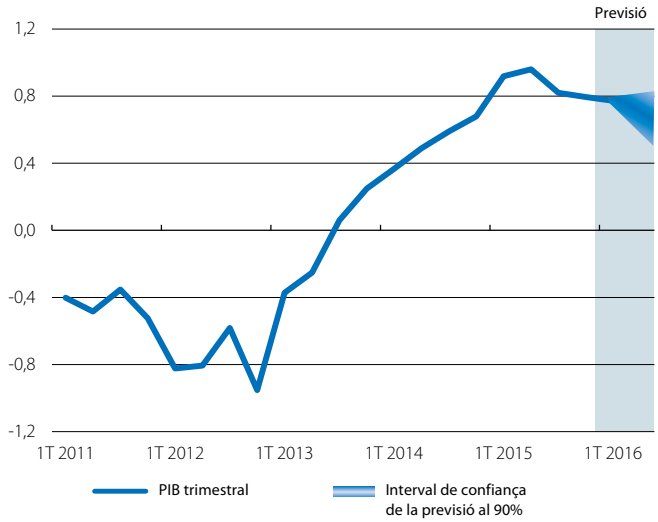
CONJUNTURA · L'economia espanyola navega en un entorn extern més desfavorable

L'economia espanyola aguanta el tipus en el primer semestre, però el segon es presenta més ennuvolat. La informació disponible corresponent als mesos d'abril a juny, encara molt incompleta, mostra que el creixement econòmic va continuar sent robust en el 2T 2016. En concret, l'indicador avançat del PIB de CaixaBank Research prediu un avanç del 0,7% intertrimestral, la qual cosa implica una desacceleració mínima en relació amb el 1T (el 0,8% intertrimestral). Aquest menor ritme de creixement entra dins el guió previst i obeeix, en gran part, a l'esgotament progressiu d'un seguit de factors que, temporalment, impulsen l'economia espanyola, entre els quals destaquen la rebaixa fiscal i la caiguda del preu del petroli. Aquesta tendència s'intensificarà en el segon semestre, ja que aquests factors continuaran perdent força, i, a més a més, han aparegut en escena noves nuvolades: la decisió del Regne Unit de sortir de la UE (*brexit*) ha obert un període de forta incertesa i de turbulències financeres que moderarà el creixement europeu, ja prou feble. Per a l'economia espanyola, preveiem un avanç del PIB més moderat, del 0,5% intertrimestral en els propers trimestres, de manera que el còmput anual queda en el 2,8% per al 2016 i en el 2,2% per al 2017 (anterior: 2,4%).

L'impacte del *brexit* sobre l'economia espanyola serà moderat. Espanya té importants relacions econòmiques i comercials amb el Regne Unit, de manera que cal esperar que l'entrada en recessió del país anglosaxó afecti l'economia espanyola, tot i que l'impacte tindrà un abast moderat. L'efecte a través del canal comercial serà modest en comparació amb el d'altres països europeus, ja que el Regne Unit és la destinació del 7,3% de les exportacions de béns espanyoles (equivalent a l'1,7% del PIB espanyol), aproximadament la meitat de l'exposició que la zona de l'euro té al Regne Unit. De tota manera, destaca la importància que té el Regne Unit per al sector turístic, ja que és el primer país emissor de turistes internacionals per a Espanya (prop del 23% del total). Així mateix, cal assenyalar que un important nombre de visitants anglosaxons tenen residència permanent o temporal a Espanya (800.000 persones el 2015). D'altra banda, les empreses espanyoles tenen un elevat estoc d'inversió estrangera directa (IED) al Regne Unit (el 17% de la IED espanyola total, equivalent al 7% del PIB espanyol). Una lliura feble i un empitjorament de les perspectives de creixement del país anglosaxó afecten negativament el valor d'aquestes inversions, tal com s'ha reflectit en el descens de les cotitzacions borsàries després del referèndum. El Regne Unit és, també, una font d'IED rellevant per a Espanya: la inversió britànica representa el 12,4% del total d'IED a Espanya. No obstant això, en els últims anys, els fluxos d'entrada d'IED provinents del Regne Unit han estat molt limitats (al voltant del 0,1% del PIB). A més d'aquests efectes directes, l'impacte sobre l'economia espanyola podria ser més sever en funció de

Indicador avançat del PIB de CaixaBank Research

Variació intertrimestral (%)



Font: *CaixaBank Research.*

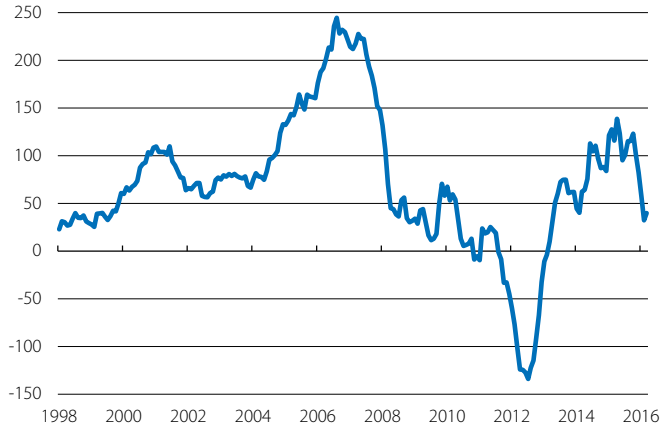
Relacions econòmiques entre Espanya i el Regne Unit

	Milions d'euros	% del total
Exportacions de béns al Regne Unit	18.231	7,3
Importacions de béns del Regne Unit	12.584	4,6
Despesa de turistes del Regne Unit	9.558	19,5
IED espanyola al Regne Unit	75.568	17,1
IED del Regne Unit a Espanya	59.439	12,4

Nota: *Última dada disponible.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del Departament de Duanes.*

*Entrades d'inversió estrangera directa i inversió en cartera **

Acumulat de 12 mesos (milers de milions d'euros)



Nota: ** Net de desinversió.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

l'efecte final sobre la zona de l'euro, sobretot si la situació d'incertesa s'allarga i alimenta nous episodis de turbulències financeres.

Les turbulències financeres podrien alentir el ritme de les entrades de capital a l'economia espanyola. Un dels factors que ha impulsat la recuperació des del 2013 ha estat el flux positiu de capitals que ha rebut l'economia, tant en forma d'inversió en cartera (sobretot, deute públic) com en forma d'IED. Així, en els 12 mesos fins al març, les entrades netes d'IED i d'inversió en cartera es van apropar als 40.000 milions d'euros, xifra lleugerament inferior a la dels dos anys precedents, però encara molt significativa. A més a més, mantenir la confiança dels inversors internacionals és de vital importància, ja que l'economia espanyola té un endeutament elevat amb la resta del món (la posició deutora neta va baixar al 90,8% del PIB en el 1T 2016). El perill que un episodi de *risk-off* als mercats financers globals disminueixi l'apetència inversora cap a les economies perifèriques no és menyspreable i podria entorpir la recuperació econòmica.

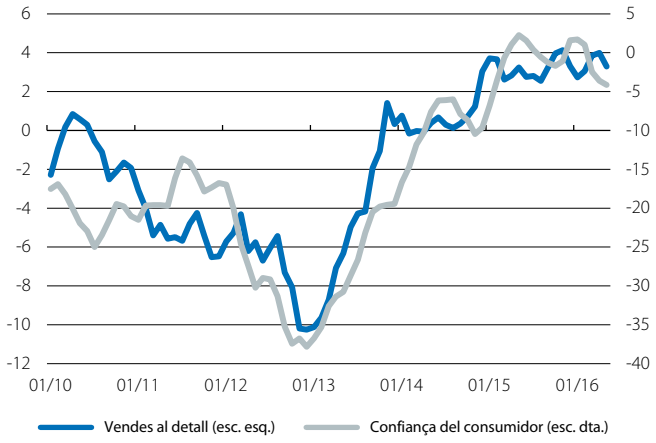
Ara com ara, els elements en què es basa la recuperació continuen sent sòlids. Pel costat de la demanda, els indicadors vinculats al consum privat (vendes al detall i confiança del consumidor) es mantenen molt ferms, la qual cosa indica que aquest component continuarà exercint de motor de la demanda interna en el 2T. Al seu torn, el dinamisme del consum es basa en una millora continuada de les condicions de finançament i de la renda bruta disponible de les llars (el 2,3% interanual en el 1T). D'aquesta manera, en conjunt, les llars compatibilitzen l'augment del consum amb el manteniment de la capacitat d'estalvi en cotes raonables. En concret, la taxa d'estalvi es va situar en el 9,3% de la renda bruta disponible en el 1T, una cota una mica inferior a la mitjana històrica del 9,7%.

La creació d'ocupació és molt dinàmica, i la moderació salarial es manté. El creixement de la renda bruta disponible de les llars en el 1T s'explica per l'augment de les rendes salarials (el 3,2% interanual), les quals, al seu torn, deriven de l'increment de l'ocupació (el 3,5% interanual), ja que la remuneració per assalariat continua gairebé estancada (el –0,3% interanual). Si tenim en compte l'increment moderat dels salaris pactats en conveni al maig, de l'1,1% interanual, la contenció salarial prosseguirà en els propers trimestres, i això contribuirà a mantenir el dinamisme de la creació d'ocupació (el ritme d'afiliació a la Seguretat Social es manté en cotes elevades, del 2,6% interanual al maig).

La inversió empresarial s'alenteix, com és habitual en aquesta fase més avançada del cicle. Els indicadors disponibles assenyalen que el to expansiu de l'activitat empresarial es va perllongar durant el 2T, tot i que a un ritme una mica més moderat que en els tres primers mesos de l'any. En concret, l'indicador de sentiment empresarial (PMI) del sector manufacturer va flexionar a la baixa al maig, i la xifra de negocis de la indústria va recular lleugerament a l'abril (el –0,7% interanual). Així i tot, l'increment de les comandes industrials provinents de l'exterior (el 6,0% interanual en l'acumulat de 12 mesos), tant

Indicadors de consum

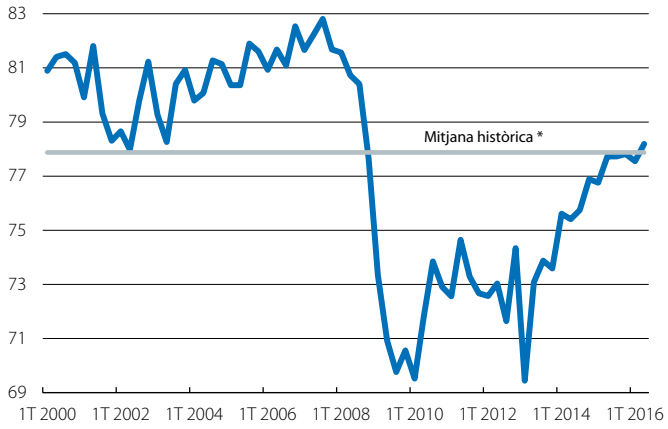
Variació anual de la mitjana mòbil de 3 mesos (%) — *Mitjana mòbil de 3 mesos (Nivell)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i de la Comissió Europea.*

Grau d'utilització de la capacitat productiva a la indústria

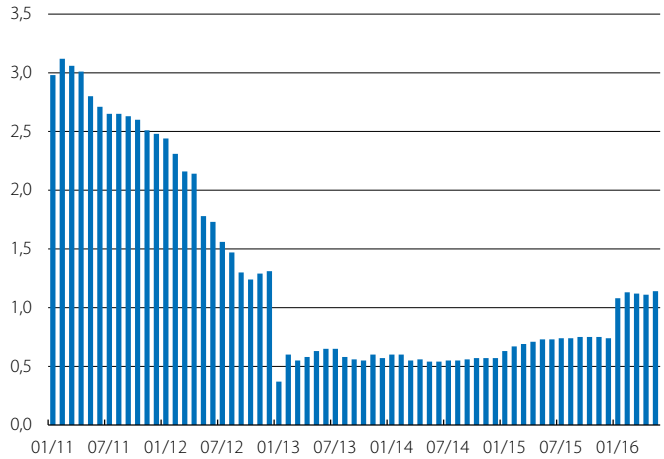
(%)



Nota: ** Mitjana històrica des del 1980.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia i Competitivitat.*

Increments salarials pactats en convenis col·lectius

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia.*

de la zona de l'euro (el 7,3% interanual) com de la resta de destinacions (el 4,4% interanual), vaticina una millora del sector industrial en els propers mesos. Pel que fa al sector serveis, els indicadors també apunten, en conjunt, a un manteniment del dinamisme de l'activitat. Així, l'índex PMI va mostrar una lleugera millora i se situa per damunt de la mitjana del 1T. Un altre indicador que reflecteix com l'economia espanyola s'endinsa, a poc a poc, en una fase més madura del cicle econòmic és la utilització de la capacitat productiva, que es va situar en el 78,2% en el 2T 2016, un registre lleugerament superior a la mitjana històrica des del 1980.

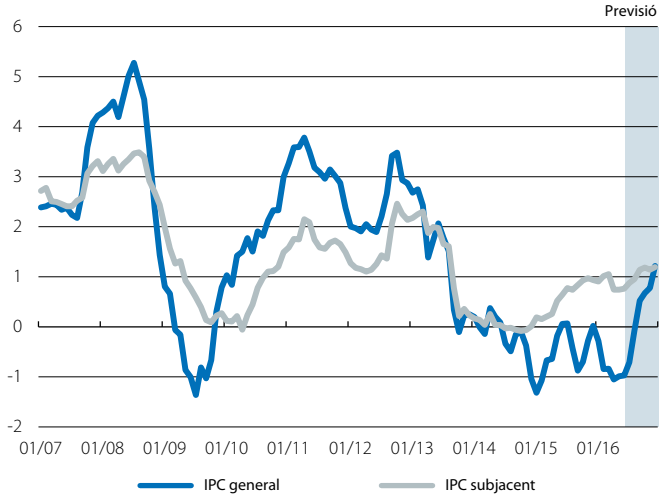
La inflació aviat reflectirà la situació cíclica de l'economia. Malgrat que ja fa més de tres anys que es va iniciar la recuperació econòmica, la inflació encara continua en terreny negatiu. Malgrat que aquesta situació obeeix, en gran part, a l'enfonsament del preu dels carburants en l'últim any, la falta de pressions inflacionistes en un context d'elevat creixement econòmic pot semblar sorprenent. Però falta poc perquè aquesta situació canviï. Al juny, la inflació es va recuperar 2 dècimes, fins al –0,8%, i, de cara als propers mesos, es preveu que iniciï una ràpida tendència alcista en desfer-se l'efecte graó de la caiguda del preu del petroli. Així mateix, després de la sotragada del maig, l'IPC subjacent recuperarà la tendència suau a l'alça, gràcies al dinamisme constant del consum privat.

L'ajust del dèficit públic continua pendent. L'execució pressupostària fins a l'abril situa el dèficit (excloses les corporacions locals) en l'1,2% del PIB, 1 dècima per damunt del registre d'un any enrere. Malgrat que l'Administració central i les comunitats autònomes han millorat el saldo, continua el deteriorament del superàvit de la Seguretat Social (vegeu el Focus «La sostenibilitat dels comptes de la Seguretat Social, la tasca pendent», en aquest mateix *Informe Mensual*). La falta d'ajust dels comptes públics durant la primera meitat de l'any suggereix que, per aconseguir reduir el dèficit públic fins al 3,6% contemplat a l'Actualització del Pla d'Estabilitat presentat pel Govern, serà necessari adoptar mesures en el segon semestre.

El crèdit bancari es continua recuperant, i la morositat continua baixant. El desglossament del crèdit del 1T 2016 mostra que cada vegada més segments passen a anotar taxes de variació interanual positives. A més del crèdit al consum i al sector agrícola, que van començar a créixer el 2015, en el 1T, també ho ha fet el crèdit a la indústria, una mostra més que el crèdit dóna suport a la recuperació de l'activitat productiva empresarial. Per la seva banda, la taxa de morositat va continuar baixant en tots els segments, tot i que cal destacar que la de la construcció i la del crèdit al promotor encara continuen en cotes molt altes. Aquesta tendència es mantindrà, gràcies a les polítiques expansives del BCE, i donarà suport al consum i a la inversió.

IPC

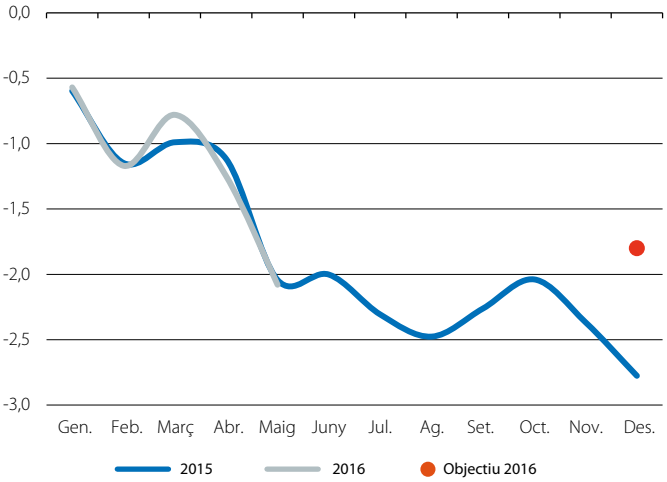
Variació interanual (%)



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

Execució pressupostària de l'Estat

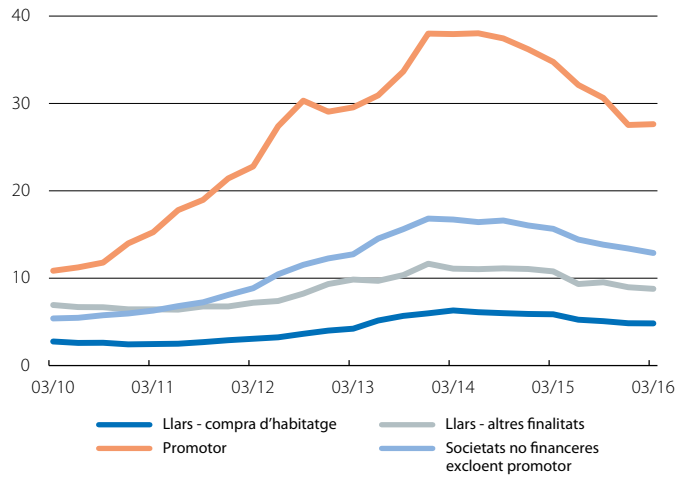
(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la IGAE.*

Taxa de morositat per segments

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*