

## A vueltas con el Brexit...

---

15 de junio de 2016

Algo más de una semana. Este es el plazo que nos resta para saber si los británicos querrán seguir siendo ciudadanos de la UE. A medida que se avanza el 23 de junio, el resultado parece más incierto. En tan sólo unas pocas semanas hemos pasado de ver unas encuestas con una clara apuesta por el Mantener a otras con el NO a la UE como resultado más probable. Todo ello ha sembrado de desconfianza a los mercados, desconfianza que parece que se quedará con nosotros durante las próximas dos semanas. Mucho puede cambiar el sentimiento de los votantes en las próximas dos semanas. La próxima reunión del Ecofin los días 16 y 17 de junio, la entrevista con el ministro Cameron en la BBC el día 19 de junio, el debate, con preguntas del público, a los líderes de los principales partidos el día 21, o incluso el devenir de la selección inglesa en la Eurocopa pueden ser factores que pueden movilizar el voto en el último momento, y hacer virar el péndulo de los indecisos (entre un 15% y un 20% del electorado).

Tampoco hay que olvidar el impacto de la previsible escasa participación, difícil de estimar y que, según una reciente encuesta del Financial Times, en principio beneficiaría a la opción de salida de la UE. Según este medio, son los votantes de mayor edad y los partidarios del antieuropeísta UKIP los que estarían más a favor de la salida, y éstos son los más proclives a ir a votar. Mientras, los jóvenes, en teoría más alineados con la permanencia, serían los más proclives a no participar. Una participación demasiado baja puede incluso deslegitimar el resultado, lo que podría llevar a una repetición del referéndum.

Muchas incógnitas por tanto a la vista que van a seguir impactando sobre el comportamiento de los mercados financieros a corto plazo. En cuanto al resultado, el escenario base de los analistas de Deutsche Bank es que vencerá la opción de mantener, lo que llevaría a una recuperación de los mercados, así como de la libra, de los activos de riesgo, etc.

### Pero... ¿y si sale el no?

Las consecuencias a corto plazo sin duda serán negativas, especialmente para los activos británicos, con nuevas caídas esperadas para la libra, y también con una previsiblemente importante salida de capitales desde el Reino Unido hacia la zona euro. En los activos europeos, el escenario más probable es una huida hacia activos refugio (bonos públicos de Centroeuropa), con subidas de las primas de riesgo periféricas que pese a todo deberían ser limitadas, dado el impacto del programa de compra de deuda actual del BCE. Por tanto, lo más probable es que sea una caída temporal dado que se abriría un periodo de negociaciones con Europa que sin duda será muy largo, incluso más largo que los dos años que establece el Tratado de Lisboa.

El mayor impacto de un No a Europa será, a juicio de los analistas de Deutsche Bank, más político que económico. Dado que las mayores reticencias del Reino Unido con Europa han aparecido como consecuencia de la crisis de refugiados, un resultado de Salir de la UE podría dar alas a los partidos anti-europeístas existentes en otros países, como Austria, Holanda, Francia o incluso en Alemania (en estos dos últimos países hay elecciones legislativas en 2017). Se podría decir que la potencial salida del Reino Unido de la UE tendría dos posibles consecuencias políticas para el resto de Europa. La más probable, una mayor integración para así evitar el peligro de nuevas salidas, y la más improbable, una mayor desunión, lo que pondría en riesgo toda la Unión.

En el plano económico, dependerá del resultado de la negociación final y del nuevo marco de colaboración entre Reino Unido y la UE. Actualmente, sólo Noruega es miembro de la EFTA (European Free Trade Association) y del EEA (European Economic Area). Esto le da acceso al Mercado Único Europeo sin tener que ajustarse a las políticas comunes de agricultura, defensa o relaciones externas, y también le permite realizar acuerdos de comercio bilaterales con países fuera de la UE. A cambio, Noruega tiene que aportar una cantidad relativamente baja al presupuesto de la Unión, y aceptar las Cuatro Libertades inherentes al Mercado Único (de movimientos de bienes, servicios, capitales y personas). Dado que los partidarios del NO a la UE precisamente lo son en muchos casos por la política de inmigración, no es probable que el acuerdo final conlleve la pertenencia a la EEA.



Tampoco un acuerdo “a la suiza” parece factible. Suiza es miembro de la EFTA pero no del EEA. Aun así, tiene firmado una serie de acuerdos bilaterales con la mayoría de los países de la UE, acuerdos que, a la postre, implican el acceso al Mercado Único y por tanto la aceptación de las Cuatro Libertades mencionadas anteriormente. Sólo quedaría por tanto, algún tipo de Unión Aduanera, como existe con Turquía, o acuerdos bilaterales típicos (según la Organización Mundial de Comercio). En ambos casos, no existiría un acceso libre al mercado financiero europeo, algo que para Londres es clave, dado su papel de centro financiero a nivel mundial.

En cuanto a las puras consecuencias económicas, se podrían englobar en varios puntos:

- **Efectos comerciales.** La UE es el principal socio comercial del Reino Unido. Dado que este país tiene déficit gemelos (déficit corriente frente a la UE y déficit fiscal) la salida llevaría a una fuerte apreciación del euro vs. la libra, lo que impactaría a las exportaciones de Europa hacia este país. Según los cálculos de los analistas de Deutsche Bank, el coste total sería una caída de las exportaciones hacia el Reino Unido de 52.000 mn.€ (un 0,4% del PIB europeo), siendo Irlanda, Bélgica y Holanda los países más afectados, Entre los cuatro grandes, Alemania sería el más afectado (las exportaciones hacia Reino Unido de bienes y servicios suponen un 0,5% de su PIB). De cómo se comporte el euro respecto al resto de divisas (normalmente deberíamos ver una caída frente al dólar, el franco suizo y el yen) dependerá si el impacto final sobre las exportaciones europeas es positivo o negativo.

- **Efectos sobre la inversión.** La incertidumbre durante el largo periodo de negociación afectaría no sólo a la inversión en el Reino Unido, sino también sobre el resto de Europa. Sin embargo, la inversión extranjera directa hacia Europa mejoraría, pues Londres perdería probablemente su condición de mercado principal y esto podría llevar a que algunas de las inversiones en este país se redirigieran hacia Europa (por ejemplo, el sector financiero)

- **Efectos sobre el presupuesto europeo.** Según los datos de la Comisión Europea, el Reino Unido tuvo entre 2012 y 2014 una aportación neta a las cuentas europeas de 6.400 mn.€ (un 0,06% del PIB de la UE27). Es una cifra pequeña en cuanto a presupuesto, pero que podría ser relevante si el coste de estos menores ingresos recae sólo sobre los países receptores (como los del Este de Europa) y no se comparte entre todos (lo que implicaría poner más dinero a los países con más recursos). Este coste se podría ver compensado por el posible movimiento de trabajadores del sector financiero londinense hacia otras sedes en la UE (mayor empleo para esta región).

### ¿Y qué harán los bancos centrales?

Actualmente el BCE se encuentra en compás de espera. Con las cifras macro en Europa estabilizadas, el verano ideal para Draghi sería que el Reino Unido decida mantenerse en Europa, la Fed suba los tipos de forma moderada (favoreciendo así una mayor debilidad del euro) y los datos de China sigan mostrando una paulatina desaceleración. Este verano ideal se rompería si sale el No a Europa.

En este último caso, las opciones serían: i) una extensión del programa de compra de deuda, incrementando además las compras de deuda de países periféricos, los más vulnerables en una potencial crisis de deuda, ii) incrementar el potencial de las subastas de liquidez TLTRO2 (la primera de las subastas está prevista para el mismo día 23, antes de conocer los resultados del Brexit el día 24) y iii) en último caso, ampliar el universo de activos elegibles en el programa de compra de deuda privada, incluyendo ETF (como hace el Banco de Japón). Dependiendo de la virulencia de la respuesta en los mercados podríamos ver incluso una acción concertada de los principales bancos centrales.



## ¿Qué hacer con las carteras en estos momentos?

En previsión a un mes de junio muy volátil aconsejamos a principios de junio reducir la exposición a bolsa europea, a favor de los bonos corporativos (incluyendo incluso bonos High Yield). La razón es que la existencia del programa de compra de deuda pública y corporativa del BCE permitiría paliar las posibles caídas de estos activos durante estas semanas de incertidumbre. Si el referéndum arroja un resultado favorable, que es el escenario más probable, deberíamos ver una recuperación de los activos de riesgo. En caso contrario, veremos un escenario de inestabilidad que podría ser semejante al sufrido en 2015 con la crisis griega. Pero tal y como ocurrió entonces, lo normal es que las aguas vuelvan a su cauce. El proceso de negociación será largo, y está claro que ninguna de las dos partes está interesada a que el mismo termine con un resultado desfavorable para ninguna de ellas. Mucha paciencia.

### Centro de Inversiones DB, 15 de junio de 2016

Centro de Inversiones DB: [rosa.duce@db.com](mailto:rosa.duce@db.com);

*La información suministrada en este documento está basada en criterios objetivos e información fiable, pero no constituye oferta, ni solicitud para comprar o vender el producto financiero analizado, quedando la opinión expresada en la fecha de emisión del análisis, sujeta a cambios experimentados por los mercados. Deutsche Bank no se responsabiliza de la toma de decisiones que se fundamenten en esta información".*

*Fuentes: Bloomberg, Deutsche Bank AG Global Markets y elaboración propia. Autoridad supervisora: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*

*© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este sitio, ni aún citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Deutsche Bank S.A.E. Copyright © 2016 Deutsche Bank Sociedad Anónima Española. All rights reserved. Deutsche Bank, S.A.E.-RM Madrid, T.28100, L. 0, F.1, S.8, hoja M506294, inscripción 2, -CIF. A-08000614*

