

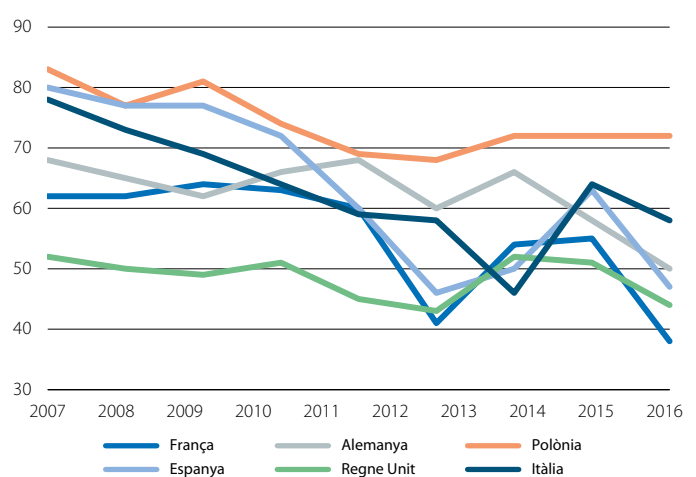
CONJUNTURA · **Brexit: impacte fort al Regne Unit, més difús a la UE**

La decisió de sortir de la UE per part del Regne Unit implica importants conseqüències polítiques. L'opció del *brexit* va guanyar en el referèndum del passat 23 de juny per un estret marge (el 52% vs. el 48%). De llavors ençà, s'ha instaurat una notable crisi política al país, que genera força incertesa. Una primera derivada política ha estat la dimissió del *premier* britànic, David Cameron, efectiva a l'octubre, quan sigui nomenat un nou líder del partit conservador, que haurà de dirigir les negociacions amb la UE. Així mateix, Escòcia, on l'opció de quedar-se va guanyar la votació, es podria replantejar la seva relació amb la resta del país.

La negociació amb la UE, factor clau dels propers mesos. La UE ha comunicat la seva voluntat de negociar ràpidament els termes de la sortida del Regne Unit per no allargar la incertesa i intentar mantenir el país com un soci proper. La UE haurà de trobar en les negociacions un punt intermedi entre una posició de duresa, que eviti la possibilitat de noves consultes, i una d'acomodatícia, que minimitzi l'impacte sobre l'economia real. Els països membres s'enfronten, al mateix temps, a un difícil calendari polític (referèndum sobre la reforma constitucional italiana a l'octubre, eleccions legislatives a Alemanya i a França el 2017, etc.) i a un augment de la desafecció dels ciutadans europeus del projecte de la UE, amb el factor afegit d'un avanç dels partits euroescèptics i populistes. En una perspectiva temporal més dilatada, la sortida del Regne Unit podria actuar com a catalitzador per reforçar el compromís amb el projecte europeu i amb l'euro de la resta de països. Una possibilitat seria accentuar les diferents velocitats d'integració a Europa, amb una major intensitat a la zona de l'euro. No obstant això, la falta d'un lideratge fort a la UE i l'euroescèpticisme creixent podrien fer descarrilar aquest escenari de major integració europea.

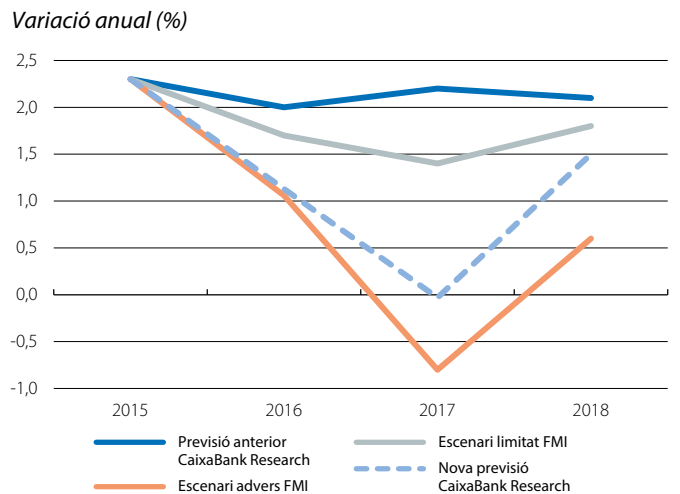
Apreciable impacte econòmic del *brexit* per al Regne Unit a curt termini. És probable que el Regne Unit caigui de manera imminent en recessió per l'elevada incertesa, que frenarà les decisions d'inversió, de contractació i de consum. La magnitud i la profunditat de la recessió dependran de com evolucioni la incertesa generada. Si augmenta, s'incrementarà la pressió per buscar una sortida que no sigui una ruptura radical amb la situació actual. Preveiem que l'economia començarà a normalitzar-se a mesura que s'iniciïn les negociacions amb la UE, probablement al final del 2016 o començament del 2017. Ara com ara, el Banc d'Anglaterra ha injectat liquiditat addicional i podria retallar els tipus d'interès pròximament. A llarg termini, el cost del *brexit* dependrà, en gran part, de com s'articuli la nova relació amb la UE, en particular els acords comercials i de circulació de persones, i amb altres països (per a més detalls, vegeu el Focus «*Brexit: una aposta amb més costos que beneficis*», en l'IM05/2016). Les estimacions del cost en termes de nivell del PIB per part de diversos organismes fluctuen entre el -1% i el -10%.

Unió Europea: opinió favorable sobre la UE *



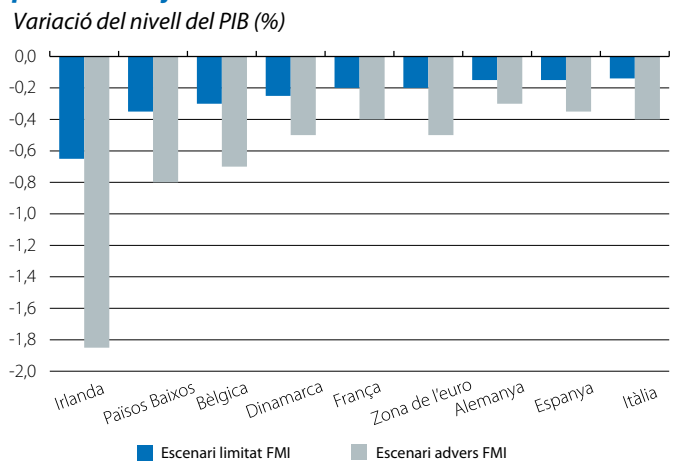
Nota: * Percentatge d'individus amb opinió favorable sobre la UE.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Pew Global Attitudes Survey (juny del 2016).

Regne Unit: previsions de creixement sota diferents escenaris



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.

Impacte econòmic del *brexit* en diferents països a mitjà termini



Nota: Desviació del nivell del PIB de l'escenari sense sortida en relació amb el nivell mínim per a l'escenari limitat (2018) i per a l'escenari advers (2019).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.

Les conseqüències econòmiques per a la resta de països membres haurien de ser moderades. El *brexít* tindrà un impacte directe (a través del canal comercial) sobre la resta de socis comunitaris, a causa de la recessió del Regne Unit, i un d'indirecte, pel repunt de la incertesa. No obstant això, l'efecte agregat hauria de ser modest, equivalent a unes poques dècimes per a la majoria de països. La repercussió en algunes economies, com Irlanda o els Països Baixos, serà major, a causa dels forts vincles d'aquests països amb el Regne Unit. El deteriorament macroeconòmic podria ser més intens si es degrada la cohesió política al si de la UE, si les polítiques econòmiques (monetària, fiscal, etc.) perden efectivitat o si es materialitzen altres riscos externs, tant geopolítics com econòmics.

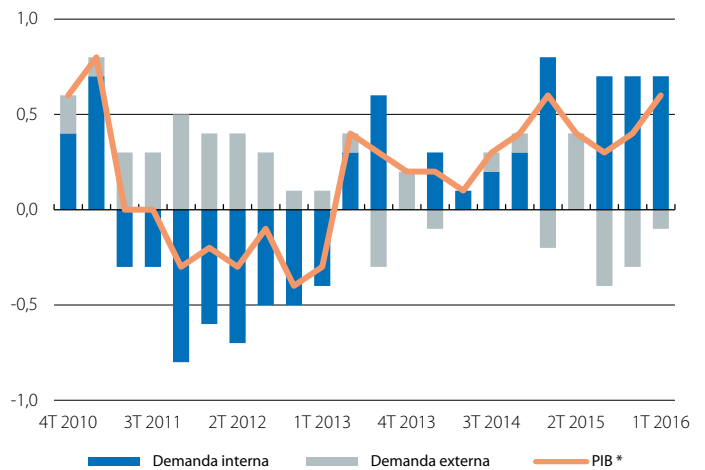
L'economia de la zona de l'euro, en condicions de resistir el xoc. El context en què es produeix el xoc econòmic del *brexít* és, malgrat tot, relativament positiu. La zona de l'euro va sumar, en el 1T 2016, el tretzè trimestre consecutiu amb avanços del PIB (que han permès recuperar el nivell de PIB real previ a la crisi del 2008). En concret, en el 1T, l'increment intertrimestral del PIB va ser del 0,6%, lleugerament superior en relació amb el 0,4% del 4T 2015. A més del ritme d'activitat favorable, cal destacar l'equilibrada composició del creixement. La demanda interna va continuar sent la principal contribuïdora a la variació del PIB (+0,7 p. p.), en particular gràcies al consum privat (+0,3 p. p.), l'aportació del qual va augmentar. El consum públic i la inversió van contribuir, respectivament, amb +0,1 p. p. i +0,2 p. p. i, juntament amb el consum privat, és probable que siguin els pilars del creixement de la zona de l'euro en els propers mesos. Atès el caràcter inercial que acostuma a exhibir la demanda interna, la seva fortalesa atorga un cert marge d'autonomia al cicle dels països de la moneda única en relació amb els canals econòmics més directes pels quals es transmetrà el *brexít*. Per la seva banda, la demanda externa va reduir la contribució negativa al creixement en el 1T (-0,1 p. p.), a causa, sobretot, del menor avanç de les importacions en relació amb les exportacions.

Activitat a l'alça en el 2T. Aquesta bona dinàmica econòmica no s'ha limitat als tres primers mesos de l'any. L'índex de sentiment econòmic a la zona de l'euro va assolir, al maig, el nivell més alt dels quatre últims mesos (104,5 punts). Destaquen els avanços a França (+1,5 punts) i, en menor mesura, a Alemanya (+0,4 punts) i a Itàlia (+0,3 punts). Aquestes bones dades van compensar amb escreix el lleuger empitjorament registrat per Espanya (-0,4 punts). Altres indicadors, com la producció industrial i els índexs PMI, reflecteixen igualment que, en el 2T, l'avanç de l'activitat haurà estat similar al registrat en el 1T.

El consum manté un ritme notable. Els indicadors de consum suggereixen que, en el 2T, la despesa de les famílies va créixer una mica menys que en el trimestre precedent, però encara es manté en una zona raonablement positiva. Així, l'índex de confiança del consumidor de la zona de l'euro va assolir els -7,3 punts al juny i va recuperar, així, gairebé tot el terreny perdut en el 1T. Les dades disponibles evidencien que la millora del consum arriba a la despesa en béns duradors, en particular a l'adquisició d'automòbils, una dinàmica relacionada, sens dub-

Zona de l'euro: PIB

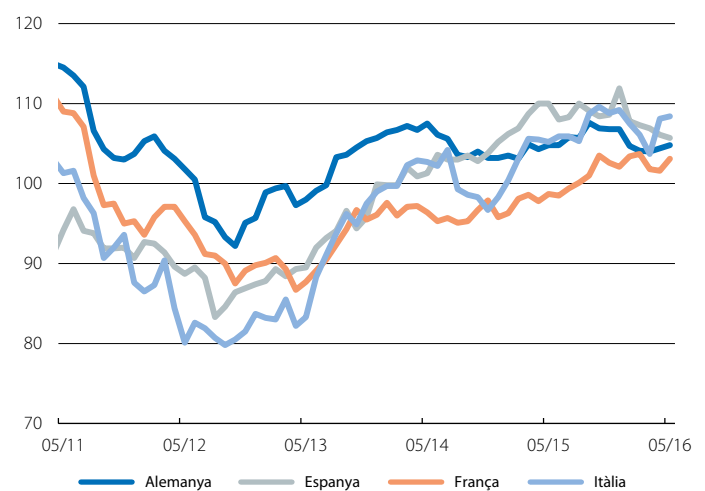
Contribució al creixement intertrimestral (p. p.)



Nota: * Variació intertrimestral (%).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic

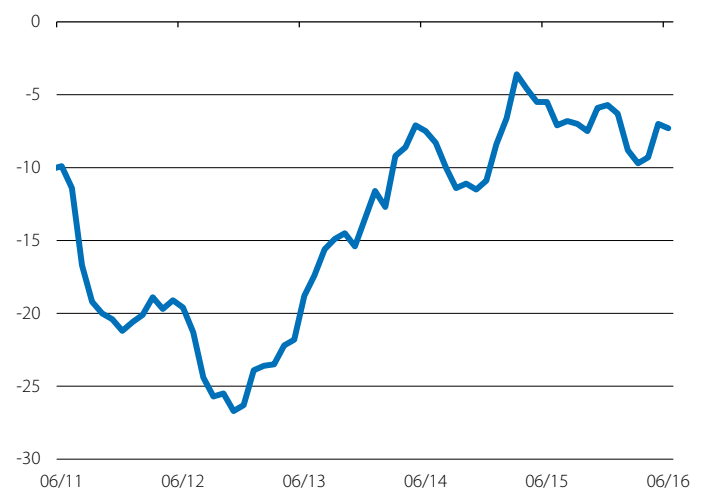
Nivell



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

Zona de l'euro: confiança del consumidor

Nivell



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

te, amb la progressiva normalització del crèdit. A més del consum privat, la inversió es manté com un altre puntal del creixement, com ho testifica la producció industrial de béns de capital, que aproxima l'evolució de la formació bruta de capital fix.

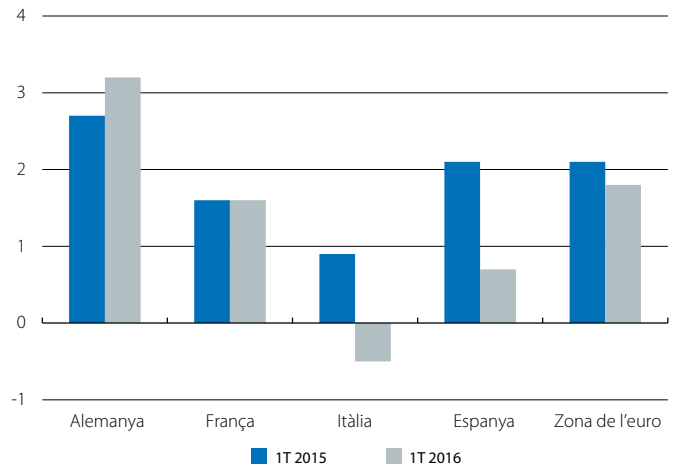
Una millora del mercat laboral moderada però continuada. L'expansió del consum es basa, en gran part, en la expansió constant del mercat laboral. En el 1T 2016, es va mantenir, a la zona de l'euro, un ritme de creació d'ocupació equivalent al del segon semestre del 2015 (el 0,3% intertrimestral). La taxa d'atur, per la seva banda, es va situar, a l'abril, en el 10,2% de la població activa, nivell mínim des del començament del 2011. Pel que fa als costos salarials, en el 1T 2016, el creixement interanual va ser de l'1,8%. Tot i que es tracta d'una certa acceleració en relació amb l'1,5% interanual del 3T i del 4T 2015, el ritme d'avanç és inferior al registrat un any abans, quan va ser del 2,1%, i, en tot cas, és coherent amb el procés d'expansió econòmica que viu la zona de l'euro. Cal destacar que el procés d'augment dels costos salarials és notablement dispar per països. A Alemanya, van créixer el 3,2% interanual en el 1T i, a Espanya, l'increment va ser més moderat (del 0,7%). Així i tot, la dinàmica més continguda és la italiana, país que va registrar una caiguda dels costos salarials del 0,5%.

La inflació torna a terreny positiu al juny. L'índex de preus de consum harmonitzat (IPCH) va créixer el 0,1% interanual al juny, la primera taxa positiva des del gener. Al maig, l'IPCH va recular el 0,1%. L'avanç del nivell general de preus va ser resultat, sobretot, de la menor caiguda del component energètic. Per la seva banda, la inflació subjacent es va mantenir estable al juny en el 0,8% interanual. En els propers mesos, si es compleix l'escenari de CaixaBank Research, la inflació reflectirà de forma progressiva l'augment del preu del petroli, de manera que el component energètic reduirà notablement la seva contribució negativa a partir de l'agost.

Itàlia presenta un perfil de risc elevat. El *brexit* ha intensificat la percepció de risc de les economies perifèriques. Un dels estats que encarna plenament les preocupacions dels inversors és Itàlia. El país transalpí combina una triple font de riscos. D'entrada, la recuperació econòmica de la qual ha gaudit després de la crisi ha estat molt més moderada que la del conjunt de la zona de l'euro, una situació que no s'acaba de corregir (en el 1T, el creixement italià va ser del 0,3% intertrimestral, en relació amb el 0,6% de la zona de l'euro). Un segon front de riscos deriva dels dubtes sobre la solvència del sector bancari italià. Malgrat haver-se constituït un fons privat que hauria d'acumular una part important dels actius bancaris dubtosos, existeixen interrogants sobre si podrà complir la seva funció, interrogants que s'han intensificat pel fet que el Govern i el Banc d'Itàlia sospesen una injecció de liquiditat d'uns 40.000 milions d'euros. El tercer focus de risc és el polític. A l'octubre, es realitzarà un referèndum per acceptar el canvi del paper del Senat, modificació que facilitarà la presa de decisions polítiques. Els resultats de les eleccions municipals del juny palesen que el suport al partit governant s'ha erosionat, la qual cosa afegeix incertesa sobre la capacitat de reforma efectiva que l'electorat italià pot estar en condicions d'assumir.

Zona de l'euro: costos salarials per hora *

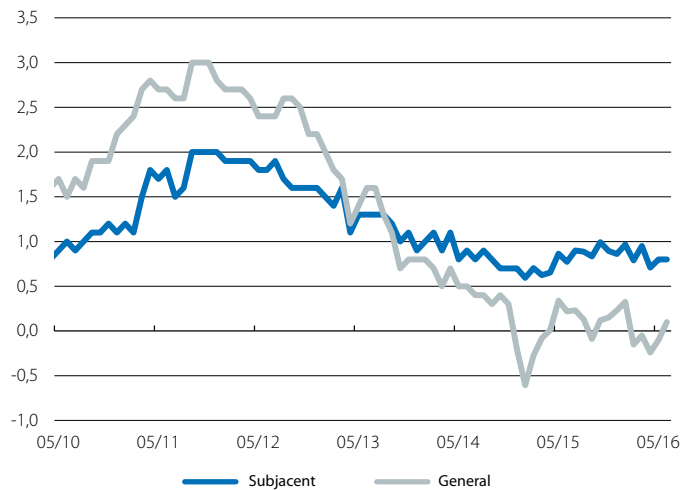
Variació interanual (%)



Nota: * Dades desestacionalitzades.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

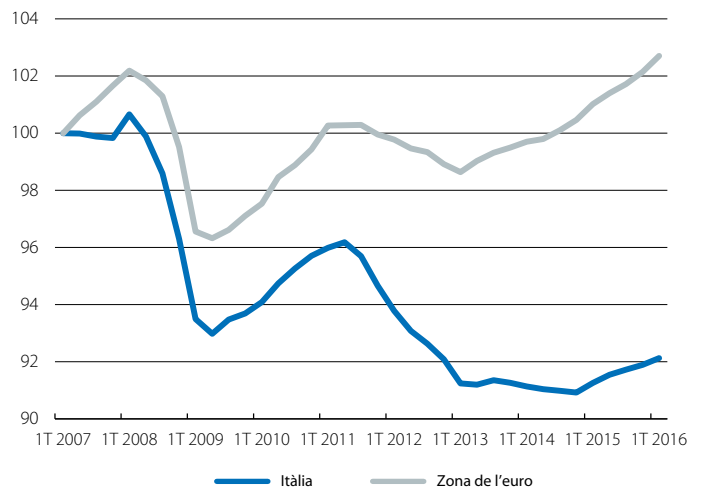
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Itàlia i zona de l'euro: PIB

Índex (100 = 1T 2007)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'Istat.