

## Working paper - 93

### *Brexit – ¿Y si no es para tanto?*

**Alex Fusté**

Chief Economist

[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)

Junio 2016

## Sobre los riesgos potenciales ... conocidos por todos

- I. Una de las razones por las que la City se ha internacionalizado dramáticamente es gracias a la presencia de bancos Norte Americanos y otros *players* globales en Londres, ya que a través de la City buscan el "*EU principle of passporting*", que les da acceso al mercado único Europeo sin restricciones. No es de extrañar, pues, que sean precisamente los bancos Norte-americanos los más pro-UE (GS ha pagado \$500,000 a la campaña por la permanencia. Hay quien afirma que el Brexit socavaría la lógica de estar basado en Londres. (JPM habría sugerido la idea de mover 4,000 empleos al continente, mientras que HSBC sugería que podría mover 1,000 empleos a París – FT). ¿Y si se alcanza un acuerdo tipo EFTA?
- II. La actividad dominante en la City es el *Fx Trading* (con \$2tn-a-day-market). El BCE ya ha intentado barrar la presencia en Londres de las cámaras de compensación (*clearing house*) que manejan el euro (Draghi quiere que estas cámaras estén dentro del bloque). En 2015, sin ir más lejos, estuvo cerca, pero gracias a una directiva de la UE la City de Londres consiguió evitar la deslocalización de estas cámaras de compensación. Muchos opinan que fue gracias a la presión que el Reino Unido, como miembro de la UE, pudo ejercer. El riesgo está en que el Brexit podría suponer la pérdida de esta influencia, y por lo tanto, la deslocalización de estas cámaras de compensación y el posible despojo del "*euro business*" para Londres, así como de otras "*connected trading activities*".
- III. FT (june 16): "El sistema financiero británico, que representa el 10% del GDP británico, se vería profundamente afectado". (Temor que queda reflejado en el 84% de votantes de la *city* que defienden la permanencia. *FT - What wold Brexit Mean*). Los grandes grupos financieros serían los mas castigados, mientras que los medianos y pequeños grupos financieros curiosamente defienden el Brexit.

## **Pero, al parecer, no es tan evidente, ni rentable, abandonar la City.**

- I. A pesar del audaz gesto de las autoridades Parisinas por atraer a los banqueros de Londres, la mayoría se han burlado de este gesto. De la misma manera, Frankfurt parece un destino "poco probable", ya que, a pesar de ser la sede del BCE, esta pequeña ciudad (700k) es vista por los banqueros de la City como "provinciana". Dublin, aún siendo de habla inglesa, es percibida como un "remanso de extrema tranquilidad".
- II. Así que, lo cierto, es que no existe una ciudad comparable que pueda acoger de forma efectiva todo el "cuerpo financiero" de Londres. De hecho, existe el convencimiento de que en caso de deslocalización de estos gigantes financieros (y sus enormes operaciones), deberían ser diseminados entre varias ciudades (Paris, Frankfurt, Varsovia y Lisboa son las mas citadas), lo que supondría, de facto, una fragmentación de la industria de los servicios financieros en Europa. Un factor potencialmente debilitador para la capacidad del continente para competir internacionalmente. Esto, cuanto menos, hace mas difícil la posibilidad de una hipotética deslocalización.
- III. Incluso la industria del Asset Management, que ha tenido acceso a uno de los éxitos mas tangibles, -los fondos UCITs, que pueden ser vendidos en toda la UE, principalmente a través de Londres, Luxemburgo y Dublín-, parece no tener claro que el Brexit vaya a ser tan malo. Si bien es cierto que un Brexit desplazaría esa porción del pastel en favor de Luxemburgo y Dublín, firmas como Schrodgers (Michael Dobson) o Newton (Helena Morrissey) se han mostrado claramente como "anti-EU", lo que sugiere que algunas firmas del sector piensan que un Brexit no sería tan desastroso. También la industria de los Hedge Funds han mostrado su enojo con regulaciones como Mifid 2 (restringiendo el área del pago de comisiones). Éstos gestores odian la "Alternative Investment Fund Managers Directive", que establece un marco regulatorio considerado oneroso, burocrático y costoso.

## **Pero, al parecer, no es tan evidente, ni rentable, abandonar la City.**

- IV. En vez de la pregunta que todos se hacen: ¿La banca y las entidades financieras abandonarán el país? Hay quién ya reformula esa pregunta: ¿En un entorno de la UE en el que el marco regulatorio se hace “asfixiante” para algunas entidades financieras, podría darse el caso de que las aseguradoras y bancos pensarán que operar bajo un marco legal menos intrusivo podría resultar en una mejora de sus cuentas? El inconveniente, claro está, es que la UE exigiría el cumplimiento de todo el cuerpo legislativo en materia bancaria y financiera. Pero eso sólo sería para las unidades que operasen u ofreciesen servicios dentro de la UE.

## Desregulación y flujos de Capital.

- I. ¿De la regulación al liberalismo?** Dentro del conservadurismo inglés, la corriente más liberal sostiene que la salida de un marco marcadamente regulatorio como el de la UE supondrá, de facto, un mayor margen de maniobra para el mundo empresarial británico.
- II. ¿Salidas de capital?** Por supuesto, la amenaza de una salida masiva de flujos ha sido la pieza central del discurso por la permanencia. Sin embargo, si consideramos que la libra mantiene el PPP (Purchasing Power Parity) con el Euro en Alemania, pero que está devaluada un 5% contra Francia y un 10% contra España e Italia (Gavekal), cualquier depreciación de la libra haría de los fabricantes y los oferentes de servicios ingleses centros altamente competitivos. (Algunos afirman que por debajo de los niveles actuales en la libra, las fabricas de Wolfsburg y Munich estarían pensando en trasladar producción en favor de las fabricas en las Midlands, lo que supondría, de facto, la vuelta de ese capital).

## Esto lo hemos vivido ya, ¿no?

- I. **¿Dejà vú?** Los conservadores anti UE comparan la situación actual a la vivida en los 1980s, y consideran la propuesta del Brexit como el “retorno a las libertades económicas” alcanzado con Margaret Thatcher.
- II. **Antecedentes:** Clement Attlee extirpó el ADN británico de la economía (confianza absoluto en la iniciativa privada y tolerancia de la pobreza, como mal inevitable que debía ser mitigado por obras y fundaciones de caridad). Attlee quiso usar el Estado para garantizar toda necesidad humana al ciudadano tras dos guerras brutales. Su lema: “El individuo estará bajo la tutela del Estado, desde la cuna hasta la tumba”. Para ello, siguiendo los preceptos de Keynes, se usó de la nacionalización de las industrias principales (Banco de Inglaterra, industrias ferroviarias, comunicaciones, acero, hierro, carbón y electricidad). Pese a que siguieron gobiernos conservadores, la fachada de la nueva construcción estatal, y el consenso de posguerra, ya se habían formado. Entre 1945 y 1975 el Reino Unido vivió el declive final del Imperio Británico, y la imposibilidad de financiar un sistema donde el estado actúa como custodio y nodriza del ciudadano de forma vitalicia. (en 1951, el NHS pasó a cobrar a los usuarios por recetas para dentaduras y gafas). En 1979, el 51% de la fuerza laboral estaba dentro de fuertes sindicatos que gozaban de poderes colosales.
- III. **Igual que hoy,** en 1979 también había división sobre la decisión de virar hacia un modelo mas liberal (como el que propone el Brexit) o permanecer en un marco mas regulatorio (como el que propone la UE). Por entonces, 364 economistas reconocidos firmaron una famosa carta en el *The Times* en 1981, condenando ese liberalismo. En 1983 la economía y los mercados hicieron “bottom” y después entraron en un boom estructural de largo plazo.

## ¿Que prevemos? (I)

- I. **En resumen.** En caso de Brexit, **habrá dislocación en un inicio**; pero bien podría pasar, como ha pasado siempre que nos movemos hacia un marco regulatorio menos intrusivo, que la situación se normalice e incluso se inicie un ciclo alcista en UK (y en Europa).



## ¿Que prevemos? (II)

**I. Fx:** Es legítimo pensar en una “fuerte” devaluación inicial de la libra (sobre todo contra el dólar). Pero a medio plazo éste movimiento bien pudiera revertir. Como pasó tras la salida de la Libra del Mecanismo Europeo Cambiario en 1992

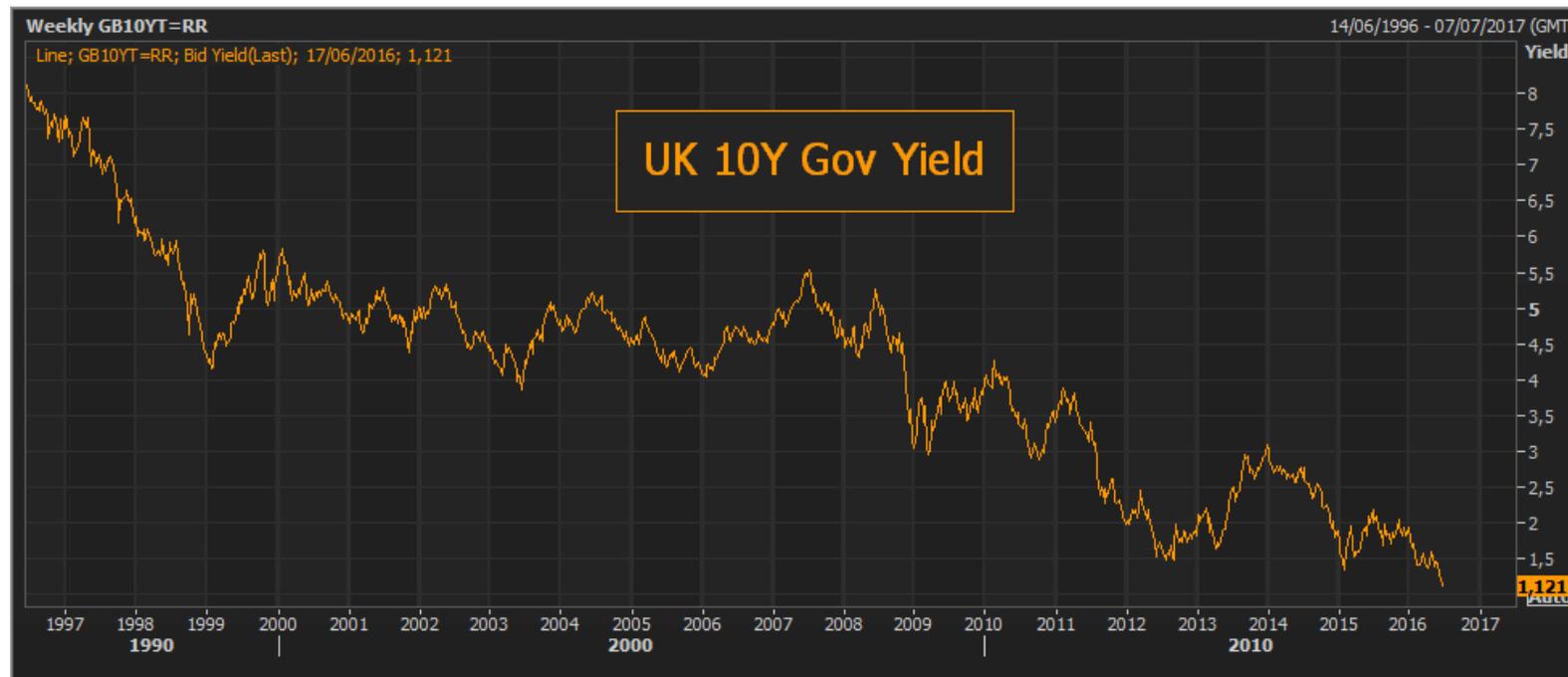
### **II. Mercado de equity en UK: ¿Un impacto limitado?**

- La mayor parte de los componentes en los índices de renta variable de este país son bancos, aseguradoras y *commodity players*. HSBC, por ejemplo, gana el 66% de sus beneficios en Asia. Y las firmas de commodities tienen unas cuentas de resultados descorrelacionadas con el comercio con Europa. Un cambio en las relaciones con la UE podría resultar en un impacto limitado para estos grandes valores.
- Para las empresas medianas, que según analistas renombrados verían un efecto positivo inmediato en caso de depreciación de la libra, la “salida” de la UE podría hasta ser favorable (como lo fue tras la salida de la libra del Mecanismo de Tipos de Cambio Europeo en 1992).

**III. Mercado de deuda:** No veo razón para que se desate una oleada de ventas de bonos gubernamentales del Reino Unido. Y en todo caso, si la depreciación de la libra llegase a cierto punto, los inversores podrían decidir vender sus bonos de Francia, España o Italia para comprar Guilts.

## ¿Y el mercado, que dice?

- I. **¿Shock implícito?** Si bien es cierto, el hundimiento de la TIR del bono Gubernamental (que se sitúa hoy en su registro mínimo de toda su historia, ver grafico inferior) apunta a algún tipo de shock macroeconómico. Sin embargo, la libra permanece en su rango reciente(0.67-0.70 contra el USD), en un comportamiento mas estable, lo que ayuda a pensar en términos diferentes a los de un shock macroeconómico.



## Otros detalles a considerar.

### Economía. ¿Un golpe inicial ... limitado?

- I. 3 millones de empleos directamente vinculados al comercio con el resto de la UE. Estos empleos se verán afectados, lo cual no quiere decir que vayan a ser destruidos.
  
- II. George Osborne cifra el coste de la salida en 4.300 libras por familia y año hasta el 2030. Pero también es cierto que el Reino Unido es contribuyente neto a la UE y envía cada semana 350 millones de libras a Bruselas (GBP 20bn al año) que podrían ser utilizadas en prioridades para el Reino Unido.
  
- III. Según muchos expertos, dentro de la UE, el Reino Unido es mas vulnerable a sufrir los efectos de una próxima crisis del euro. Estando fuera, esa vulnerabilidad sería mas limitada.

## Otros detalles a considerar.

### Economía. ¿Un golpe inicial ... limitado?

IV. Como miembro de la UE, el Reino Unido disfruta de condiciones ventajosas en su comercio con el resto del mundo. Con el Brexit, dichas condiciones podrían verse afectadas y el país perdería la influencia, pero este hecho no tiene porque suponer necesariamente una gran amenaza:

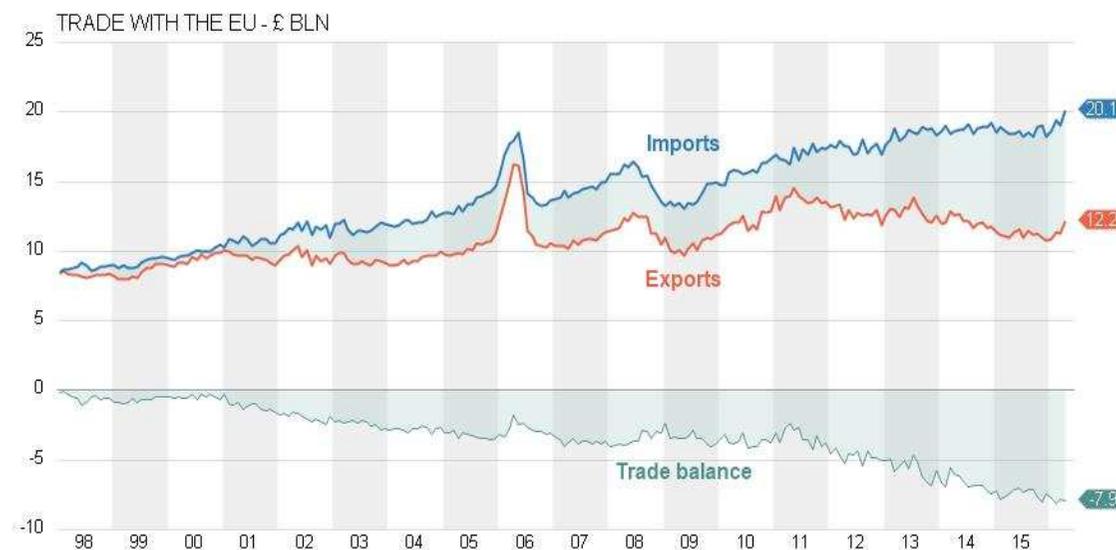
- El Reino Unido tiene un grado de apertura económica del 59% (fuente: *The WB*). Si bien es mayor que el de USA (30%), es mucho menor que el de Suiza (117%) Alemania (85%) o incluso el de España (63%). Por lo que una alteración de los términos de comercio con el exterior no debieran suponer un hecho excepcional.
- Por otro lado, si el Reino Unido logra alcanzar un acuerdo bilateral como el que mantienen Noruega y Suiza con la UE (en virtud del cual los productos y servicios de estos países cumplen con la legislación comercial vigente en la UE), entonces el Reino Unido podría mantener las condiciones de comercio con el resto del mundo.
- También, como país independiente, el Reino Unido podría retomar un sillón en los principales cuerpos e instituciones globales (como el WTO), aumentando su importancia al tiempo que se reduce la de la UE.

## Otros detalles a considerar.

### Economía. ¿Un golpe inicial ... limitado?

- V. Según Cameron, habrían GBP250bn de comercio en riesgo tras el Brexit, pues no se trata solo de la UE, sino como dijo Obama, el Reino Unido se pondría a la cola para los nuevos acuerdos comerciales. Sin embargo, este comercio no tiene porque perderse si ambas parten sellan un acuerdo de asociación.
- VI. Adicionalmente hay que entender que la UE supone un mercado decreciente para el Reino Unido, y lo mas importante, deficitario (ver grafico). La inversión de la UE en el reino Unido es igualmente decreciente. Ante esto, una alteración en las relaciones bilaterales no tiene porqué suponer un gran golpe para el Reino Unido.

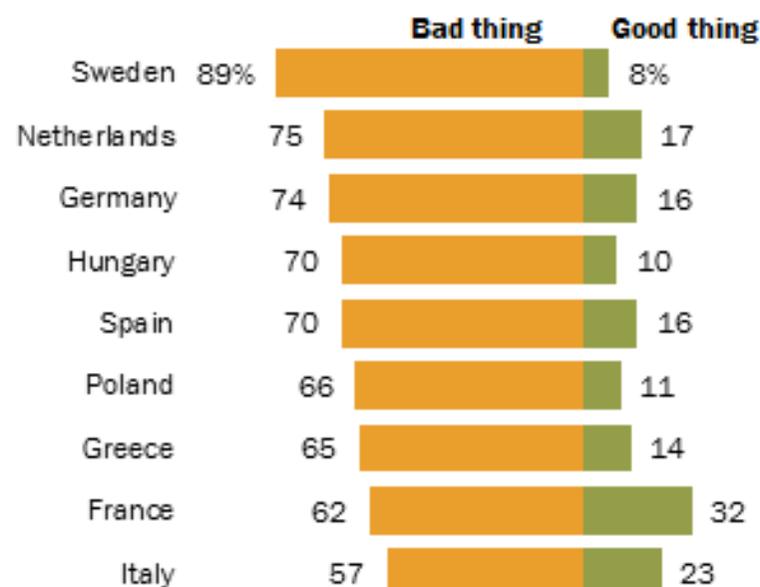
#### UK's trade ties with the EU



## Y aunque un Brexit es visto como “perjudicial” para el resto de la UE ...

- I. Los Europeos piensan de forma unánime que la salida del Reino Unido perjudicaría a la UE

*If the UK were to leave the European Union, this would be a \_\_\_ for the EU*



Note: Question not asked in the UK.

Source: Spring 2016 Global Attitudes Survey, Q50N.

“Euroskepticism Beyond Brexit”

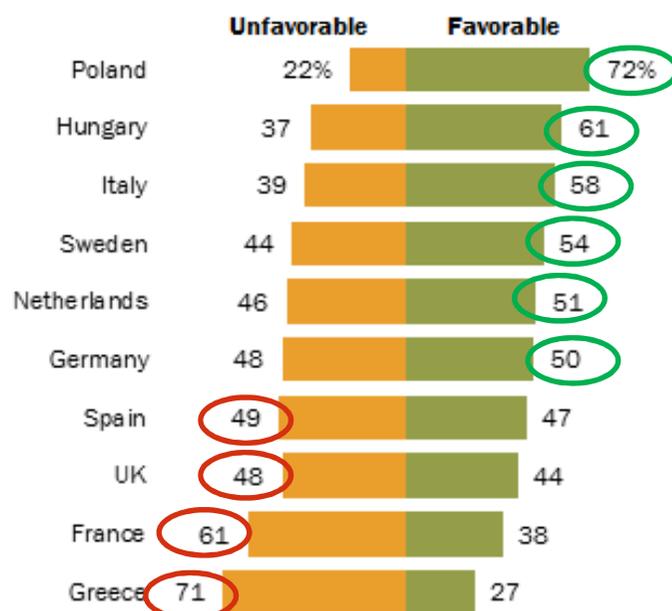
PEW RESEARCH CENTER

## ... no parece que el futuro de la UE esté en peligro

- I. Los Europeos muestran una visión favorable de la UE (aunque desapruaban la gestión de la economía). Los adultos más jóvenes SON LOS MAS FAVORABLES A LA UE.

### EU favorability varies widely in Europe

Views of EU



Source: Spring 2016 Global Attitudes Survey. Q10c.

"Euroskepticism Beyond Brexit"

PEW RESEARCH CENTER

### Younger adults much more likely than older ones to favor the EU

Favorable view of EU

	18-34 %	35-49 %	50+ %	Youngest- oldest gap
France	56	33	31	<b>+25</b>
UK	57	46	38	<b>+19</b>
Netherlands	62	50	46	<b>+16</b>
Poland	79	74	65	<b>+14</b>
Germany	60	52	46	<b>+14</b>
Greece	37	25	24	<b>+13</b>
Spain	53	49	44	+9
Sweden	56	60	51	+5
Hungary	63	61	60	+3
Italy	55	63	56	-1

Note: Statistically significant differences in **bold**.

Source: Spring 2016 Global Attitudes Survey. Q10c.

"Euroskepticism Beyond Brexit"

PEW RESEARCH CENTER

## Legal Disclaimer

All the sections in this publication have been prepared by the financial institution's team of analysts.

The views expressed in this document are based on the assessment of public and private information. These reports contain evaluations of a technical and subjective nature on economic data and relevant social and political factors, from which the financial institution's analysts have extracted, evaluated and summarized the information they believe to be the most objective, subsequently agreeing upon and drawing up reasonable opinions on the issues analyzed herein.

The opinions and estimates in this document are based on market events and conditions that took place before the publication of this document, and therefore cannot be determining factors in the evaluation of future events that take place after its publication.

The financial institution may hold views on financial instruments that differ completely or partially from the general market consensus. The market indices chosen have been selected using the exclusive criteria that the financial institution regards as most appropriate.

The financial institution cannot in any way guarantee that the predictions or events given in this document will take place, and expressly reminds readers that any past performances mentioned do not in any circumstances imply future returns; that the investments analyzed may not be suitable for all investors; that investments can fluctuate over time in terms of their share price and value; and that any changes that might occur in interest rates or currency exchange rates are other factors that may also make it inadvisable to follow the opinions expressed herein.

This document cannot be regarded, under any circumstances, as an offer or proposal to buy the financial products or instruments that may have been mentioned, and all the information herein is for guidance purposes and should not be regarded as the only relevant factor when it comes to making a decision to proceed with a specific investment.

This document does not, therefore, analyze any other determining factors for properly appraising the decision to make a specific investment, such as the risk profile of the investor, his/her knowledge, experience and financial situation, the duration or the liquidity of the investment in question. Consequently, investors are responsible for seeking and obtaining appropriate financial advice in order to assess the risks, costs and other characteristics of any investments they wish to make.

The financial institution cannot accept any responsibility for the accuracy or suitability of the evaluations or estimates of the models used in the valuations in this document, or any possible errors or omissions that may have been made when preparing this document.

The financial institution reserves the right to change the information in this document at any time, whether partially or in full.