsión.

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

En definitiva, el Bdl mantuvo tanto su análisis de la situación económica como el mensaje sobre la orientación de la política monetaria, por lo que continuamos esperando el primer aumento de los tipos de interés en el segundo trimestre del año que viene, con una estrategia de salida muy lenta.

- **Medidas fiscales neutrales en 2014, dejando el ajuste para después de las elecciones**

Las medidas fiscales anunciadas esta semana en el presupuesto son neutrales desde el punto de vista del déficit en el medio plazo y están encaminadas a estimular la inversión y las exportaciones, contribuir a la contención de la inflación y favorecer las rentas de los hogares. Son neutrales porque los estímulos anunciados (5,5 billones de libras acumulado hasta 2018-19) se compensarán con una reducción del gasto y los ingresos procedentes de la lucha contra la evasión fiscal (5,75 billones de libras acumulado hasta 2018-19). Entre los estímulos, cabe destacar el aumento del umbral (hasta 500000 desde 150000) para las deducciones de inversión del 100% hasta diciembre de 2015, mientras que el aumento de la deducción del mínimo personal y la reducción del impuesto al ahorro favorecerán la renta disponible de los agentes. El apoyo a las exportaciones se materializará en el aumento del crédito disponible para estas empresas (se duplica hasta los 3 billones de libras). Finalmente, los cambios en los impuestos especiales del alcohol y el tabaco deberían favorecer la contención de la inflación.

Por lo tanto, las medidas anunciadas no tienen impacto sobre las cuentas públicas, y tampoco se tomarán medidas adicionales discrecionales, por lo que la revisión a la baja del déficit público hasta el 5,5% del PIB (-0,1pp) en 2014-15 desde el 6,6% en el año fiscal que se cierra responde básicamente a la mejora cíclica de la economía, que también redundó en una revisión a la baja del déficit de alrededor de 0,2pp hasta 2018-19 (Tabla 1). En definitiva, gran parte del ajuste fiscal todavía quedará pendiente para después de las elecciones en 2T15 (alrededor del 5,1% del PIB). Las mejores expectativas de crecimiento también afectaron a la previsión de la deuda pública y ahora se espera que alcance un máximo de 78,7% del PIB (-1,2pp) en 2015-16.

Finalmente, las previsiones económicas de la *Office for Budget Responsibility* son menos optimistas que las presentadas por el Bdl (Tabla 1), más en línea con nuestro escenario (Tabla 2), con un crecimiento que todavía estará sustentado principalmente por el gasto de los hogares y una fuerte recuperación de la inversión, y que implica que el exceso de capacidad no desaparecerá hasta 2018.

Tabla 1
Previsiones OBR actualizadas en marzo 2014

Tasa a/a	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	1,8	2,7	2,3	2,6	2,6	2,5
Consumo privado	2,3	2,1	1,8	2,5	2,7	2,4
Consumo público	0,9	1,2	-0,5	-1,2	-1,8	-0,9
Inversión privada	-1,2	8,0	9,2	8,1	8,7	7,7
Inversión pública	-6,4	10,7	1,0	2,2	0,8	-0,5
Exportaciones netas (*)	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1
Inflación	2,6	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Déficit público (% PIB)	6,6	5,5	4,2	2,4	0,8	-0,2
Deuda pública (% PIB)	74,5	77,3	78,7	78,3	76,5	74,2

(*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Tabla 2
Previsiones BBVA Research de crecimiento del PIB e inflación (febrero 2014)

Tasa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
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
Demanda Interna (*)	-1,6	-6,1	2,1	-0,1	0,9	2,0	2,4	2,2
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
Exportaciones netas (*)	0,9	0,9	-0,5	1,2	-0,7	-0,1	0,3	0,2
PIB	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,3	1,9	2,6	2,4
Inflación	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,9	2,0

(*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research

Reino Unido

Contabilidad nacional: hacia un crecimiento más equilibrado

Las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB, aunque por la caída de las importaciones, en detrimento del protagonismo del consumo privado. La inversión se recupera a tasas robustas. Esperamos que el ritmo de recuperación se mantenga o se modere ligeramente a principios de año.

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

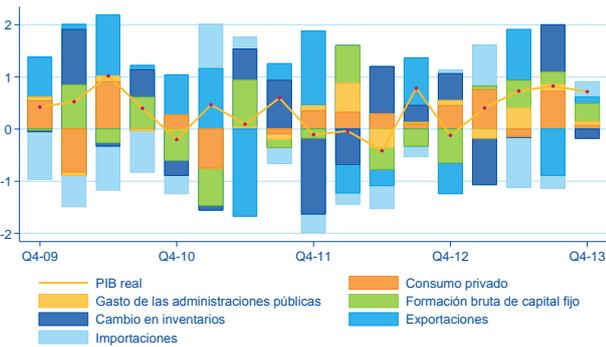
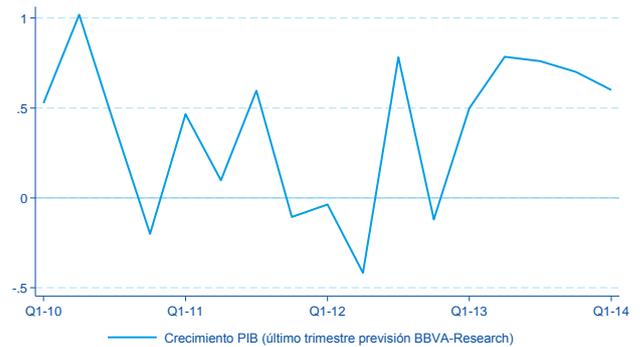


Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión



Confianza: alta pero moderándose a principios de año, sugiriendo algo menos de crecimiento

A pesar de la moderación en los últimos meses, 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 de inversión.

Gráfico 3
PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)*

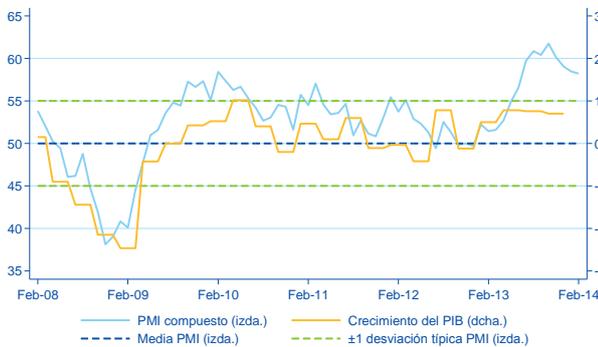
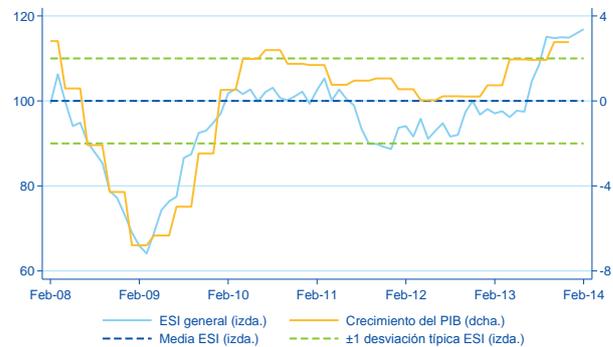


Gráfico 4
Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) **



Actividad: más inversión y menos consumo

La producción industrial volvió a aumentar en enero, sobre todo la de bienes de capital e intermedios. El estancamiento de las ventas al por menor sugieren que el consumo privado avanzará a un ritmo más moderado en 1T14

Gráfico 5
Prod. Ind. (% a/a), PMI nuevos pedidos y prod. manuf.*

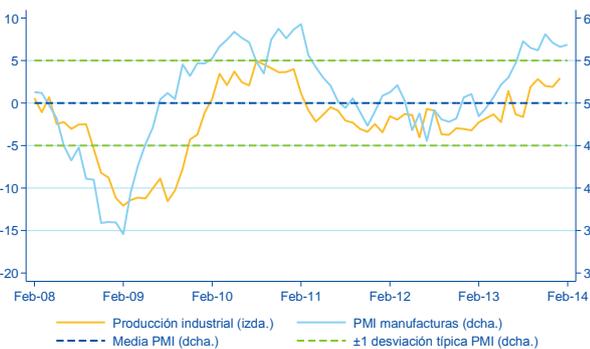
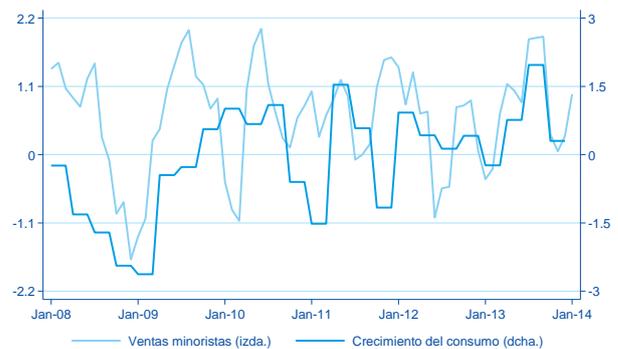


Gráfico 6
Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)*



*Fuente: HAVER y BBVA Research

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

Las exportaciones netas podrían volver a lastrar el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2014.

Gráfico 7
Balanza comercial (% del PIB)*

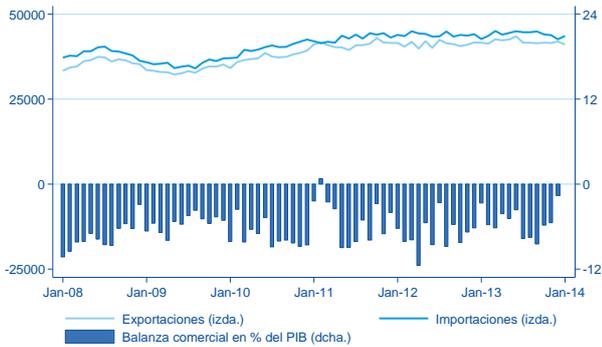


Gráfico 8
Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.*



Mercado de trabajo: continuará mejorando, pero más lentamente

El crecimiento más lento del empleo redundó en un aumento de la productividad, por lo que el aumento de los salarios nominales no se trasladó a los costes laborales y, por lo tanto, no debería suponer un aumento de las presiones inflacionistas.

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



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



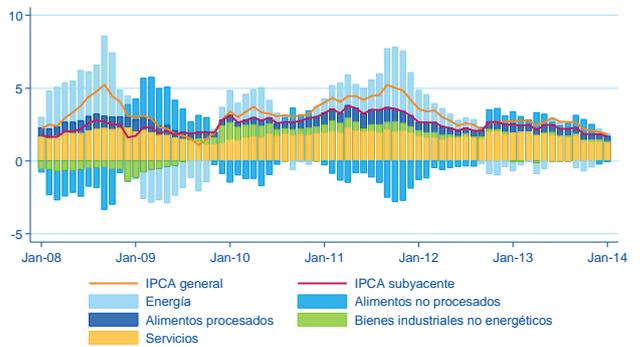
Precios: la inflación se mantendrá fluctuando algo por debajo del 2% a/a

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.

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.