

COYUNTURA · **Brexit: impacto fuerte en el Reino Unido, más difuso en la UE**

La decisión de salir de la UE por parte del Reino Unido acarrea importantes consecuencias políticas. La opción del *brexit* venció en el referéndum del pasado 23 de junio por un estrecho margen (52% vs. 48%). Mientras tanto, se ha instaurado una notable crisis política en el país, que está generando fuerte incertidumbre. Una primera derivada política ha sido la dimisión del *premier* británico, David Cameron. Esta será efectiva en octubre, cuando sea nombrado un nuevo líder del partido conservador, el cual deberá dirigir las negociaciones con la UE. Asimismo, Escocia, donde la opción de permanecer ganó la votación, podría replantearse su relación con el resto del país.

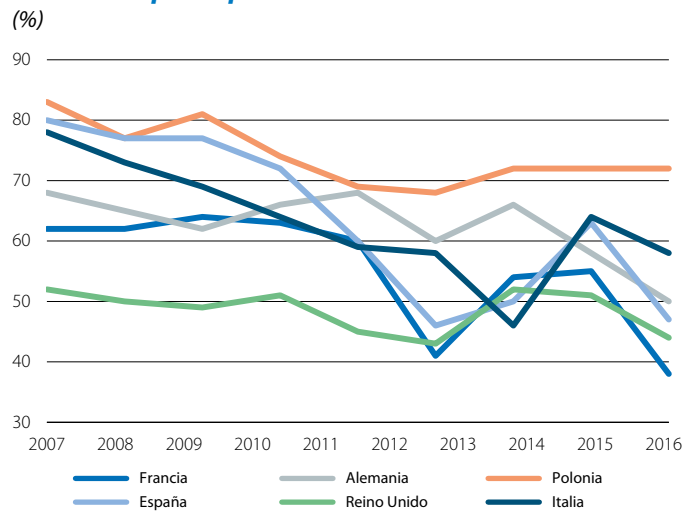
La negociación con la UE, factor clave de los próximos meses.

La UE ha comunicado su voluntad de negociar rápidamente los términos de la salida del Reino Unido para no prolongar la incertidumbre e intentar mantener al país como un socio próximo. La UE deberá encontrar en las negociaciones un punto intermedio entre una posición de dureza, que evite el efecto llamada a nuevas consultas, y una acomodaticia, que minimice el impacto sobre la economía real. Los países miembros se enfrentan al mismo tiempo a un difícil calendario político (referéndum sobre la reforma constitucional italiana en octubre, elecciones legislativas en Alemania y en Francia en 2017, etc.) y a un aumento de la desafección de los ciudadanos europeos sobre el proyecto de la UE, con el factor añadido de un avance de los partidos euroescépticos y populistas. En una perspectiva temporal más dilatada, la salida del Reino Unido podría actuar como catalizador para reforzar el compromiso con el proyecto europeo y con el euro del resto de países. Una posibilidad sería acentuar las diferentes velocidades de integración en Europa, con una mayor intensidad en la eurozona. Sin embargo, la falta de un liderazgo fuerte en la UE y el creciente euroescépticismo podrían hacer descarrilar este escenario de mayor integración europea.

Apreciable impacto económico del *brexit* para el Reino Unido a corto plazo.

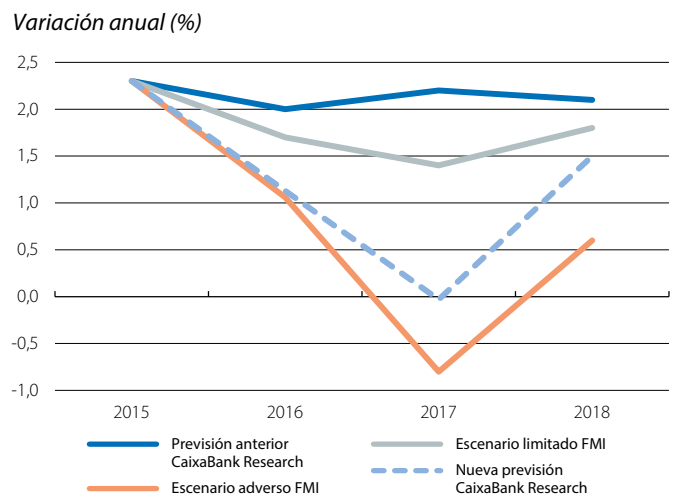
Es probable que el Reino Unido caiga de manera inminente en recesión por la elevada incertidumbre, que frenará las decisiones de inversión, contratación y consumo. Su magnitud y profundidad dependerán de cómo vaya evolucionando la incertidumbre generada. De aumentar esta, se elevará la presión para buscar una salida que no sea una ruptura radical con la situación actual. Preveemos que la economía empiece a normalizarse a medida que se inicien las negociaciones con la UE, probablemente a finales de 2016 o inicios de 2017. De momento, el Banco de Inglaterra ha inyectado liquidez adicional y podría recortar los tipos de interés próximamente. A largo plazo, el coste del *brexit* dependerá en gran medida de cómo se articule la nueva relación con la UE, en particular los acuerdos comerciales y de circulación de personas, y con otros países (véase para más detalle el Focus «Brexit: una apuesta con más costes que beneficios» en el IM05/2016). Las estimaciones del coste en términos de nivel del PIB por parte de varios organismos fluctúan entre un -1% y un -10%.

Unión Europea: opinión favorable sobre la UE*



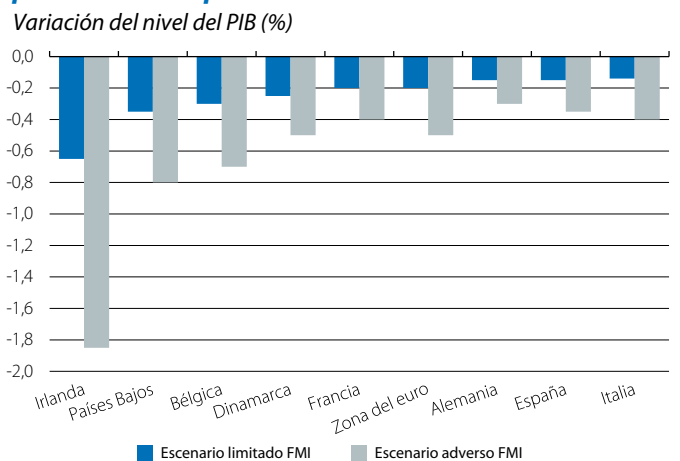
Nota: * Porcentaje de individuos con opinión favorable sobre la UE.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Pew Global Attitudes Survey (junio de 2016).

Reino Unido: previsiones de crecimiento bajo distintos escenarios



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

Impacto económico del *brexit* en distintos países a medio plazo



Nota: Desviación del nivel del PIB del escenario sin salida con respecto al nivel mínimo para el escenario limitado (2018) y para el escenario adverso (2019).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

Las consecuencias económicas para el resto de países miembros deberían ser moderadas. El *brexit* tendrá un impacto directo (a través del canal comercial) en el resto de socios comunitarios debido a la recesión del Reino Unido, y uno indirecto, por el repunte de la incertidumbre. Sin embargo, el efecto agregado debería ser modesto, equivalente a unas pocas décimas para la mayoría de países. La repercusión en algunas economías como Irlanda o los Países Bajos será mayor debido a los fuertes vínculos de estas con el Reino Unido. El deterioro macroeconómico podría ser más acusado si se degrada la cohesión política en el seno de la UE, si las políticas económicas (monetaria, fiscal, etc.) perdiesen efectividad o si se materializaran otros riesgos externos, tanto geopolíticos como económicos.

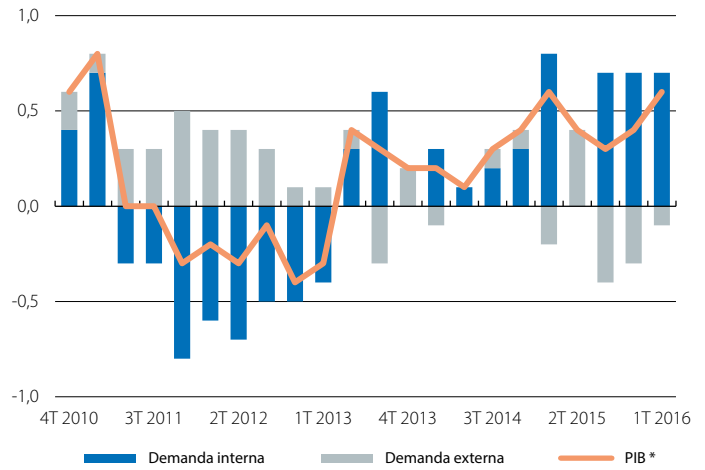
La economía de la eurozona, en condiciones de resistir el shock. El contexto en el cual se produce el *shock* económico del *brexit* es, con todo, relativamente positivo. La eurozona sumó en el 1T 2016 su decimotercer trimestre consecutivo con avances del PIB (que han permitido recuperar el nivel de PIB real previo a la crisis de 2008). Concretamente, en dicho 1T, el incremento intertrimestral del PIB fue del 0,6%, ligeramente superior respecto al 0,4% del 4T 2015. Además de su ritmo de actividad favorable, cabe destacar la equilibrada composición del crecimiento. La demanda interna continuó siendo la principal contribuidora a la variación del PIB (+0,7 p. p.), en particular, gracias al consumo privado (+0,3 p. p.), cuya aportación aumentó. El consumo público y la inversión contribuyeron, respectivamente, con +0,1 p. p. y +0,2 p. p. y, junto con el consumo privado, es probable que sean los pilares del crecimiento de la eurozona en los próximos meses. Dado el carácter inercial que acostumbra a exhibir la demanda interna, su fortaleza provee de cierto margen de autonomía al ciclo de los países de la moneda única respecto a los canales económicos más directos por los que el *brexit* se transmitirá. Por su parte, la demanda externa redujo su contribución negativa al crecimiento en el 1T (-0,1 p. p.), a causa, sobre todo, del menor avance de las importaciones con respecto al de las exportaciones.

Actividad al alza en el 2T. Esta buena dinámica económica no se circunscribe a los tres primeros meses del año. El índice de sentimiento económico en la eurozona alcanzó en mayo el nivel más alto de los últimos cuatro meses (104,5 puntos). Destacan los avances en Francia (+1,5 puntos) y, en menor medida, en Alemania (+0,4 puntos) e Italia (+0,3 puntos). Estos buenos datos más que compensaron el ligero empeoramiento que registró España (-0,4 puntos). Otros indicadores, como la producción industrial y los índices PMI, apuntan igualmente a que en el 2T el avance de la actividad habrá sido similar al registrado en el 1T.

El consumo mantiene un ritmo notable. Los indicadores de consumo sugieren que en el 2T el gasto de las familias creció algo menos que en el trimestre precedente pero todavía en una zona razonablemente positiva. Así, el índice de confianza del consumidor de la eurozona alcanzó los -7,3 puntos en junio, y recuperó, así, prácticamente todo el terreno perdido en el 1T. Los datos disponibles apuntan a que la mejora del consumo alcanza al gasto en bienes duraderos, en particular, a la adquisición de automóviles, una dinámica sin duda relacionada con la progresiva normalización del crédito. Además del consumo privado, la inversión se mantiene como otro puntal de creci-

Eurozona: PIB

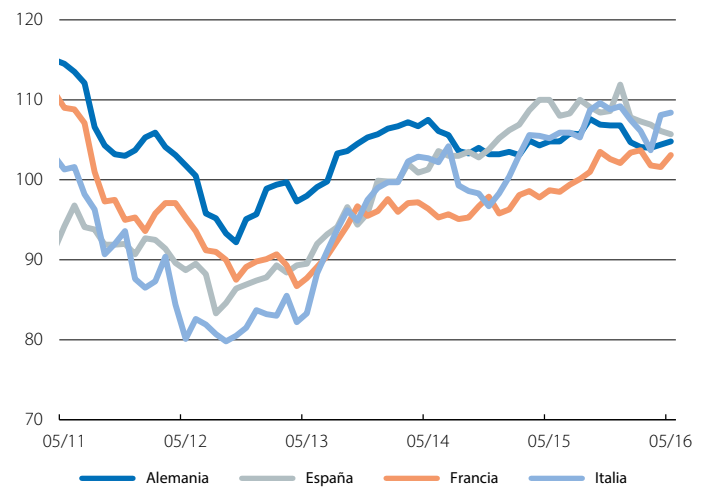
Contribución al crecimiento intertrimestral (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral (%).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: índice de sentimiento económico

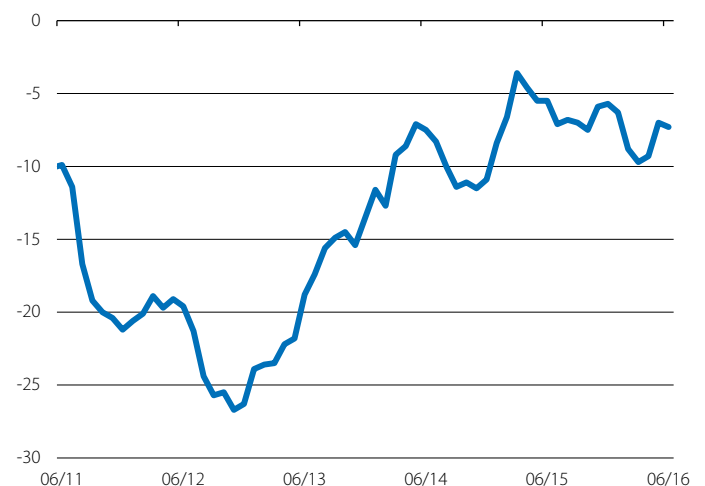
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

Eurozona: confianza del consumidor

Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

miento apreciable como atestigua la producción industrial de bienes de capital, que aproxima la evolución de la formación bruta de capital fijo.

Una mejora del mercado laboral moderada pero continuada.

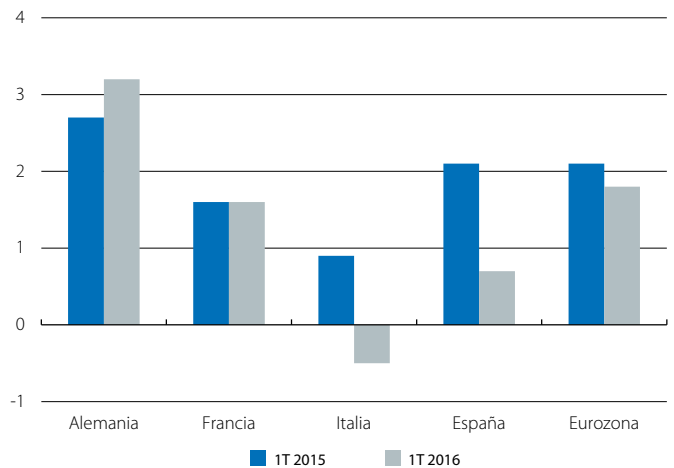
La expansión del consumo se ampara, en gran medida, en la continuada expansión del mercado laboral. En el 1T 2016 se mantuvo en la eurozona un ritmo de creación de la ocupación equivalente a la del segundo semestre de 2015 (0,3% intertrimestral). La tasa de paro, por su parte, se situó en abril en el 10,2% de la población activa, su mínimo desde principios de 2011. Por lo que se refiere a los costes salariales, en el 1T 2016 el crecimiento interanual fue del 1,8%. Aunque se trata de una cierta aceleración respecto al 1,5% interanual del 3T y del 4T 2015, el ritmo de avance es inferior al registrado un año antes, cuando fue del 2,1%, y, en todo caso, es consistente con el proceso de expansión económica que la eurozona está viviendo. Cabe señalar que el proceso de aumento de los costes salariales está siendo notablemente dispar por países. Mientras en Alemania crecieron un 3,2% interanual en dicho 1T, en España el incremento fue un más moderado (del 0,7%). Con todo, la dinámica más contenida es la italiana, país que registró una caída de los costes salariales del 0,5%.

La inflación vuelve a terreno positivo en junio. El índice de precios de consumo armonizado (IPCA) creció un 0,1% interanual en junio, su primera tasa positiva desde enero pasado. En mayo el IPCA había retrocedido un 0,1%. El avance del nivel general de precios fue resultado, sobre todo, de la menor caída del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable en junio en el 0,8% interanual. En los próximos meses, y de cumplirse el escenario de CaixaBank Research, la inflación reflejará progresivamente el aumento del precio del petróleo, de manera que el componente energético reducirá notablemente su contribución negativa a partir de agosto.

Italia presenta un perfil de riesgo elevado. El *brexit* ha acrecentado la percepción de riesgo de las economías periféricas. Uno de los estados que encarna plenamente las preocupaciones de los inversores es Italia. El país transalpino combina una triple fuente de riesgos. De entrada, la recuperación económica de la que ha disfrutado tras la crisis ha sido mucho más moderada que la del conjunto de la eurozona, una situación que no se acaba de corregir (en el 1T el crecimiento italiano fue del 0,3% intertrimestral, frente al 0,6% de la eurozona). Un segundo frente de riesgos deriva de las dudas sobre la solvencia del sector bancario italiano. A pesar de haberse constituido un fondo privado que debería acumular una parte importante de los activos bancarios dudosos, existen interrogantes sobre si podrá cumplir su función, interrogantes que se han visto acrecentados por el hecho de que el Gobierno y el Banco de Italia están sopesando una inyección de liquidez de unos 40.000 millones de euros. El tercer foco de riesgo es el político. En octubre próximo se realizará un referéndum para aceptar el cambio del papel del Senado, modificación que facilitará la toma de decisiones políticas. Los resultados de las elecciones municipales de junio apuntan a que el apoyo del partido gobernante se está erosionando, lo que añade incertidumbre sobre la capacidad de reforma efectiva que el electorado italiano puede estar en condiciones de asumir.

Eurozona: costes salariales por hora *

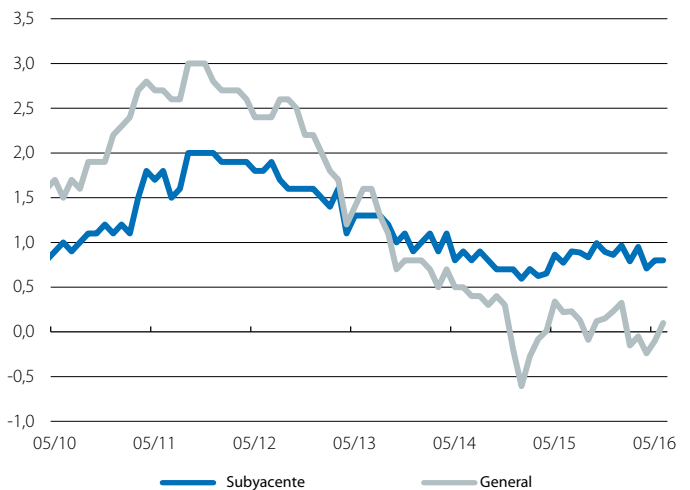
Variación interanual (%)



Nota: * Datos desestacionalizados.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: IPC armonizado

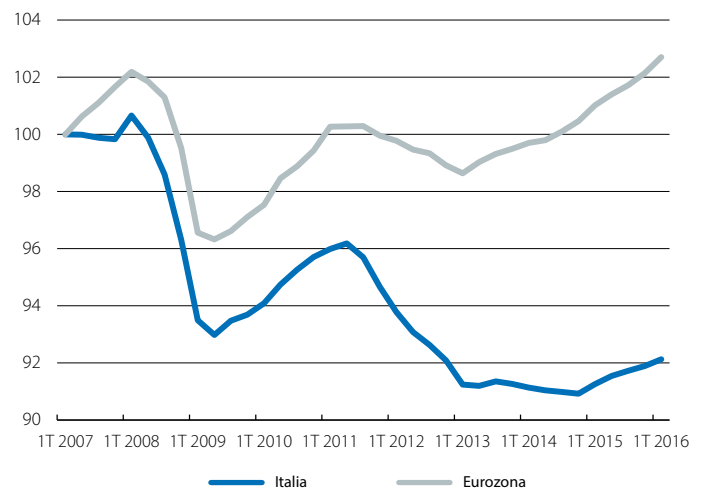
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Italia y Eurozona: PIB

Índice (100 = 1T 2007)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat e Istat.