

Brexit: un escenario adverso muy incierto

Se activa otro riesgo político en Europa

- El referéndum programado para el 23 de junio sobre la permanencia o salida del Reino Unido de la UE (*Brexit*) puede tener implicaciones muy profundas sobre las economías europeas. En este tipo de referéndum, tan trascendental, suele ganar la opción asociada a mantener el *statu quo* vigente, pero los resultados están aparentemente tan abiertos como en el caso de Escocia: la opción de permanencia del Reino Unido en la UE es el escenario más probable, pero la contraria es factible y debe tenerse en cuenta.
- A pesar de que el reciente acuerdo entre el primer ministro británico y la UE, alcanzado el viernes 19 de febrero, conllevaba un apoyo de Cameron en favor de la permanencia de Reino Unido en la UE, algunos miembros muy relevantes de su partido se han opuesto públicamente a esta posición oficial y han anunciado que apoyarán la campaña para dejar la UE. El caso más relevante, por su elevada popularidad, es el del alcalde de Londres y preocupa su influencia sobre el elevado número de indecisos (14% de la población), en unos resultados que se anticipan apretados: las encuestas otorgan sólo 10 p.p. de ventaja a favor de la permanencia en la UE (48% vs 38%).
- Un *Brexit* es un escenario adverso con fuertes implicaciones económicas y financieras, pero extremadamente difíciles de estimar porque afectan a múltiples ámbitos –como mínimo, comercio, inversión, mercado laboral y confianza de los agentes–, industrias y regiones, tanto de Reino Unido como de la UE. Además, estas consecuencias dependerán, sustancialmente, de los términos de la salida, que pueden ser negociados a posteriori.
- Los escenarios posibles en caso de un *Brexit* son muy variados, dependiendo de qué tipo de relación decidan mantener Reino Unido y la UE en el futuro. Por ejemplo, podría ser muy estrecha, como es el caso de Noruega (no miembro de la UE pero sí del Área Económica Europea) o convertirse en una separación completa, con total repatriación de poderes y que sean criterios de la Organización Mundial del Comercio los que regulen las futuras relaciones comerciales con la UE. Entre estas opciones hay también múltiples posibilidades intermedias, que vendrían determinadas por negociaciones bilaterales específicas como, por ejemplo, es el caso de Suiza (probablemente, una de las opciones con mayor apoyo en Reino Unido). Pero estas negociaciones ni serán rápidas ni fáciles. Por ejemplo, los principales acuerdos bilaterales de Suiza con la UE tardaron en cerrarse más de 5 años, no cubren los servicios financieros y Suiza tuvo que aceptar el principio europeo de libre movimiento de personas, que Reino Unido quiere bloquear.
- Según las nuevas relaciones que se estableciesen después del *Brexit*, sobre todo en las áreas de comercio, regulación e inmigración, las estimaciones de los impactos potenciales son excepcionalmente diversas. Sólo parece haber consenso en dos cosas: (i) cuánto más estrechas sean estas relaciones futuras más limitados serán los efectos negativos y viceversa; y (ii) estos efectos no llegarán a ser claros hasta que no pasen varios años. Por tanto, lo único cierto de este escenario de estrés es la incertidumbre: es imposible hacer una estimación fiable de los costes económicos, incluso obviando las implicaciones políticas, como poner en cuestión nuevamente la propia integridad del Reino Unido (un *Brexit* puede conllevar otro referéndum de independencia en Escocia).

- Los análisis de costes/beneficios son muy dispares, basados en diferentes hipótesis y con balances a horizontes temporales también muy diversos, pero pueden extraerse algunas conclusiones de interés.
 - Lo más probable es que un *Brexit* sea negativo tanto para Reino Unido como para la UE. Los elevados costes de la ruptura de integración en los mercados de bienes y servicios hacen muy dudoso que las pérdidas potenciales de Reino Unido puedan suponer ganancias para el resto de la UE, en forma de sustitución de inversión, empleo etc. Por tanto parece tratarse de un escenario en el que todos pierden, al menos a corto y medio plazo. Además, Reino Unido es un contribuidor neto al presupuesto de la UE y, por tanto, su salida supondría una pérdida de recursos que tendría que ser asumida por otros miembros de la UE, seguramente en gran parte por Alemania.
 - Debido a los diferentes tamaños relativos, es razonable pensar que el Reino Unido es mucho más sensible a este *shock* que el resto de la UE. Reino Unido pesa un 16% de la UE y exporta un 13% del PIB a la UE, frente a un 2,6% del PIB que suponen las exportaciones de la UE hacia Reino Unido. Los otros mayores perdedores, después de Reino Unido, serían Irlanda, Malta y Luxemburgo por sus fuertes relaciones con el sector financiero británico.
 - La mayoría de análisis confirman que dominan claramente los efectos negativos para la economía británica y que están asociados al impacto combinado de la ruptura de vínculos de comercio y de inversión (que puede verse reforzado por un aumento de la prima de riesgo). No obstante, el rango de las estimaciones es muy amplio. Además, en general, las hipótesis son conservadoras y omiten o incluyen impactos negativos modestos sobre algunas variables, como el mercado inmobiliario británico, la bolsa, el estatus de Londres como centro financiero global o la inversión directa. En este último caso, hay que tener en cuenta que buena parte de la inversión directa que recibe Reino Unido (un tercio del total de la UE) es atraída por ser un punto ventajoso de entrada hacia el mercado único y podría perderla. En el caso de la libra, sí existe cierto consenso en que el impacto puede ser muy intenso, estimándose depreciaciones adicionales de entre 15% y 30% frente al dólar respecto a los niveles actuales (1,39 dólares por libra). Esta debilidad se explicaría por la reducción en la entrada de capitales, en un contexto de elevado déficit por cuenta corriente, y por una política monetaria que tendría que ser más expansiva con el fin de moderar los efectos potenciales negativos sobre el crecimiento.
 - Hay incluso análisis que consideran efectos positivos de un *Brexit* a medio y largo plazo. Esta visión optimista se justifica, principalmente, en la reducción de la regulación que supondría dejar la UE y en la desaparición del coste asociado de ser un país miembro: Reino Unido contribuye actualmente al presupuesto anual de la UE con unos 13.000 millones de libras, aunque suele recibir más de 6.000 en fondos estructurales y agrícolas (en términos netos, el coste es inferior al 0,5% del PIB). La menor regulación (el principal argumento de los euroescépticos) y el aumento de recursos podrían ser aprovechados por Reino Unido de forma eficaz al ser una economía muy diferente del resto de la UE: divisa propia, políticas económicas independientes (las reglas presupuestarias europeas no se aplican en Reino Unido y el BoE tiene asimismo su propia política monetaria), un mercado laboral más flexible y con menor protección y una estructura económica

también distinta (muy bajo peso de la industria manufacturera y muy elevado de los servicios), entre otras.

- En balance, el rango de estimaciones de los efectos de un *Brexit* sobre el PIB de Reino Unido oscila entre una pérdida permanente del 14% y una ganancia del +1,0%, a horizontes de largo plazo. No obstante, la mayoría de ellas se encuentran entre un pérdida del -2,5% y -0,5% del PIB, asumiendo que la ruptura no sea especialmente traumática (escenario que, a priori, parece más probable). Por otra parte, un menor PIB significaría un deterioro en las variables fiscales y probablemente de la calificación crediticia: actualmente, Reino Unido es AAA por S&P, AA+ por Fitch y Aa1 por Moody's. Esto podría generar ciertas tensiones sobre la deuda pública británica.
- En el caso del resto de la UE, las estimaciones del coste de un *Brexit* son mucho más moderadas (inferiores al 0,5% del PIB, en media) y menos dependientes del tipo de relación que se establezca finalmente con el Reino Unido. No obstante, sería desigual por países; por ejemplo, en el caso de Irlanda (el más sensible, excluyendo a Reino Unido), el coste podría ser más elevado (algo superior al 2,0% del PIB).



Fuente: Bloomberg.

¿Qué efectos puede tener el *Brexit* sobre la economía española?

- La economía española también podría verse afectada negativamente, teniendo en cuenta las estrechas relaciones económicas entre ambos países.

Relaciones comerciales

- Desde hace una década España registra superávit comercial en la balanza de bienes con Reino Unido: en 2015 ascendió a 5.647 millones de euros.

- Reino Unido es uno de nuestros principales socios comerciales, tanto por el lado de las exportaciones (7,3% del total, el cuarto destino de nuestras ventas) como por el de las importaciones (4,6%, nuestro sexto proveedor).
- España vende a Reino Unido, principalmente, automóviles (28,5% del total), seguido, a gran distancia, por máquinas y aparatos mecánicos (9,4%). Por su parte, el sector del automóvil también ocupa el primer lugar entre las compras españolas a Reino Unido, con casi el 18% del total, por delante de combustibles y aceites minerales (13,9%).
- En la balanza de servicios no turísticos, España también tiene un superávit, próximo a los 600 millones anuales, resultado de unas exportaciones de más de 5.400 millones, el 10% del total, lo que le convierte en nuestro principal cliente, y unas importaciones de unos 4.800 millones, el 12% del total, de modo que ocupa el segundo lugar tras Francia.

Flujos poblacionales, tanto turísticos como migratorios

- Los ciudadanos británicos son el primer cliente turístico extranjero de España. En 2015 llegaron a España 15,7 millones de turistas británicos, el 23% del total, con un crecimiento del 4,5% en el año. En términos hoteleros, el peso de los turistas británicos también es muy elevado: en 2015 efectuaron el 26,3% de las pernoctaciones hoteleras, con un crecimiento del 9,2%. El superávit de la balanza española de turismo y viajes frente a Reino Unido supera los 6.000 millones de euros.
- Además, en España viven cerca de 700.000 ciudadanos británicos; 283.243 como residentes habituales (6% de la población extranjera) y el resto son personas que tienen una vivienda y pasan temporadas aquí.
- Por su parte, se estima que en el Reino Unido viven cerca de 200.000 españoles, país que ha sido el principal destino de la fuga de capital humano padecida por España durante la crisis. El 70% de los españoles residentes en el Reino Unido tienen una edad de entre 20 y 35 años, titulación universitaria (60%) o máster (18%).

Inversión Directa

Reino Unido es el principal destino de las inversiones directas brutas de España en el exterior: durante 2000-2015 (hasta septiembre) ascendieron a 111.782 millones de euros, la quinta parte del total. Por su parte, las inversiones directas brutas de Reino Unido en España son también muy cuantiosas; de hecho, es nuestro primer inversor, con más de 57.000 millones de euros desde 2000, cantidad que representa el 22,2% de todas las inversiones percibidas por nuestro país en dicho periodo.

Entre las mayores empresas españolas con presencia en el Reino Unido destacan:

- **Banco Santander**; su filial británica es la más atractiva del grupo, tras convertirse en la división que más aportó al banco español a lo largo de 2014 (por delante de España y Brasil) y representar un 19% de su beneficio.
- **Inditex**, que tiene 101 tiendas y 4.600 empleados en aquel país.
- **Iberdrola**, a través de su filial Scottish Power, que obtuvo un beneficio de 480 millones de euros en 2014, un 20,3% del total. Scottish Power es uno de los primeros

generadores eléctricos del Reino Unido, con 18.920 GW instalados y una presencia relevante también en distribución y comercialización de energía.

- **Ferrovial.** El Reino Unido es el primer mercado por facturación de Ferrovial, por encima de España; el 34% de sus ventas en 2014 provino del Reino Unido e Irlanda. Su presencia en el territorio anglosajón es predominante en autopistas y aeropuertos, aunque también tiene una elevada presencia en construcción y servicios.
- **FCC** genera en el Reino Unido el 10% de su beneficio. Su actividad británica se concentra en el negocio del tratamiento y eliminación de residuos urbanos, con unos ingresos anuales que ya rozan los 1.000 millones de euros.
- **IAG** (British Airways e Iberia). IAG cotiza en Londres y en Madrid. En 2014 generó ingresos en Reino Unido por valor de 6.931 millones de euros, lo que supuso un tercio de la facturación total del grupo.
- **Sabadell** tras su reciente adquisición del TSB.

Este Informe tiene carácter meramente informativo y no se pretende, por medio de esta publicación, prestar servicios o asesorar en materia financiera, de inversiones, legal, fiscal o de otro tipo en ningún campo de nuestra actuación, por lo que dicha información no debe tomarse como base para realizar inversiones o tomar decisiones de inversión. La información utilizada para la elaboración del presente Informe ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, no garantizándose su exactitud o concreción. Queda prohibido reproducir, transmitir, modificar o suprimir la información sin previa autorización escrita de Bankia.