

VALORACION INICIAL DEL BREXIT

- Las consecuencias económicas tanto para el Reino Unido como para el resto de Europa serán negativas, y en los escenarios más adversos no se descartan crecimientos negativos.
- A corto plazo la incertidumbre generada impactará negativamente en consumidores y empresas que pospondrán sus decisiones de inversión y consumo.
- A largo plazo el efecto de la salida de UK dependerá del nuevo marco de colaboración que decidan acordar una vez se produzca la salida de UK.
- La crisis política abierta en UK, tanto en el partido Conservador como el Liberal, deja abierta la puerta a la posibilidad de un nuevo referéndum en el futuro.
- En los mercados la volatilidad y la mayor aversión al riesgo favorece a los activos refugio de los países core. Paralelamente el BCE seguirá respaldando con su programa de compras lo mercados de bonos en la zona euro.

Brexit: La historia que nunca debió escribirse.

La fecha del 24 de junio pasará probablemente a la historia por la noticia que arrebató los titulares de prensa mundiales y continúa siendo titular de portada. Muchos factores han confluído para ampliar el impacto de esta noticia. No solamente es el primer país que decide dejar la Unión Europea, tras haber alcanzado el éxito de aumentar sus 6 miembros iniciales hasta los 28 actuales, sino que es uno de los más relevantes por su peso económico, político e histórico. Además, para los mercados financieros Londres tiene un protagonismo más allá de su simple peso económico, al ser un centro neurálgico de las finanzas mundiales. Igualmente, esta noticia fue para la mayoría de los inversores una gran sorpresa, ya que la preocupación de las semanas anteriores había dejado paso a un fuerte rally de los activos de riesgos en los últimos días. La propia BBC a la una de la madrugada del viernes apuntaba con datos de las encuestas a pie de urna a una victoria del “remain” por más de 10%.

La confluencia de titulares alarmantes y la volatilidad es un coctel muy peligroso, y es importante hacer un esfuerzo de reflexión y análisis ya que el pánico nunca genera decisiones acertadas. Primero, debemos partir del hecho de que esta decisión soberana del pueblo británico, es negativa para la economía del Reino Unido (UK) y de Europa, pero también en menor medida para la economía mundial. Las principales instituciones económicas y financieras lo habían advertido durante la larga campaña que precedió el referéndum. Quizás para señalar la importancia de este aspecto podamos recordar que el presidente de EE.UU., Barack Obama, hizo un discurso a favor de la permanencia del Reino Unido en la UE, señalando las consecuencias negativas de una salida, en particular que el Reino Unido se situaría a la cola en las negociaciones comerciales con EE.UU..

Los análisis económicos no son una ciencia cierta y en particular en esta situación calcular el impacto de esta decisión es especialmente difícil ya que el elemento fundamental de transmisión del daño a la economía es la incertidumbre generada por este voto. Si bien el artículo 50 del Tratado Fundacional de la Unión Europea estipula la salida de un miembro, indicando un periodo máximo de 2 años después de invocarse (aunque se pueda prolongar), la incógnita ahora se centra en cuando el Reino Unido va a iniciar este proceso. Paradójicamente, las primeras indicaciones son que la UE quiere un proceso lo más rápido posible mientras que el Reino Unido indica no tener prisas. La UE tiene una buena razón para imprimir un calendario rápido de salida dejando claro cuáles son las consecuencias de esta decisión, ya que sabe que en muchos de sus miembros existen partidos anti-UE que ahora se sienten fortalecidos por el Brexit. En este sentido, el miembro del consejo del BCE y gobernador del Banco de Francia advirtió que el Reino Unido debería perder su preciado pasaporte financiero que le permite operar desde Londres en cualquier país de la UE.

En términos políticos las consecuencias del Brexit para el Reino Unido están ya siendo muy negativas. El primer ministro Cameron anunció su dimisión para octubre, abriendo una batalla en el seno de los conservadores para su sucesión. En el principal partido de la oposición se cuestiona el actual liderazgo de Corbyn, por no haber defendido mejor la permanencia en la UE. Escocia anuncia que estudia convocar un nuevo referéndum de independencia ya que sus ciudadanos están claramente a favor de permanecer en la UE. La vieja herida de Irlanda del Norte se vuelve a abrir ya que teóricamente el Brexit implica una frontera física entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda que sigue siendo miembro de la UE. No hay que descartar la posibilidad de que la crisis política abierta tras el resultado del Brexit, tanto en el partido conservador como en el liberal, pueda fortalecer las posiciones de los miembros más europeístas de ambos partidos, y que a pesar de haber perdido el referéndum podrían presentar en el futuro una propuesta común para una nueva consulta.

Desde el punto de vista económico, la incertidumbre generada influirá negativamente en el crecimiento de UK que podría ver su tasa de crecimiento en cero, e incluso no se puede descartar que pudiera entrar en una recesión. Los tipos de interés en el Reino Unido están de nuevo orientados a la baja con un Banco de Inglaterra inyectando dinero y no son descartables nuevos recortes en los tipos oficiales. La libra seguirá bajo presión con un riesgo de caída adicional frente al euro. Este último punto permitirá un necesario reequilibrio de la economía inglesa que adolece de un déficit por cuenta corriente histórico. Los sectores favorecidos serían los exportadores mientras que el sector financiero, distribución e inmobiliario podrían sufrir. En particular, se acumulan los nubarrones sobre el inmobiliario londinense.

Para el resto de Europa, y en concreto para la zona euro, la caída del crecimiento en UK y su posible entrada en recesión no es una buena noticia. A nuestro entender, el factor decisivo será la capacidad de los gobiernos a dar una respuesta clara y enérgica a esta nueva crisis europea. Esta crisis podría poner en riesgo la propia continuidad del proyecto y la supervivencia de los partidos moderados tradicionales, frente a movimientos populistas y xenófobos. Una respuesta clara podría amortiguar claramente el golpe del Brexit dejando las expectativas de crecimiento muy cerca de sus niveles actuales, y fortaleciendo el proyecto europeo con el resto de los miembros.

Análisis macroeconómico de las consecuencias del Brexit.

Los escenarios posibles ante la salida del Reino Unido son muy variados y dependerán del nuevo marco de colaboración que decidan acordar a partir del momento que se materialice el Brexit. Existen en el ámbito europeo diferentes ejemplos con acuerdos y planteamientos diferenciados. El caso de Noruega, que perteneciendo al Área Económica Europea no es miembro de la UE, lo cual le permite acceder al mercado único europeo sin tener que asumir muchas de las políticas comunes europeas, aunque como contrapartida acepta el libre movimiento de ciudadanos, bienes, servicios y capitales, además de aportar al presupuesto de la UE. Hay que recordar que la política de inmigración ha sido una de las banderas que han ondeado los partidarios del Brexit por lo que no parece plausible esta opción. Otra más cercana a los planteamientos de los vencedores del referéndum sería un conjunto de negociaciones bilaterales específicas, como existen con Suiza. En este caso, y con la experiencia de los acuerdos que se firmaron en su día con el país helvético, el plazo para cerrar un marco que estableciera las relaciones entre ambas partes se podría demorar más de 5 años. Con Suiza además no se alcanzaron acuerdos de los servicios financieros, tema muy sensible para la City londinense, dado su carácter de centro financiero.

Con el Brexit no existen ganadores y las consecuencias económicas tanto para el Reino Unido como para la UE serán necesariamente negativas, aunque dependerán de los acuerdos que se alcancen, siendo evidente que cuanto más estrechas sean estas relaciones menor será el impacto negativo. Es importante señalar además que los efectos económicos no serán en su totalidad visibles hasta dentro de unos años. Para el Reino Unido, la UE representa principalmente una alianza con fines comerciales que le da acceso al mercado único europeo, mientras que la mayor integración política y económica nunca ha sido de su interés.

A corto plazo las consecuencias económicas tanto en el Reino Unido como en UE vendrán de la mano de una mayor incertidumbre que reducirá la confianza tanto de empresas como de consumidores, retrasando las decisiones de inversión y de consumo, lo que supondría un freno para el crecimiento económico en un momento donde la tasa de crecimiento de las economías desarrolladas se mantiene en niveles muy moderados.

En un horizonte más a largo plazo, y como ya hemos comentado, dependiendo de qué marco de relaciones se establezcan, podemos analizar los puntos que creemos más relevantes:

1. Relaciones comerciales.

En un estudio reciente se analizaba como el comercio entre el Reino Unido y el resto de miembros de la EU habría aumentado en un 55% desde la pertenencia de UK a la UE. El déficit comercial de UK con el resto de la UE equivale a un 3,2% del PIB. Mientras que mantiene un superávit en el mercado de servicios del 1,1%, es en el mercado de bienes donde el déficit alcanza el 4,4%. Las exportaciones de UK hacia EU representan el 45% del total de las exportaciones británicas, mientras que para el resto de los países de la UE, suponen tan solo un 10% las que van dirigidas a UK.

Esta situación de partida hace más vulnerable a UK, independientemente de los acuerdos que pueda alcanzar. La esperada devaluación de la libra en este escenario podría considerarse un factor positivo para los exportadores británicos pero podría no compensar el aumento de los costes comerciales por su no pertenencia a la UE.

2. Inversión Directa Extranjera (IDE).

La UE supone el 46% del total de la IDE en el Reino Unido. Además, en la actualidad UK juega un papel principal como puente de mucha inversión extranjera con el resto de países de UE. La incertidumbre que genera el Brexit podría redirigir estas inversiones hacia otros países de la UE, provocando una debilidad de su divisa y un menor crecimiento.

3. Londres, centro financiero europeo.

La supremacía de la City de Londres como plaza para los mercados mayoristas de capitales es una realidad que se refleja en un 74% de cuota en el mercado de tipos de interés en Europa y un 80% en los mercados de divisas. El 46% del negocio bancario británico pertenece a bancos extranjeros, de los que casi un 70% no pertenecen a la UE, y, por tanto, buscan en muchos casos una plataforma de entrada para el resto de EU.

Actualmente el pasaporte comunitario habilita a los bancos de fuera de la UE para poder establecer sus bases en Londres y poder operar con el resto de UE sin mayores costes administrativos. Aunque la infraestructura que existe actualmente establecida en Londres juega a favor de sus intereses, esperaríamos para los próximos años una presión por deslocalizar parte de este negocio para favorecer otras plazas financieras como sería el caso de París o Frankfurt, con un movimiento paralelo también de trabajadores hacia otros países.

4. Presupuestos europeos.

La contribución británica al presupuesto de la UE está en el entorno de los 7.000 millones de euros. Teniendo en cuenta los fondos europeos que disfruta actualmente en sectores como la agricultura, su contribución neta se reduciría hasta los 5.500 millones, siendo la segunda mayor contribución neta de la UE. La pérdida de esta aportación podría suponer una mayor presión para el resto de los países miembros.

Haciendo un análisis más particular sobre España, hay que decir que, al igual que el resto de países de la UE, el impacto económico a medio y largo plazo dependerá en gran medida de la forma en la que se vayan a gestionar las negociaciones para la salida del Reino Unido y el nuevo marco de relaciones con la economía británica. Con todo, la sensibilidad de la economía española es significativa.

1. Relaciones comerciales.

Reino Unido es el tercer socio comercial de España, con cuotas de mercado en 2015 del 7,3% de las exportaciones y 4,6% en importaciones. Las transacciones alcanzaron los 18.231 millones de euros y 12.584 millones, respectivamente. Reino Unido ocupa el mismo lugar en cuanto a superávit comercial, tercero tras Francia y Portugal. En 2015, la suma del superávit comercial (5.647 mill€) más el gasto turístico (14.080 mill€) representaron un 1,3% del PIB.

2. Turismo.

En cuanto al turismo, Reino Unido es el primer emisor de turistas, liderando también las cifras de ingresos por ese concepto. Así, en 2015, Reino Unido aportó un 23% de los turistas que visitaron España, 15,7 millones sobre un total de 68,2 millones. Contribuyeron con un total de 14.080 millones de euros de gastos, que crecieron un 10,5% y supusieron un 21% del total. Además, hay una importante colonia residente y son el colectivo foráneo que más viviendas compra, en torno a una quinta parte del total.

3. Inversión directa.

También hay que señalar los importantes flujos de inversión que se canalizan desde y hacia el Reino Unido, siendo el segundo destino de la inversión española en el exterior. En 2014, el stock ascendía a más de 62.000 millones de euros, el 15,2% del total invertido en el mundo. Como las compañías con más exposición al Reino Unido nos encontramos con:

- Ferrovial – En 2015 generó un 36% de sus ingresos y un 31% del Ebitda, provenientes de ser accionista al 25% de Heathrow y del 50% de otros aeropuertos (Glasgow, Aberdeen y Southampton). Además, posee la empresa de servicios industriales Amey.
- IAG – Integra las operaciones de British Airways, Iberia, Vueling e Iberia. Un 66% de los ingresos de 2015, los aportó British, con el Reino Unido generando el 36% del total. Aproximadamente un 65% del resultado operativo proviene de Reino Unido.
- Iberdrola – Entró en el mercado británico en 2007 al adquirir Scottish Power, la mayor operación de compra en la historia del grupo al desembolsar 17.200 millones de euros. En 2015, las operaciones en Reino Unido representaron un 28% del Ebitda. Cuenta con algo más de 4.000MW instalados.
- Sabadell – Compró en 2015 TSB, con 614 oficinas, 8.200 empleados y créditos por 27.400 mill de libras, basados en banca retail. Aporta un 20% del margen bruto y un 25% del beneficio.
- Santander – Quinto banco en UK, cuenta con 858 oficinas, 26 mil empleados y créditos por unos 200 mil millones de libras. Actividad basada en banca retail, tiene 4,2 millones de clientes digitales. Representa un 12% del margen neto y un 23% del beneficio atribuible.

- Telefónica – Cuenta con O2, adquirida en 2006 y cuya venta ha sido vetada por la CE. Con 25 millones de clientes móviles es la quinta filial en términos de aportación al grupo. En 2015, O2, con datos estimados, ingresó unos 7.000 millones de euros y generó un Ebitda de unos 1.800 millones.

Los factores comentados tendrán efectos en la creación de empleo en el sector servicios, podrían impactar en la confianza de los agentes económicos y retrasar proyectos de inversión. Aunque es estos momentos es muy aventurado realizar una cuantificación del impacto directo en la economía real, es de prever una incidencia baja en 2016 dado lo avanzado del año. Para los siguientes años algunos analistas cifran el posible impacto en una merma del PIB de -0,5%, si bien dependerá de las respuestas de política económica y fiscal que se pongan en marcha, con una distribución regional muy centrada en las provincias con mayor dependencia del turismo.

Impactos en los mercados financieros

Divisas

La convocatoria del referéndum hacia finales del 2015 generó una incertidumbre que afectó la divisa inglesa: la libra ha pasado de cotizar cerca de 1,4 euros a finales del 2015 hasta un rango de un 1,26 a 1,30 en las semanas anteriores al referéndum. Concretamente, el día anterior, reflejando las previsiones de permanencia en la UE, la libra se intercambiaba por 1,30 euros. La libra registró el viernes una importante depreciación frente al euro cercana al 8%. Este movimiento podría proseguir y acercarse a la paridad, es decir una caída cercana al 20% desde los niveles inmediatamente anteriores al referéndum. La incertidumbre sobre el proceso de construcción europea debería reforzar el atractivo del dólar. Esperemos un USD que se fortalezca hacia el 1,05 dólares por euros, una apreciación cercana al 5%.

Bolsas

Europa

Los mercados de renta variable son los más sensibles a la evolución económica y se verán afectados de manera negativa por el aumento de la incertidumbre. Sin embargo, los niveles mínimos del año, situados en torno a un 5% de los niveles marcados el viernes deberían ya empezar a atraer compradores, ya que las valoraciones se sitúan en niveles atractivos. Conviene tener en mente que en un contexto de alta volatilidad, los niveles son aproximados. Una manera de afrontar esa alta volatilidad y el alto nivel de incertidumbre es fijarse un margen de seguridad algo mayor. En la actualidad una caída adicional del 10 % indicaría un rango que identificaríamos como suficientemente atractivo para compensar la falta de visibilidad. Los inversores están actualmente dando una clara preferencia por los valores defensivos cuyos ingresos son previsibles. Esta preferencia se debería mantener pero es importante subrayar que las auténticas oportunidades se suelen materializar en aquellos sectores y empresas donde la incertidumbre es más alta. En la fase actual, esas son las empresas expuestas a la demanda interna europea. En Inglaterra, es importante separar las empresas con exposición esencialmente doméstica de las multinacionales. Mientras el sector doméstico probablemente sufra, el

sector exportador debería compensar parcialmente el golpe recibido. El FTSE 100, principalmente compuesto de grandes multinacionales podría volver hacia los mínimos del año (5500), lo cual representaría una caída adicional del 8%. Sin embargo el FTSE-250, mucho más doméstico en su composición debería sufrir sustancialmente más, del orden del 20%.

En el mercado español, es de esperar un impacto negativo causado por los perjuicios que sobre los ingresos y resultados empresariales tendrá la menor actividad económica y la depreciación de la libra en compañías de primera fila con importantes intereses en el Reino Unido. En conjunto, en torno al 8% del Ebitda del Ibex-35 proviene del Reino Unido. El aumento de la prima de riesgo de los activos en libras provocará un incremento en el coste de capital requerido para descontar los flujos provenientes del Reino Unido. En el lado positivo, hay que señalar que en los estados consolidados, la deuda en libras disminuirá por efecto tipo de cambio. El desplome del Ibex-35 ha llevado a cotizar con un PER de 12x, en la parte baja del rango en el que se mueve desde 2013. Estos ratios descuentan en buena medida una reentrada de España en recesión, que por el momento es muy poco probable, más aún tras el resultado de las elecciones del 26-J. A estos niveles y como en todos los movimientos provocados por el pánico, se generan ocasiones de inversión atractivas de cara al medio plazo.

EE.UU.

En tiempos de incertidumbre, EE.UU. siempre se beneficia de una prima a la seguridad. Por lo tanto el mercado norteamericano debería comportarse algo mejor, para un inversor en euros, que las bolsas europeas. Una caída del 5-8% en euros, probablemente un poco más abultada en USD (un 10%) por la previsible apreciación del USD, sería nuestro escenario central.

Tipos de interés

Desde el punto de vista de los tipos de interés, el Brexit ha supuesto un repunte de la aversión al riesgo que se ha materializado en la ampliación de las primas de financiación de los llamados países “periféricos”. Mientras que la rentabilidad del bono alemán a diez años alcanzaba mínimos, cotizando en -0,10%, la deuda pública española al mismo plazo terminaba cotizando el viernes 24 en 1,65%, tras haber exhibido una elevada volatilidad durante la jornada, incluyendo compras del BCE. El resultado electoral ha sido favorablemente acogido por los mercados y el lunes 27 asistimos a un retroceso de las rentabilidades hasta niveles similares a los cotizados en las jornadas previas al Brexit. En el mismo sentido, hay que tener en cuenta la vigencia del programa de compras de deuda europea y la dinámica de oferta neta negativa de deuda gubernamental en los meses estivales, que contribuirán a mantener contenidas las cotizaciones. En resumen, es de esperar que se mantenga la presión a la baja sobre los tipos de interés, posiblemente alimentada por renovadas iniciativas de los bancos centrales. Las primas de riesgo en una primera fase muestran una tendencia hacia la ampliación pero aquí es donde una respuesta convincente de la UE podría tener el mayor impacto.

NOTA PARA INVERSORES

A finales del año pasado comentamos que el 2016 era un año lleno de incógnitas, siendo la primera de ellas el riesgo geopolítico. Si a esto le añadimos una elevada incertidumbre sobre la recuperación económica, tipos de interés negativos y fuertes oscilaciones en las divisas, la traducción inmediata es una alta volatilidad en los mercados financieros, tal y como está sucediendo desde comienzos de año.

No obstante, como señala el refranero español, es importante que los árboles no nos impidan ver el bosque. Así, pese a la volatilidad –o mejor dicho los sobresaltos en las bolsas- el contexto económico en el que nos desenvolvemos sigue favoreciendo los activos con mayor riesgo (renta variable) frente a los de menor riesgo tradicionalmente (bonos y efectivo).

Es previsible que las turbulencias persistan en los próximos meses, dadas las incógnitas que plantea el referéndum en el Reino Unido, la formación del nuevo gobierno en España o las próximas elecciones americanas en noviembre.

¿Qué debería hacer un inversor en estos momentos?

Estas son nuestras 7 recomendaciones para cualquier inversor:

- 1.** Lo primero de todo es no dejarse llevar por el ruido de las noticias o el pánico por los pronunciados descensos. Muchas veces, las noticias negativas se refuerzan a sí mismas y crean un escenario mucho más negativo que la realidad.
- 2.** Si bien es cierto que en el corto plazo las pérdidas pueden ser significativas, es recomendable no caer en la miopía de la aversión a las pérdidas. Siempre que se produce un fuerte descenso de las cotizaciones también se suelen producir rebotes importantes. Además, un fuerte descenso en bolsa puede ser un gran momento para comprar barato. Estos fuertes movimientos en el corto plazo son irrelevantes para un inversor a largo plazo.
- 3.** Las rentabilidades a corto plazo no son buenos predictores. Hoy el Stoxx 50 desciende más de un -15% en el año y el IBEX 35 más de un -18%. Sin embargo, desde 1987 la rentabilidad acumulada es superior a un 300% en sendos índices, más de un 10% anual en promedio. Una realidad bien distinta al pesimismo actual.
- 4.** En relación al punto anterior, es muy importante tener presente que la rentabilidad a largo plazo se construye a largo plazo. Es decir, buscar rentabilidades a corto plazo siempre positivas para generar una gran rentabilidad a largo plazo es una falacia. Hoy, la rentabilidad más segura es un bono del gobierno y a corto plazo es negativa.

5. Muchas veces, los inversores particulares forman su opinión con la información más reciente de la que disponen o su interpretación personal. Así, es muy probable que todos los conductores creen que conducen mejor que la media o bien recuerden a alguien que conduce muy mal (dada su experiencia personal). En el mundo de las inversiones este fenómeno también sucede por lo que es importante buscar otras fuentes de información y evitar dar demasiada importancia a las experiencias subjetivas.
6. Evite hacer “market timing” o jugar a predecir el mercado. Cualquier inversor profesional le aconsejará no hacerlo. Como muchos estudios han demostrado, perderse los 10 mayores días de subidas en un mercado bursátil pueden arruinar una estrategia de largo plazo. ¡Y nadie sabe cuándo van a ser esos días!
7. Revise su perfil de riesgo de vez en cuando con su asesor comercial. El objetivo de una inversión cambia con el tiempo, al igual que nuestras circunstancias personales. Por ello, invertir con la asignación de activos con la que nos sintamos cómodos es muy importante.