

FOCUS · El Banco de Inglaterra, en la encrucijada

En los últimos meses, el fuerte crecimiento de la economía y del empleo en el Reino Unido ha intensificado el debate sobre cuándo debe llevar a cabo el Bank of England (BoE) la primera subida de tipos de interés. De momento, Mark Carney, el gobernador del BoE, sigue enfatizando que mantendrá una política monetaria expansiva hasta que el exceso de capacidad productiva de la economía se haya reducido sustancialmente. De todas formas, el discurso debería ir cambiando en los próximos meses. Analicemos por qué.

El PIB ya lleva más de un año creciendo por encima del 2%, y todo apunta a que se mantendrá en cotas similares en 2015 y 2016. Así, el *output gap* (o la diferencia entre la producción observada y la potencial, que alcanzó cotas del -3% en 2012, según el FMI) prácticamente se cerrará este año. Históricamente, cuando esto ha sucedido, la presión sobre los precios ha aumentado y, por tanto, la política monetaria ha tenido que reaccionar endureciendo las condiciones financieras (o disminuyendo su laxitud). Otra muestra de que el exceso de capacidad productiva es ya muy reducido la otorga la buena marcha del mercado laboral. La tasa de desempleo disminuyó hasta el 5,9% en el 4T 2014, claramente por debajo del promedio histórico, del 6,8%. Además, una parte importante del incremento del empleo correspondió a contratos a tiempo completo, un dato indicativo de la creciente confianza en que el ciclo expansivo sea sostenido. Estos cambios en el mercado laboral deberían traducirse en mejoras salariales. En este sentido, es significativo que la tasa de crecimiento de los salarios fuera del 1,7% interanual en el 4T 2014 (1,2% en el 3T), rompiendo la senda decreciente iniciada en 2008.

Sin embargo, a pesar de que los datos de actividad económica hayan sorprendido al alza en general, la inflación ha sorprendido a la baja en los últimos trimestres. El fuerte descenso de la tasa de inflación, que se situaba en el 0,0% en febrero, no ha sido consecuencia solo de la caída del precio del petróleo, puesto que la inflación subyacente también presentó una marcada tendencia decreciente durante los últimos meses. La apreciación de la libra está teniendo un papel importante en este sentido. Aunque es de esperar que la inflación se vaya recuperando en los próximos meses, la ausencia de presiones inflacionistas introduce un alto grado de incertidumbre sobre el momento en el que la política monetaria debería empezar a cambiar de tono.

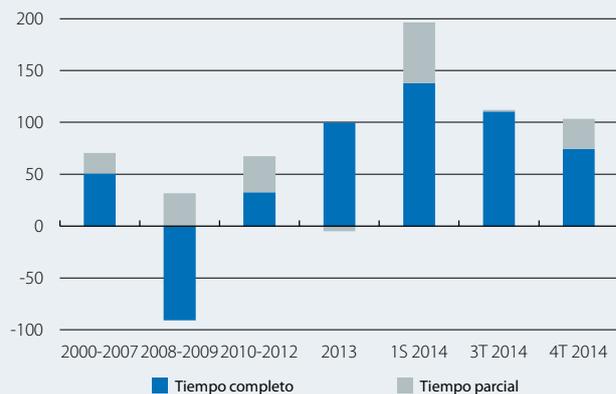
Por si el escenario no fuera suficientemente complejo, el BoE también debe tener en cuenta el efecto de la política monetaria sobre la estabilidad financiera. En este flanco, preocupa especialmente la evolución del precio de la vivienda, que creció un 10% el pasado año. El BoE está in-

tentando contener la posible formación de una nueva burbuja inmobiliaria limitando el riesgo de crédito hipotecario que las entidades pueden asumir.¹ De todas formas, como Mark Carney ha reiterado en numerosas ocasiones, la gestación de una nueva burbuja inmobiliaria sigue siendo una de las principales amenazas para la estabilidad financiera del Reino Unido a medio plazo.

En definitiva, en los próximos meses, el debate de política monetaria en el Reino Unido cobrará protagonismo. Si la inflación empieza a repuntar, según lo previsto, se animará la discusión sobre cuál debe ser el ritmo de subidas del tipo de interés. Y si no repunta, y por tanto el BoE se ve forzado a mantener el tono acomodaticio actual, el debate se centrará en si es posible frenar las presiones sobre los precios inmobiliarios en este entorno.

Reino Unido: empleo

Variación intertrimestral (miles)



Nota: Datos desestacionalizados. Datos en promedio excepto para el 3T 2014 y el 4T 2014.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la ONS.

Reino Unido: expectativas del tipo de interés a corto plazo *



Nota: * Curva de futuros sobre el libor de 3 meses (en libras).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. Por ejemplo, el BoE no permite que más del 15% del total de los nuevos préstamos hipotecarios superen en 4,5 veces los ingresos anuales de los clientes.