Brexit: un evento de cola que se materializa

El resultado favorable a la salida de Reino Unido de la Unión Europea en el referéndum del día 23 de junio abre un periodo de incertidumbre que podría tener consecuencias económicas. A la espera de que Reino Unido anuncie formalmente su intención de abandonar la UE, el proceso podría alargarse hasta dos años. La incertidumbre sobre el proceso podría tener un efecto adverso sobre el crecimiento de Reino Unido. A su vez, la posible restricción de los flujos comerciales y de inversión podría tener un efecto negativo sobre el crecimiento a largo plazo, cuya magnitud dependerá de los términos en los que se cierre el acuerdo.

Nereida González

El voto favorable a la salida en el referéndum sobre la permanencia de Reino Unido en la Unión Europea, hasta hace unas semanas visto como un evento de cola y por tanto riesgo asimétrico, ha abierto un escenario de elevadísima incertidumbre sobre el futuro de Reino Unido y la UE. Las potenciales consecuencias económicas y políticas del voto derivaron en muy intensas correcciones en los mercados al día siguiente del resultado de la votación. Asimismo, provocaba una serie de efectos encadenados que pasaban por la dimisión del primer ministro, Cameron, y el reclamo de referéndums similares en otros países de la UE. En cualquier caso, el proceso para que se haga efectiva la salida de Reino Unido de la UE, regulado por el artículo 50 del Tratado de la UE (TEU), podría ser prolongado, consistente en alcanzar un acuerdo de salida (*Withdrawal Agreement*) entre el Reino Unido y el resto de la UE:

• El proceso empieza con una notificación de la salida del gobierno británico al Consejo Europeo, que no será inmediata. Cameron ha anunciado que la responsabilidad para enviar la notificación corres-

[iStock]/Thinkstock.

ponderá a su sucesor, quien tomará las riendas en octubre. Por parte de la UE, sin embargo, hay presiones para que las negociaciones empiecen cuanto antes para minimizar la incertidumbre.

• El Reino Unido seguirá formando parte de la UE por un mínimo de dos años mientras se negocia el acuerdo de salida. Durante este tiempo, al menos en teoría, la normativa y regulación europea seguirá en vigor en Reino Unido. El periodo de negociación solo puede extenderse si hay unanimidad dentro el Consejo Europeo.

• La Comisión Europea es la responsable de negociar por parte de la UE. Sin embargo, en la práctica los Estados Miembros tendrán mucha influencia. El acuerdo final tendrá que estar aprobado por mayoría del Parlamento Europeo (incluyendo los diputados británicos) y por mayoría cualificada en el Consejo Europeo. En el caso de que afectara a competencias nacionales (un acuerdo mixto), se precisaría ratificación a nivel nacional también.

Por otro lado, el Reino Unido y la UE tendrán que llegar a un acuerdo separado sobre las futuras relaciones entre los dos. Este acuerdo tendrá que incorporar un nuevo marco de relaciones comerciales, potencialmente ampliándose a cubrir temas más amplios (un acuerdo de asociación). En el caso de que sea un acuerdo de asociación, haría falta unanimidad entre los Estados Miembros y, si afecta a temas de competencia nacional, ratificación a nivel de cada país. Históricamente acuerdos de esta naturaleza entre la UE y terceros países han tardo entre cinco y diez años en cerrarse.

Como es de esperar de un procedimiento novedoso, existen muchas incertidumbres sobre este proceso, incluyendo:

• El estatus de inmigrantes con derechos adquiridos, tanto ciudadanos de Estados miembros de la UE como británicos residentes en países de la UE.

• La capacidad de Reino Unido de restringir la inmigración, mientras formalmente sigue sujeto a legislación europea (y el riesgo de represalias por otros países).

• La posibilidad de que podría haber una brecha temporal entre la conclusión del acuerdo de salida y el que determina las nuevas relaciones, suponiendo - mientras tanto - que las relaciones de comercio entre ambos serían sujetos a las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

Además, el acuerdo final dependerá de varios matices políticos tales como:

• La aplicabilidad de cualquier acuerdo de salida a Escocia, que ha votado mayoritariamente para seguir formando para de la UE.

• La posición del Parlamento Británico, donde hay todavía una mayoría de diputados a favor de la permanencia.

• La postura de la UE y sus Estados miembros. Aquí los intereses de cada uno, podrían entorpecer el acuerdo.

En cuanto a las consecuencias económicas del Brexit, se pueden distinguir dos tipos de efectos: en el corto plazo, la incertidumbre será el principal canal de transmisión mientras que a medio plazo, el efecto sobre los flujos comerciales y de inversión serán los protagonistas.

EL EFECTO DE LA INCERTIDUMBRE

El aumento de la incertidumbre fruto del resultado del referéndum tendrá un efecto pernicioso sobre la actividad económica. Los agentes retrasarán sus decisiones de consumo e inversión, lo que restará el crecimiento en el corto plazo. En parte, este efecto ya se estaba observando en algunos indicadores en los meses anteriores a la celebración del referéndum: los resultados de encuestas a agentes económicos mostraban que tanto el sentimiento económico como la percepción de incertidumbre sobre política económica se habían deteriorado de forma sustancial en el Reino Unido.

El resultado del referéndum, previsiblemente, habrá profundizado este deterioro. Una forma de predecir este efecto es a partir de la volatilidad del mercado, que tiende a estar estrechamente relacionada con la evolución de estos indicadores. Su fuerte repunte hoy sugiere un deterioro adicional de la confianza.

La consecuencia para el crecimiento económico del Reino Unido puede ser sustancial. El impacto de un shock de una desviación standard en el indicador de incertidumbre de política económica

tiende a reducir el crecimiento en unos 0,3 puntos porcentuales dos años después del shock (vía deterioro del sentimiento económico).

A partir de la volatilidad en el mercado vista hoy se puede estimar su traslado a la incertidumbre y por ende sobre el crecimiento. Según esta relación entre volatilidad e incertidumbre, el aumento de ésta sería muy intenso (cuatro veces una desviación típica). Consecuentemente, su traslado al crecimiento del Reino Unido podría llegar a ser de una reducción de 1,2 puntos porcentuales.

La magnitud del traslado a otros países de la UE dependerá en parte de la capacidad de las autoridades monetarias y políticas de evitar un contagio excesivo de la desconfianza. Hay motivos para pensar que su capacidad para evitar un contagio, al menos en el corto plazo, será limitado.

El efecto de menores flujos comerciales y de inversión

En el medio – largo plazo, el impacto en crecimiento puede ser limitado a nivel mundial y del área euro, aunque significativo para el caso de Reino Unido.

Dado que el peso de Reino Unido en la economía global es relativamente reducido (su PIB sólo representa un 3,9% del PIB mundial), el impacto a nivel global de un menor crecimiento de esta economía derivado del Brexit sería limitado. Asimismo, dado que la cuota del Reino Unido sobre el comercio mundial es de un 4,3% (una tercera parte del peso de los grandes países como EEUU o China) una reducción de esta cuota derivada de un menor crecimiento, no supondría una gran reducción del comercio global.

En este contexto, las economías más afectadas serían los países de la UE, mientras que los países emergentes y exportadores de materias primas no sufrirían grandes efectos negativos en un escenario en el que la UE no sufriría una recesión.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-jul-16	30-jun-16	BMK	AFI vs BMK
Liquidez	7	7	5	2
Monetarios USD	0	0	0	0
Monetarios GBP	4	4	0	4
Mdo. Monetario	**11**	**11**	**5**	**6**
DP Corto EUR	0	0	30	-30
DP Largo EUR	8	7	15	-7
DP USD	12	8	0	12
RF Investment Grade	5	5	10	-5
RF High Yield	13	15	5	8
RF Emergente	9	7	0	9
RF Convertible	7	7	0	7
Renta fija	**54**	**49**	**60**	**-6**
RV EUR	18	23	12	6
RV EEUU	6	6	12	-6
RV Japón	3	3	3	0
RV Emergente	2	2	3	-1
Renta variable	**29**	**36**	**30**	**-1**
Gestión Alternativa	4	4	0	4
Materias Primas	2	2	0	2
Gestión alternativa	**6**	**6**	**5**	**1**

Fuente: *Afi*.

El efecto negativo que tendría el Brexit sobre la economía de Reino Unido produciría un efecto colateral sobre el resto de economías de la UE, que podría crecer cerca de un punto porcentual menos de lo previsto en los próximos cinco años.

En un análisis por países y en términos de inversión extranjera directa, Chipre es el país con más exposición a la salida de Reino Unido con más del 40% del total de su stock de IED en este país. Le siguen Irlanda y Holanda.

Por otro lado, vía flujos comerciales, los países más expuestos a una salida de Reino Unido de la UE serían Irlanda y Holanda, con un 12% de media de exportaciones a dicho país sobre el total. Estos países verían incrementado el coste de sus exportaciones e importaciones de Reino Unido en un entorno en el que gobernará la cláusula de nación más favorecida a la espera de un acuerdo de libre comercio. Sin embargo, en este entorno, sería Reino Unido el más perjudicado, pues aun consiguiendo un acuerdo con la UE, seguirá gobernando la cláusula frente a otras economías.

El efecto negativo del Brexit sobre el comercio exterior de Reino Unido podría prolongarse en el

tiempo. Con su salida de la UE tendría que llegar a acuerdos de libre comercio no sólo con la esta, sino con todos los socios comerciales individualmente. Este proceso podría llevar hasta más de cinco años de acuerdo con otros periodos de negociación similares.

Reino Unido también recibiría menos inmigrantes de la UE, que según la OCDE han contribuido desde 2005 en 0,7% al crecimiento del PIB. Estos trabajadores poseen, generalmente, puestos de trabajo altamente cualificados y con relativamente bajos salarios. Con todo ello, la salida de Reino Unido de la UE podría llevar a una caída del PIB de hasta tres puntos porcentuales por debajo de lo previsto en 2020.

Mercados financieros

Derivado de este nuevo escenario de riesgo a medio – largo plazo volvemos a reducir significativamente el nivel de riesgo de la cartera de forma táctica. Anticipamos meses de gran volatilidad y un mercado en busca de activos refugio. Se trata de un posicionamiento táctico y aprovecharemos nuevas cesiones para aumentar el peso de activos de riesgo con valoraciones atractivas.

Aumentamos el peso de la deuda pública Euro Core como refugio. Consideramos que hay que esperar para renovar posiciones (o aumentarlas) en deuda periférica UME, pues a pesar de las compras del BCE, el escenario abierto en términos de incertidumbre política puede seguir ampliando spreads frente a la deuda del núcleo.

Aumentamos, de nuevo, la deuda a largo plazo de Estados Unidos ya que ofrece la doble cobertura del dólar como activo refugio y del devengo de TIR e incluso mayores plusvalías en caso de cesiones adicionales de las rentabilidades de la deuda core.

Reducimos exposición a *high yield*, dada la elevada sensibilidad de este segmento del mercado a la volatilidad de la renta variable.

Aumentamos el peso de la renta fija emergente pero siendo especialmente selectivos, favoreciendo economías más vinculadas a Estados Unidos en detrimento de las más ligadas a las materias primas y a la UE

Reducimos de manera adicional el peso en renta variable, especialmente europea, a la espera de correcciones adicionales que generen oportunidades claras de compra en un contexto de posibles señales de aversión al riesgo excesivas ::