

# Brexit:

## Impacto Económico y Financiero



## Apuesta por el *Bremain*

### Preparando las carteras para la permanencia de Reino Unido en la UE tras el 23J

► **El temor al *Brexit* podría estar dando una oportunidad de entrada en los mercados**

Los volúmenes de contratación, sobre todo en la renta variable, se han reducido con fuerza en el último año, con los inversores en *wait and see* esperando al 23J. Un *Bremain* sería un importante catalizador para los mercados.

► **Las consecuencias económicas y políticas justifican el temor al *Brexit***

Las consecuencias económicas dependerían del nuevo marco de relaciones que se estableciera entre Reino Unido y la UE (se estima un impacto negativo de entre el -1,3% y el -5,6% del PIB de Reino Unido en los próximos 15 años). Las consecuencias políticas podrían ser más graves para Europa, en un contexto en el que el sentimiento anti europeo está en efervescencia.

► **Apostamos por la permanencia de Reino Unido en la UE tras el 23J**

Las encuestas de intención de voto están muy igualadas, pero las apuestas se decantan por la permanencia con solidez. Creemos que imperará la razón (sólo un 24% de los británicos cree que su economía irá mejor tras el *Brexit*) frente al sentimiento (inmigración, soberanía o identidad nacional). Los propios partidarios de la salida no se ponen de acuerdo respecto al modelo a seguir tras el *Brexit*, lo que creemos que también apoyará el voto a favor de mantener el estatus actual.

► **El *Bremain* (Reino Unido no sale de la UE) impulsará los mercados**

El *Brexit* ha sido uno de los mayores focos de incertidumbre en el último año y su superación podría ser también uno de los mayores revulsivos. Las primas de riesgo de la periferia europea podrían recibir un importante alivio y, en el caso de la española, si lograra superar su propia incertidumbre política (elecciones 26J), tendría margen para relajarse hasta niveles entre los 90 y los 100pb.

► **Renta variable: la europea la más castigada por el temor al *Brexit***

Si se confirmara el *Bremain*, el impacto sería muy positivo para la renta variable y sobre todo en la europea, que podría recuperar el camino perdido frente al S&P 500. En su relativo de PER12m, está cotizando en la media histórica y vemos razonable que en un entorno *Bremain* la europea cotice con prima frente a la estadounidense (divergencia a favor de Europa en política monetaria, en ciclo económico y en ciclo de resultados).

► **La previsible apreciación de la libra impactará en la renta variable**

En un entorno *Bremain*, la libra esterlina podría recuperarse hasta niveles de 1,428 GBP/EUR. En este contexto, los más beneficiados serían el Nikkei 225, el STOXX 600, el FTSE MIB y el Ibex 35 (con la salvedad de su situación política). Por sectores en el Euro STOXX los que presentan un mayor potencial en su relativo frente al FTSE 100 serían Materiales, Bancos, Energía o Autos.

► **España y Reino Unido están unidos por importantes lazos comerciales**

Los británicos son la principal fuente de ingresos en el turismo español (21%) y está adquiriendo relevancia en la compra de vivienda (3% del total). España cuenta con una posición neta exportadora con Reino Unido y ha escogido a este país como su principal destino de inversión (muy relevante en el caso de la banca).

► **Renta variable española: la banca sería la más beneficiada del *Bremain***

Los sectores que más se beneficiarían de un posible *Bremain* serían la Banca (por el peso de su inversión en Reino Unido y por su sensibilidad a la prima de riesgo), las compañías con más exposición en Reino Unido, y Turismo. En este último, la recuperación podría ser menor, al haberlo sido también su castigo.

## Índice

<b>El temor al <i>Brexit</i> puede ser una oportunidad</b>	<b>3</b>
<b>Razones para temer el <i>Brexit</i></b>	<b>5</b>
Impacto económico potencial	5
<b>1. El coste de la incertidumbre</b>	<b>7</b>
Si en el referéndum los británicos dicen “no” a la UE...	7
Marcos alternativos de relación UE-RU tras el <i>Brexit</i>	9
<b>2. Impacto por la “no” contribución a la UE</b>	<b>10</b>
<b>3. Impacto potencial en el comercio</b>	<b>11</b>
<b>4. Impacto potencial en la inversión</b>	<b>12</b>
<b>5. Impacto político, incremento de la incertidumbre</b>	<b>14</b>
<b>6. Impacto en los mercados</b>	<b>15</b>
<b>Apostamos por un <i>Bremain</i> el 23J</b>	<b>17</b>
<b>Impacto del <i>Bremain</i> en la renta variable</b>	<b>20</b>
La renta variable europea se está viendo lastrada	20
Impacto considerando el potencial de la libra esterlina	21
<b>Exposición de España a Reino Unido</b>	<b>25</b>
Impacto político	25
Impacto en la economía española	26
Exposición de la banca española a Reino Unido	29
Exposición de las compañías cotizadas españolas a Reino Unido	31

## El temor al *Brexit* puede ser una oportunidad

**El próximo 23 de junio Reino Unido votará en referéndum su pertenencia a la Unión Europea y su posible salida se ha convertido en uno de los principales focos de incertidumbre para los mercados. La falta de volumen en los mercados de renta variable, el posicionamiento bajista de los gestores de inversión registrando máximos o la caída de la libra muestran la cautela de los inversores de cara a esta cita electoral. Nuestra expectativa, aunque nada es descartable cuando en una votación se están jugando cuestiones más allá de las puramente económicas o políticas, es que los británicos votarán a favor de permanecer en la UE (*Bremain*). Vemos, por tanto, que los mercados nos podrían estar dando una oportunidad.**

La salida de Reino Unido de la UE tendría un impacto negativo en la confianza económica de Reino Unido, pero también en la UE, con lo que el planteamiento de un *Brexit* se ha convertido en uno de los principales factores de incertidumbre del último año.

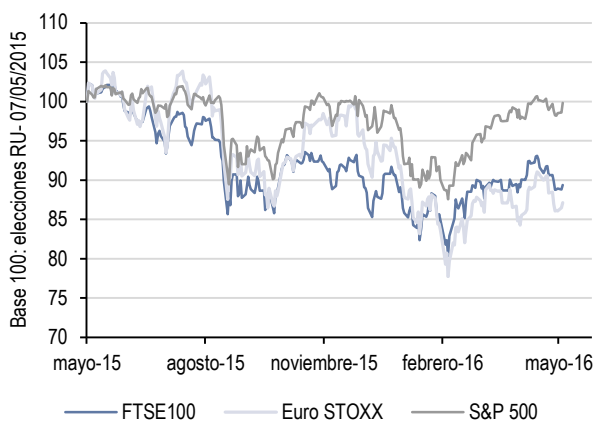
El triunfo de Cameron en las elecciones generales del 7 de mayo en Reino Unido, que llevaba en su programa electoral la convocatoria de un referéndum para que los británicos expresaran su voluntad, abrió de manera más clara la posibilidad de que Reino Unido abandonara la UE. La renta variable, poco amiga de la incertidumbre, ha venido reflejando en el último año un menor apetito por el riesgo, que ha sido especialmente patente en Europa. A principios de noviembre de 2015, el primer ministro británico envió a Bruselas sus condiciones para no salir de la UE, condiciones que desde Bruselas se vieron "problemáticas", exacerbando el temor de los mercados respecto al *Brexit*. Este temor se vio reflejado principalmente en el tipo de cambio efectivo de la libra, que se depreció más del 10% desde noviembre hasta los mínimos que marcó en abril de 2016. El pasado febrero, Cameron consiguió cerrar un acuerdo para él satisfactorio con la UE, aunque la opinión pública británica apenas cambió su percepción, y la libra se mantuvo muy debilitada.

La debilidad de la libra, está teniendo un impacto relativamente positivo en el FTSE 100 londinense, que genera más del 70% de sus ingresos fuera del Reino Unido (cerca del 20% en Europa ex Reino Unido) y ve a su sector exportador beneficiado. No obstante, como vemos en el siguiente cuadro a la derecha, el relativo del FTSE 100 vs. Euro STOXX se está beneficiando recientemente menos de lo que la depreciación de la libra habría sugerido, lo que puede achacarse al temor a las consecuencias negativas de la posible salida de RU de la UE.

Desde que Cameron ganó las elecciones en mayo de 2015 la salida de Reino Unido de la UE se convirtió en algo posible, y así lo vienen descontando los mercados.

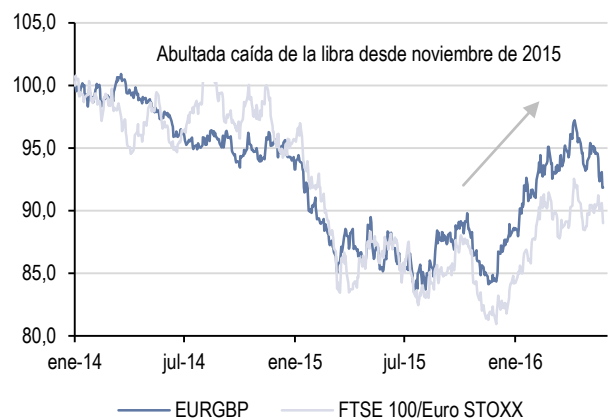
La libra está siendo la principal perdedora, mientras el FTSE 100 no aprovecha completamente la caída de su divisa.

Cuadro 1. El temor al *Brexit* se ha dejado sentir en la renta variable



Fuente: FactSet y Estrategia ACF. Base 100: 7 de mayo de 2015 (elecciones en

Cuadro 2. La caída en la libra favorece la recuperación del FTSE100



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

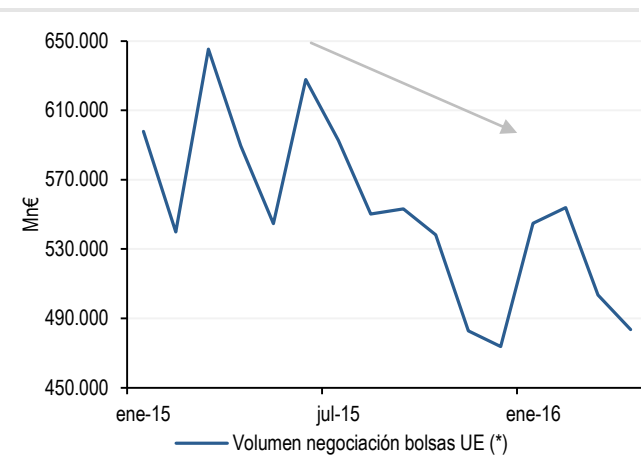
**Apuesta por el *Brexit***

El temor de los mercados al *Brexit* también se está viendo reflejado en la caída de los volúmenes de negociación en las bolsas europeas, aunque es cierto que la aversión al riesgo de los inversores ha sido alimentada también por la desaceleración del crecimiento global, por el fantasma de la deflación (caída de los precios del crudo), o por la incertidumbre política, sobre todo en el caso de España. No obstante, pensamos que el *Brexit* ha sido y es uno de los principales focos de temor, por la incertidumbre que genera una posible salida, sin que se estén planteando alternativas claras para "el día después".

El *Brexit* se ha convertido en uno de los principales focos de incertidumbre y la falta de volumen en los mercados está reflejando su cautela.

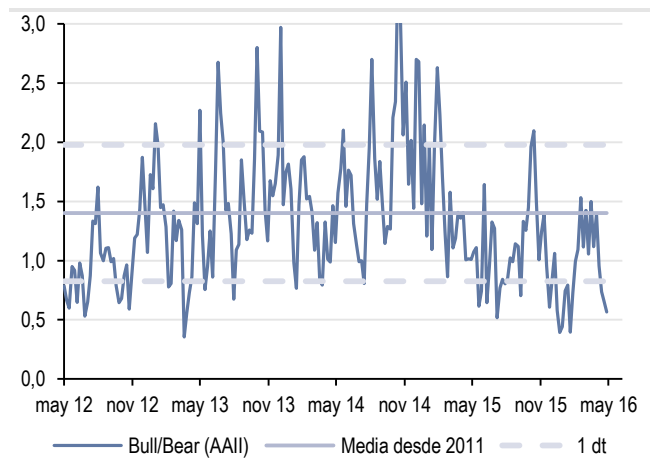
Los volúmenes de contratación en los mercados de renta variable han caído de forma considerable desde principios de 2015 en Europa (el promedio de negociación de las principales bolsas europeas cayó cerca del 15% en 2015 vs. 2014 y en los cuatro primeros meses de 2016 la contratación ha caído un 13% frente al volumen negociado en los cuatro primeros meses de 2015). La aversión al riesgo de los inversores también se evidencia en la encuesta AAI, que refleja que las posiciones bajistas se sitúan en zona de máximos de los últimos años, así como en la escasa entrada de flujos de inversión en los fondos de largo plazo estadounidenses.

**Cuadro 3. Volumen negociación bolsas europeas**



Fuente: Distintas Bolsas y Estrategia ACF  
UE (\*) sumatorio de las bolsas de Londres, Francia, España, Italia, Amsterdam y Bélgica

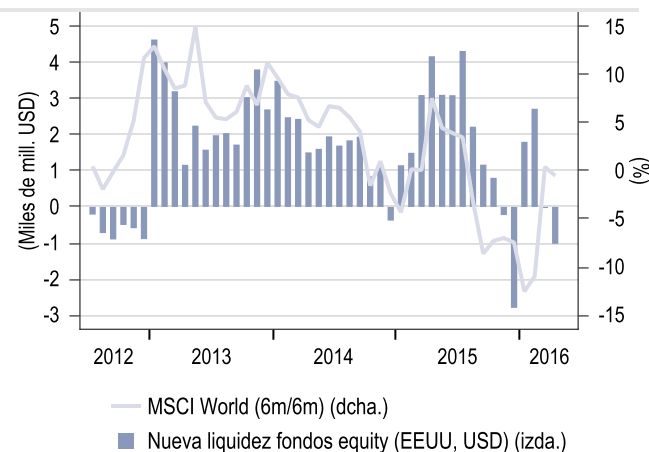
**Cuadro 4. Posicionamiento bajista de los gestores en máximos (AAII)**



Fuente: FactSet con datos proporcionados por AAI y Estrategia ACF

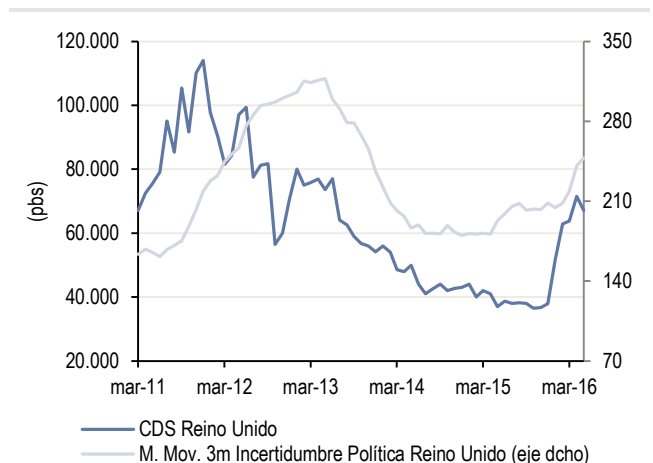
La incertidumbre política en Reino Unido está siendo uno de los principales catalizadores en el incremento de los seguros por riesgo de crédito (CDS) de los bonos soberanos británicos, buen indicador de la aversión al riesgo de los inversores a los activos de riesgo en esa región.

**Cuadro 5. Entrada de liquidez de los fondos *Equity* en EEUU**



Fuente: Bloomberg, Policyuncertainty y Estrategia ACF

**Cuadro 6. La incertidumbre política impacta en los CDS de RU**



Fuente: Macrobond y Estrategia ACF

## Razones para temer el *Brexit*

Distintas instituciones han estudiado el posible impacto económico que podría tener el *Brexit* tanto para Reino Unido como para la UE (los más afectados ante una potencial salida). La incertidumbre de los mercados financieros y la caída del crecimiento económico en Europa también tendrían un impacto negativo, al menos en el medio plazo, en el resto de países. El impacto económico de un *Brexit* dependerá del nuevo modelo de relaciones que se establezca con la UE. Según los distintos análisis que hemos estudiado una salida desordenada implicaría un coste económico del -5,8% del PIB en Reino Unido con un horizonte temporal de 15 años, mientras que si se mantienen en las nuevas relaciones unas condiciones similares a las actuales, el coste económico no sería tan relevante (-1,3% del PIB). En este capítulo analizamos las diferentes circunstancias que determinarían el coste económico tanto para Reino Unido como para la UE en caso de que finalmente se haga efectivo el *Brexit*.

## Impacto económico potencial

El impacto de una posible salida de Reino Unido de la UE será mayor o menor en función de los acuerdos que puedan firmarse con posterioridad a la salida con la Unión Europea y con el resto de países con los que se relaciona comercialmente a través de la UE. Una salida "desordenada" sin llegar a acuerdos claros provocaría una situación de incertidumbre y un impacto económico negativo muy importante (escenario pesimista en la mayor parte de los análisis), mientras que si lograra alcanzar un acuerdo similar al que la UE tiene actualmente con Noruega, el impacto sería menor e incluso, según uno de los estudios analizados (*think tank* Open Europe) podría ser positivo (mayor liberalización de las fronteras e impulso del comercio, según las estimaciones más optimistas de Open Europe).

No obstante, la mayor parte de los estudios realizados estiman un impacto negativo y, tomando el promedio de los estudios analizados con un horizonte temporal de 15 años, el impacto negativo podría superar ligeramente el -1% del PIB en el escenario optimista o incluso acercarse al -6% del PIB en el escenario pesimista (impacto del escenario central -3,4%).

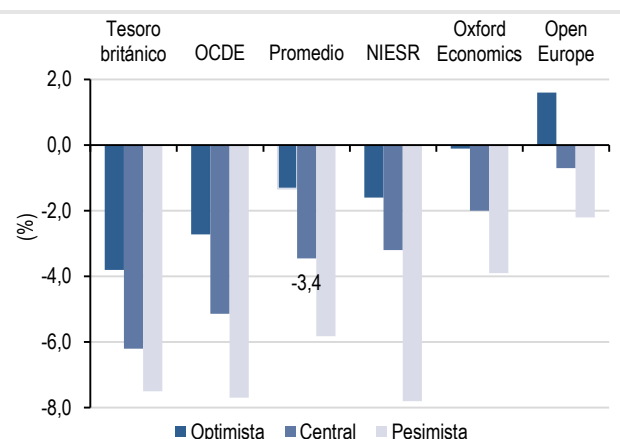
El coste económico de un *Brexit* dependería de los acuerdos posteriores que alcanzara Reino Unido con la UE, pero la incertidumbre inicial sería muy perjudicial.

Cuadro 7. Estimación del impacto en el PIB de RU

Caída PIB	optimista	central	pesimista	Horizonte
CEP - LSE	-2,2%	-6,3%	-9,5%	"Largo plazo"
FMI	-1,5%	no	-9,5%	"Largo plazo"
NIESR	-1,8%	-3,2	-7,8%	15 años
OCDE	-2,7%	-5,1%	-7,7%	15 años
Open Europe	1,6%	-0,7%	-2,2%	15 años
Oxford Economics	-0,1%	no	-3,9%	15 años
PwC	-3,1%	no	-5,5%	5 años
Tesoro Británico	-3,8%	-6,2%	-7,5%	15 años

Fuente: Recopilación de cada uno de los estudios por Estrategia ACF  
FMI no hace cálculos y señala un rango entre los distintos análisis observados

Cuadro 8. Impacto económico estimado hasta 2030 en Reino Unido



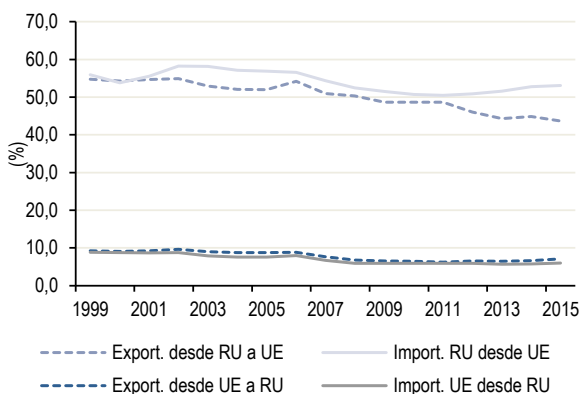
Fuente: OCDE, CEP, Oxford Economics y Estrategia ACF  
Ordenado de mayor a menor impacto en el escenario central.  
En el caso de Oxford Economics, no da escenario central y hemos calculado una media entre su escenario optimista y el pesimista como aproximación.

Son muchas las circunstancias que propiciarán el impacto económico negativo en Reino Unido y también en la Unión Europea, aunque la intensidad de cada circunstancia será distinta en cada región, siendo el impacto neto previsible más negativo para Reino Unido que para la Unión Europea, al menos para los próximos años. Las principales circunstancias que analizamos en este capítulo son las siguientes:

Reino Unido sería la más perjudicada económicamente por las circunstancias de un *Brexit*, pero las consecuencias del impacto político en la UE podrían ser relevantes.

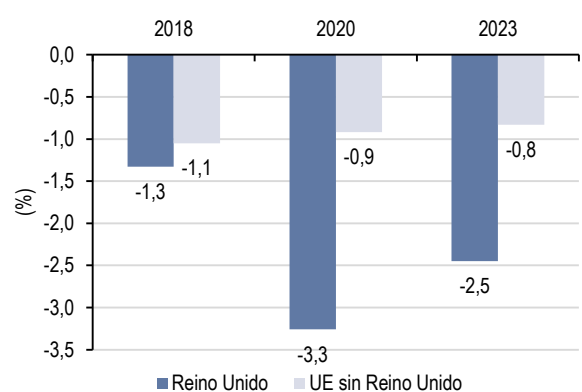
- 1. Coste de la incertidumbre.** La incertidumbre tiene un coste económico y podría afectar tanto en Reino Unido como en la Unión Europea, aunque pensamos que el coste será superior en Reino Unido, que tendrá que renegociar sus acuerdos comerciales no sólo con la UE, sino también con países terceros con los que tenía acuerdos a través de la UE. La firma de nuevos acuerdos podría dilatarse y prolongar el periodo de incertidumbre.
- 2. Presupuestos de la UE.** Reino Unido, en principio, dejará de aportar a los presupuestos de la UE. En este sentido, el impacto sería superior en la UE, aunque no está claro cuál sería la aportación de Reino Unido en un hipotético nuevo acuerdo con la UE.
- 3. Impacto por el incremento de los aranceles comerciales.** El más perjudicado en este caso claramente sería Reino Unido, aunque el impacto será diferente según sean los nuevos acuerdos que pueda alcanzar con la UE y con otros países. Su exposición a las exportaciones en la UE (aportan un 12,6% del PIB de RU), lógicamente, es muy superior a la de la exposición de las exportaciones de la UE a Reino Unido (aportan un 3,1% del PIB de la UE).
- 4. Impacto potencial en la inversión.** La incertidumbre que generará el periodo de negociaciones del nuevo estatus de Reino Unido tendrá consecuencias en la inversión tanto en Reino Unido como en la UE, aunque previsiblemente la caída será superior en Reino Unido. En los últimos años ha incrementado su atractivo como destino de la inversión, aunque parte de ese atractivo se lo confiere su pertenencia a la Unión Europea.
- 5. Impacto político.** La votación a favor del *Brexit* generará un impacto político en Reino Unido (posible dimisión de Cameron y discusiones sobre el nuevo modelo a seguir en las relaciones con Europa). No obstante, la incertidumbre política podría ser más intensa en Europa, donde el incremento de los sentimientos anti europeístas podría exacerbarse al calor de la salida de Reino Unido.
- 6. Impacto en los mercados.** La previsible caída en los precios de los activos de riesgo tras la salida de Reino Unido de la UE (principalmente por la incertidumbre que genera) tendrá consecuencias a su vez en el crecimiento económico y el impacto será previsiblemente superior en los mercados británicos que en los europeos. Los dos bancos centrales han preparado medidas de contingencia.

Cuadro 9. El impacto podría ser mayor en RU que en la UE



Fuente: OCDE y Estrategia ACF. Nota: % de exportaciones sobre el total

Cuadro 10. Impacto económico estimado (% en el PIB) en RU y UE



Fuente: OCDE y Estrategia ACF

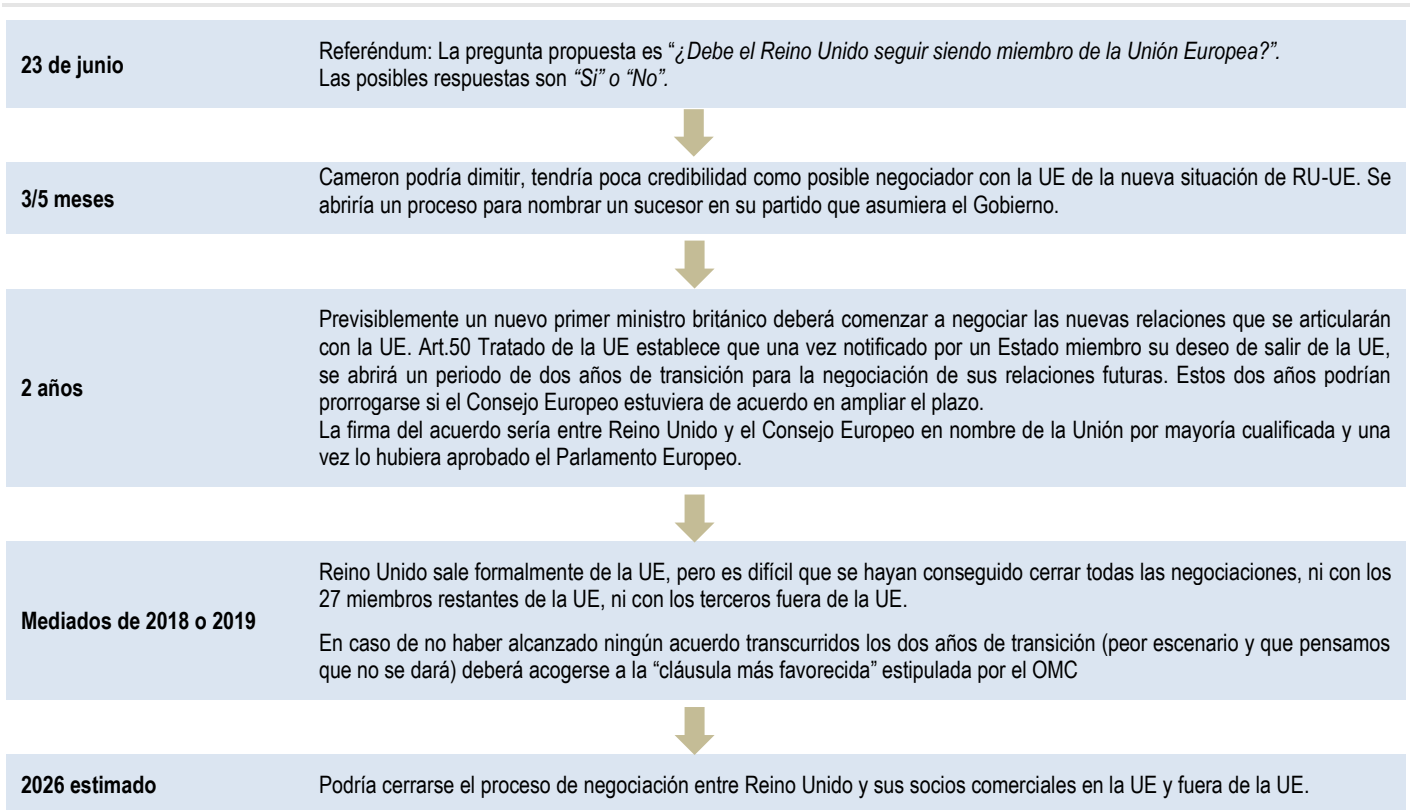


## 1. El coste de la incertidumbre

### Si en el referéndum los británicos dicen “no” a la UE...

Si los británicos el 23 de junio dicen “no” a la permanencia en la Unión Europea, se abrirá un proceso negociador del nuevo estatus de Reino Unido en la Unión Europea que podría prolongarse según los expertos más de diez años. El Tratado de Lisboa en su artículo 50 estipula que, una vez un Estado miembro anuncia su deseo de salir de la Unión, se establezcan dos años de transición, que podrían prolongarse si los Estados miembros así lo aprueban. Mientras tanto, las actuales relaciones se mantendrán hasta alcanzarse un nuevo acuerdo.

Cuadro 11. Proceso de negociación tras el Brexit



Fuente: Estrategia ACF

Los dos años que establece el Tratado de Lisboa de transición previsiblemente no serían suficientes y Reino Unido podría quedar en una situación de incertidumbre respecto a sus condiciones arancelarias en el comercio internacional. Pensamos que el proceso negociador podría dilatarse y que para que las condiciones de Reino Unido en el comercio internacional estén claras harían falta al menos diez años en el caso en que el voto sea en contra de la permanencia del Reino Unido en la UE. Los principales factores que afectarán a la dilatación del proceso serían:

- ▶ Según datos de la OCDE, las negociaciones para tratados de libre comercio se han prolongado en los últimos acuerdos alcanzados al menos 3 años (ver siguiente tabla a la izquierda).
- ▶ Los procesos negociadores en el seno de la UE nunca son sencillos, al confluir distintos intereses de los Estados miembros.
- ▶ La UE no tendrá incentivos especiales para facilitar mucho las cosas a Reino Unido en su salida, para no “animar” a otros Estados a seguir su ejemplo. Los intereses

**Los dos años de transición que contempla el Tratado de Lisboa podrían ser insuficientes para poder negociar un nuevo marco comercial para Reino Unido, lo que eleva la incertidumbre.**



de la UE en Reino Unido son muy importantes (3,1% del PIB de UE ex RU depende de las exportaciones 2014 a RU), pero más importantes aún son los intereses de Reino Unido en la UE (12,6% del PIB de RU depende de las exportaciones a los otros 27 Estados miembros en 2014).

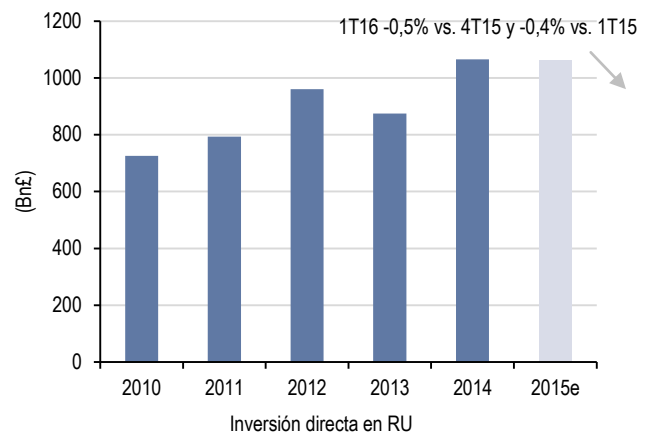
- ▶ La salida de Reino Unido de la UE puede querer ser aprovechada por los 27 Estados restantes para mejorar su posición en el comercio en industrias en las que hasta ahora Reino Unido tenía un peso importante, como el Financiero, los coches o los lácteos, dificultando aún más las negociaciones.
- ▶ Las posiciones de los que están a favor del *Brexit* respecto a cuál debe ser la relación que debe tener Reino Unido con la UE están divididas, lo que podría dificultar también el proceso negociador.
- ▶ Los países fuera de la UE querrán conocer el nuevo estatus de Reino Unido en la UE antes de firmar nuevos tratados con Reino Unido, lo que hará más compleja la negociación.

**Cuadro 12. El periodo de negociación podría prolongarse**

Negociación	Tiempo transcurrido hasta alcanzar el acuerdo
Suiza-China	4 años
EU-Corea	4 años
EU-Méjico	4 años
US-Australia	3 años
EU-Canadá	5 años (todavía en proceso).
EU-Suiza	10 años
Negociación	Tiempo transcurrido hasta alcanzar el acuerdo

Fuente: OCDE y Estrategia ACF






**Cuadro 13. Se ha frenado el creciente apetito por la inversión de RU**



Fuente: ONS y Estrategia ACF

La incertidumbre respecto al nuevo estatus de Reino Unido continuaría lastrando la inversión externa, tal como viene ocurriendo en los últimos meses. Reino Unido venía ganando atractivo como destino de inversión, pero el temor al *Brexit* ha frenado el apetito inversor. En 2015 se frenó el incremento que venía experimentando en los últimos años la inversión y en el 1T16 la inversión cayó un 0,5% frente a la del 4T15 y un 0,4% respecto a la del 1T15, según datos del Gobierno británico.

## Marcos alternativos de relación UE-RU tras el *Brexit*

Tipo de acuerdo	Modelo	Condiciones
<b>EEA</b> Área económica Euro- peá	 Modelo Noruego	-Contribuye al presupuesto de la UE. -Obligada a aceptar el libre movimiento de personas (6% de la población procede la UE). -Libre movimiento de bienes, servicios y personas (agricultura y pesca sí tienen aranceles). -Fuera de la UE, aunque debe seguir parte de la normativa y con muy poca influencia en la regulación (según cálculos del Gobierno de Noruega, se han incorporado a las leyes domésticas un 75% de las leyes de la UE).
<b>EFTA</b> Asociación Europea de Libre Comercio. Acuerdos bilaterales	 Modelo Suizo	-Contribuye al presupuesto (aunque menos que Noruega). -Libre movimiento de personas (tiene 4 veces más población de la UE que RU). -Requiere de negociaciones comerciales individuales con los distintos Estados miembros. -Tiene acceso limitado a empresas de servicios (no bienes). -No se ha concretado todavía el libre acceso a los servicios financieros. -Fuera de la UE aunque deberá seguir parte de la normativa (en los sectores para los que tiene acuerdos) y con muy poca influencia en la regulación. -Tiene más autonomía legislativa que Noruega y libertad para firmar más acuerdos con 3ºs.
<b>AECG</b> Acuerdo Económico y Comercial Global.	 Mod.Canadiense	-Se suprimirán el 96% de los aranceles de bienes en un periodo de transición de 7 años para terminar eliminándolos completamente a partir de entonces. -Tiene acceso parcial a la UE, incluyendo los servicios financieros. -Se mantienen cuotas en productos agrícolas específicos. -Deberán seguir los estándares y requerimientos técnicos de la UE, y no tendrán ni voz ni voto para estipularlos.
<b>Unión Aduanera</b>	 Mod.Turco	-Libre de aranceles excepto en servicios financieros. -Adopción de aranceles de la UE con los socios de la UE. -Sin influencia en la regulación.
<b>Tratados de libre                      comercio</b>		-Acceso libre de aranceles en muchos casos aunque deberán seguir la normativa europea y estándares de producción. -No tienen acceso automático a los servicios y no tendrán pasaporte automático para los servicios bancarios.
<b>OMC / WTO</b> Cláusula más favorecida		Si no se consigue alcanzar un acuerdo con la UE, se fijarán las relaciones comerciales de acuerdo a lo estipulado por la OMC (WTO). Esto significa nuevos aranceles en las exportaciones (según datos de OMC en 2014 el arancel medio aplicado según el criterio estipulado para la llamada "most favoured nation" fue un 12,2%), pero en este supuesto Reino Unido estaría completamente liberada de la regulación comunitaria.

Saliendo de la UE, Reino Unido no sólo perdería el régimen comercial fijado en el seno de la UE, sino que perdería también los acuerdos con terceros que hasta ahora se articulaban a través de la UE. En concreto, y según datos del Tesoro británico, Reino Unido perdería el trato preferencial de acceso a 53 mercados fuera de la UE entre los que figuran Méjico, Sudáfrica o Corea del Sur.

Seguramente, Reino Unido buscará una opción intermedia, que le permita el acceso a los mercados de la UE, pero conservando más libertad para establecer su soberanía legislativa y judicial. Habría que ver hasta qué punto los miembros de la UE le permitirían una salida "honrosa" y beneficiosa a Reino Unido, poniendo en riesgo la propia existencia de la UE (por el posible efecto contagio).

**Saliendo de la UE, Reino Unido no sólo deberá establecer un nuevo marco comercial con sus antiguos socios europeos, también con los que se articulaban a través de la UE.**

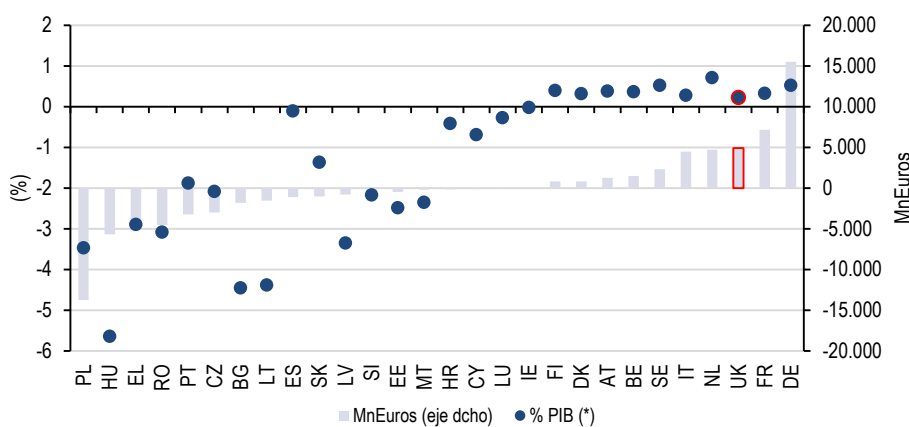
## 2. Impacto por la “no” contribución a la UE

La aportación neta de Reino Unido a la UE, en 2014 ascendió a 4.230Mn€, lo que supuso un 0,3% de su PIB según las estimaciones de la Comisión Europea (0,5% del PIB en 2013). Si dejara de aportar a las arcas de la UE, los más perjudicados serían las economías más fuertes de la UE. En 2014, Reino Unido fue el tercer país por aportación neta al presupuesto de la UE, precedido por Alemania y Francia. Por detrás de Reino Unido, los que más contribuyeron al presupuesto de la UE fueron Holanda e Italia.

No obstante, la salida de Reino Unido de la UE no implicaría necesariamente su no contribución al presupuesto comunitario. Su aportación dependería de los acuerdos comerciales que alcanzara como es el caso de Noruega o Suiza, que a pesar de no pertenecer a la UE, por su estatus comercial especial, deben contribuir al presupuesto y seguir gran parte de las normas europeas sin participar ni con voz ni con voto en las decisiones que adopte la UE. La contribución de Noruega a las arcas europeas se estima tan sólo un 17% inferior a la que está aportando Reino Unido, y la contribución suiza alrededor de un 60% inferior.

Reino Unido viene aportando algo menos del 0,5% de su PIB a los presupuestos de la UE, pero parte de este posible ahorro desaparecería dependiendo del nuevo marco comercial que negocie con la UE.

Cuadro 14. Aportación neta a los presupuestos de la UE (2014)



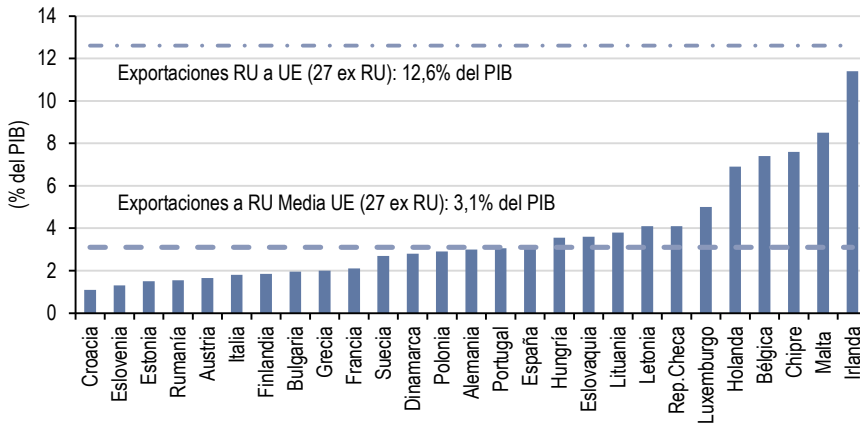
Fuente: Comisión Europea y Estrategia ACF

En términos generales, y según las estimaciones del Tesoro británico, la aportación anual de Reino Unido al presupuesto europeo oscila entre el 0,3% y el 0,4% del PIB de media. Este posible ahorro fiscal por la no aportación a los presupuestos europeos en un escenario *Brexit* sería aún menor en caso de que decidieran adoptar el modelo suizo o noruego, con lo que los británicos podrían querer asumir este coste, relativamente poco significativo, para no perder su capacidad de inferencia en las decisiones legislativas de la UE.

Si se acogiera a los modelos noruego o suizo tendría que seguir aportando, aunque menos, pero perdería su voz y voto, sin que las obligaciones regulatorias se redujeran muy sustancialmente.

### 3. Impacto potencial en el comercio

Cuadro 15. Exportaciones de los 27 de la UE a Reino Unido (en % sobre PIB –Datos 2014)

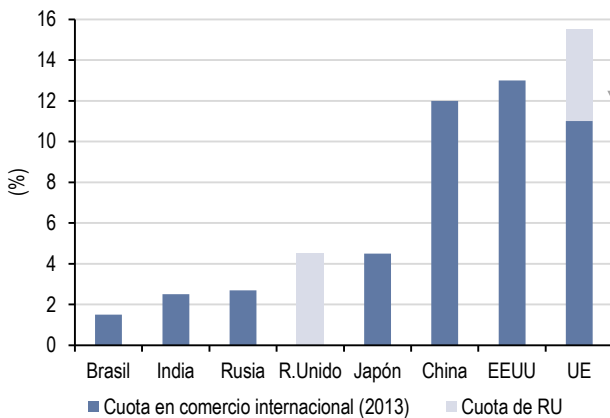


Fuente: ONS, FactSet y Estrategia ACF

La economía que saldría más perjudicada de un cambio en el estatus comercial de Reino Unido en la UE y de la posible pérdida de cuota comercial sería Reino Unido (las exportaciones a los 27 miembros de la UE supusieron en 2014 un 12,6% del PIB). Entre los miembros de la UE, Irlanda sería la más dañada desde el punto de vista de las exportaciones en una hipotética salida de Reino Unido de la UE, seguida de Malta, Chipre, Bélgica y Holanda. Para España, en 2014 las exportaciones en Reino Unido supusieron un 3,1% del PIB, en línea con la media de los 27 UE ex RU.

Desde el prisma de las exportaciones, Reino Unido sería la más perjudicada en un *Brexit*, seguido de Malta, Chipre, Bélgica y Holanda. España se encontraría en la media de la UE.

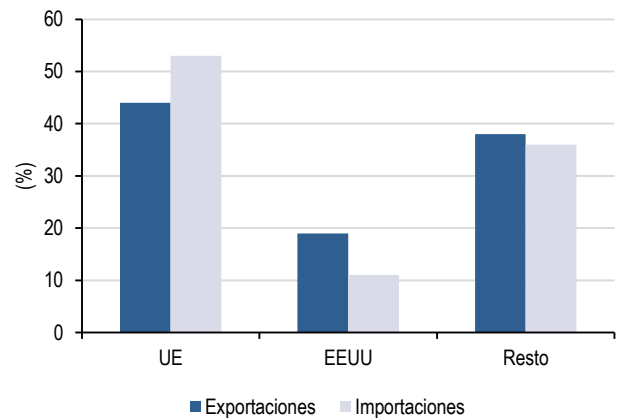
Cuadro 16. La UE perderá peso internacional, y RU también



Fuente: Banco Mundial y Estrategia ACF.

Nota: los datos de la UE no incluyen el comercio dentro de la UE

Cuadro 17. Cuota de exportaciones e importaciones de RU (2015)



Fuente: ONS y Estrategia ACF

Una potencial caída en las exportaciones de Reino Unido tendría un impacto superior en el sector manufacturero (en 2015, este sector pesó un 44% del total de las exportaciones) y en el sector financiero (Reino Unido es ya el mayor exportador de servicios en proporción a su PIB del G7, 12,1%, teniendo un peso importante los servicios financieros). Alemania o Francia podrían beneficiarse de un cambio de estatus de Reino Unido, pudiendo ser alternativa como centro financiero europeo.

Alemania o Francia podrían beneficiarse del nuevo estatus de Reino Unido en los servicios financieros, mientras que Alemania y España podrían coger ventaja en el sector Autos.

Dentro del sector manufacturero, en el sector Autos, Reino Unido había conseguido mejorar en productividad en los últimos años a Alemania, cuya industria automovilística podría verse beneficiada del periodo de incertidumbre que podría abrirse tras un hipotético *Brexit*. España es otro de los países que podría beneficiarse de una potencial caída de las exportaciones de autos en Reino Unido.

## 4. Impacto potencial en la inversión

Cuadro 18. RU es uno de los destinos favoritos para la inversión

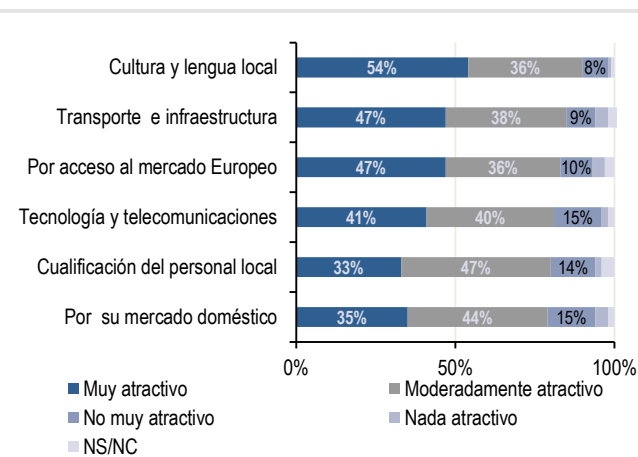
	2013	2014	2015
EEUU	1	1	1
China	2	2	2
Reino Unido	8	4	3
Canada	4	3	4
Alemania	7	6	5
Brasil	3	5	6
Japón	13	9	7
Francia	12	10	8
Méjico	9	12	9
Australia	6	8	10

Fuente: Gob. RU, de AT Kearney FDI conf.Index y Estrategia ACF

Reino Unido ha incrementado mucho su atractivo como destino de inversión en los últimos años, de manera que de ser el octavo destino del mundo para la inversión directa en 2013, ha pasado a ser el tercero en 2015. Además, es el más atractivo dentro de la UE, recibiendo en 2014 más del 15% del total de la inversión directa que llegó a la UE.

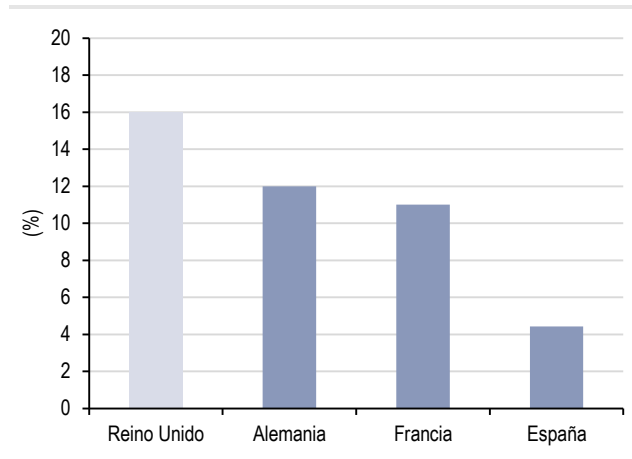
Según el departamento del Tesoro británico, más de la mitad de las compañías de fuera de la UE eligen Reino Unido para afincar su sede europea, de manera que Reino Unido en 2013 contabilizaba más sedes que uniendo las afincadas en Alemania, Francia, Suiza y Holanda. Hasta el momento Reino Unido cuenta con todas las ventajas de ser un miembro de la UE, a lo que hay que añadir el idioma, o la liquidez y eficiencia de sus mercados de capitales. No obstante, si Reino Unido dejara de ser miembro de la UE, la pérdida de las ventajas comerciales previsiblemente pesaría sobre el resto de ventajas y dejaría de ser un destino favorito para las empresas del exterior. En el cuadro inferior de la izquierda vemos que, según una encuesta publicada por el Tesoro británico, tan sólo un 17% de los inversores encuestados no había considerado relevante para decidir su destino de inversión que Reino Unido fuera una puerta al mercado de la UE.

Cuadro 20. Encuesta: atractivo de RU para inversores extranjeros



Fuente: Gobierno de RU a partir de un informe de E&Y 2015 y Estrategia ACF

Cuadro 19. Inv. Directa en la UE desde el resto del mundo (2014)



Fuente: ONS y Estrategia ACF

Reino Unido se ha convertido en el destino de inversión más atractivo de la UE, en gran parte por ser una vía de acceso para el resto de la UE.

Cuadro 21. El Brexit podría debilitar el empleo "exportador" (10%)

Sector	Nº de empleados relacionados con las exportaciones
Manufacturero	1.050.000 empleos (3,1% del total)
Otros manuf.	150.000 empleos (0,4% del total)
Servicios	2.050.000 empleos (6,1% del total)
<b>Total</b>	<b>3.300.000 empleos (9,8% del total)</b>

Fuente: Cálculos del Tesoro Británico (HTM April Book) y Estrategia ACF

**Apuesta por el *Bremain***

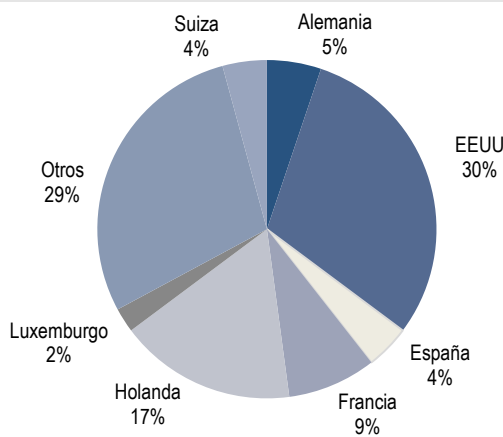
La incertidumbre que el *Brexit* generaría en los primeros años y la pérdida de atractivo como centro de negocios y financiero tendría un impacto negativo importante en la generación de puestos de trabajo y en los precios de la vivienda. El posible debilitamiento en el sector de las exportaciones también podría suponer una caída en los empleos en uno de los sectores más relevantes para Reino Unido (genera cerca del 10% de los empleos de Reino Unido).

Otros centros de negocios y financieros europeos, especialmente Frankfurt, podrían beneficiarse del cambio de estatus de Reino Unido. No obstante, si finalmente se establece en el seno de la UE la tasa Tobin, podría causar un efecto disuasorio para las inversiones en los mercados de capitales del continente vs. las que podrían continuar realizándose en Reino Unido, que previsiblemente buscará ser competitivo para no perder su preponderancia en el sistema financiero a nivel mundial.

Los países de la UE que más expuestos están por inversión a Reino Unido son EEUU, Holanda, Francia, seguidos de Alemania y España, según los datos tomados en 2014. Estas inversiones podrían perder atractivo en un entorno *Brexit* y algunas empresas podrían querer trasladar sus negocios ante los previsibles cambios regulatorios y comerciales que generaría.

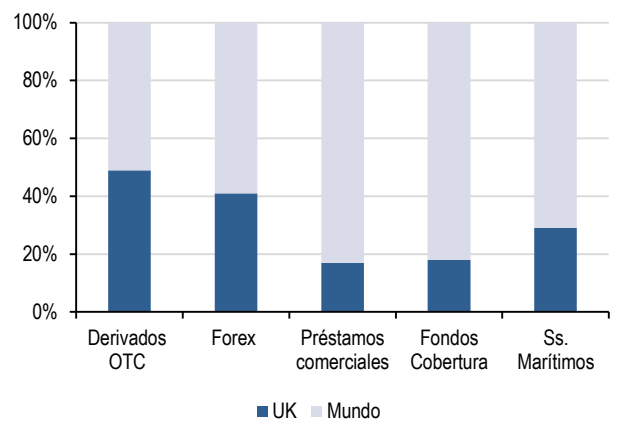
Fuera del entorno de la UE, las inversiones en Reino Unido podrían perder parte de su atractivo. EEUU, Holanda y Francia son los que más porcentaje de inversión directa ostentan en Reino Unido. Les siguen Alemana, Suiza y España.

**Cuadro 22. Inversión directa por países en Reino Unido (2014)**



Fuente: Gobierno británico y Estrategia ACF

**Cuadro 23. Preponderancia de RU en el mundo financiero**



Fuente: The CityUK y Estrategia ACF

## 5. Impacto político, incremento de la incertidumbre

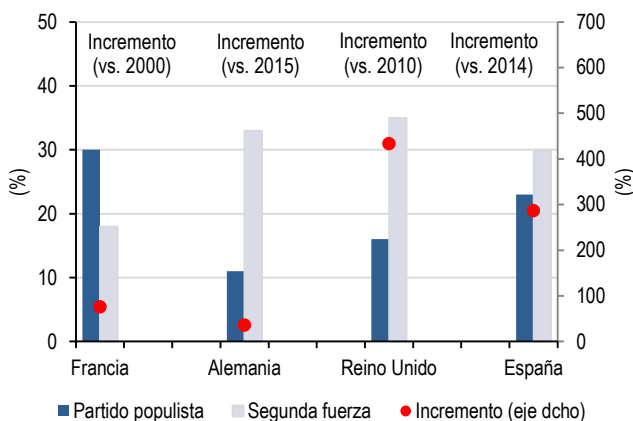
La salida de Reino Unido de la UE tendría un impacto en la estabilidad del gobierno británico porque, aunque parte del partido conservador (actualmente en el Gobierno) está a favor del *Brexit*, el primer ministro Cameron se ha posicionado en contra. Por tanto, su participación en las negociaciones con el UE podría verse deslegitimada, lo que podría propiciar un cambio de liderazgo dentro del partido conservador. No todos los votantes a favor del *Brexit* están de acuerdo con el nuevo modelo de relaciones comerciales a negociar con la UE, y esto sería también motivo de incertidumbre política en el país. Además, la salida de Reino Unido de la UE podría desencadenar nuevos desencuentros con Escocia, históricamente más pro europea. El líder del partido nacionalista escocés ha advertido que en caso de que el voto de Escocia difiera mucho del resto del país volvería a pedir un referéndum para su escisión.

La estabilidad política en el resto de la UE también se vería comprometida, pues la salida de un Estado miembro podría resultar "contagiosa" y provocar nuevas peticiones de salida en otros Estados. El sentimiento nacionalista y anti europeo está creciendo en los últimos años como consecuencia de la crisis económica, la política de ajustes fiscales, los movimientos migratorios y la crisis de los refugiados. La salida de Reino Unido podría exacerbar este sentimiento, situación especialmente problemática de cara a las elecciones parlamentarias a las que se enfrentan el año que viene Francia y Alemania. En España, el desafío independentista catalán podría recrudecerse.

Un *Brexit* implicaría una fuerte inestabilidad política en Reino Unido: Cameron perdería legitimidad, no hay una hoja de ruta para "el día después" y Escocia amenaza con un nuevo referéndum de independencia.

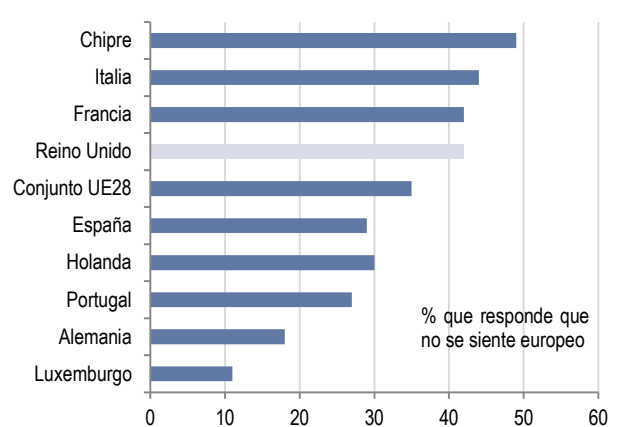
La situación podría ser aun peor en la UE. El *Brexit* podría exacerbar los crecientes movimientos anti europeos, a un año de las elecciones en Francia y Alemania. El desafío catalán se recrudecería en España.

Cuadro 24. Los populismos están cogiendo fuerza en Europa



Fuente: Der Spiegel, BVA France, UK Polling Report y Estrategia ACF

Cuadro 25. Europa pierde adeptos



Fuente: Eurobarómetro y Estrategia ACF

El efecto contagio podría afectar no sólo a los miembros de la UE sino también a los países con los que la UE tiene acuerdos comerciales y que se encuadran dentro del área de libre circulación de ciudadanos Schengen (la forman 22 miembros de la UE mas Noruega, Islandia, Suiza y Liechtenstein). En Suiza votaron en referéndum en febrero de 2014 a favor de introducir cuotas a la inmigración con un 50,3% de los votos, aunque esta decisión no ha podido entrar en vigor al romper con los compromisos adquiridos con la UE. Si Reino Unido decidiera salir de la UE y pusiera en cuestión su adhesión al Shenghen muy probablemente propiciaría que Suiza reclamara una nueva negociación con la UE.

Otro de los efectos políticos que tendría la salida de Reino Unido de la UE sería la pérdida de peso político en el seno de la UE de un país de corte más liberal, que podría afectar al equilibrio en la UE y provocar el disgusto de los países más alineados con Reino Unido, como Holanda o los países nórdicos. Además, tanto la UE como Reino Unido perderían peso económico, militar y político a nivel internacional (la UE representa en torno al 25% del PIB mundial, correspondiendo cerca del 5% a Reino Unido).



## 6. Impacto en los mercados

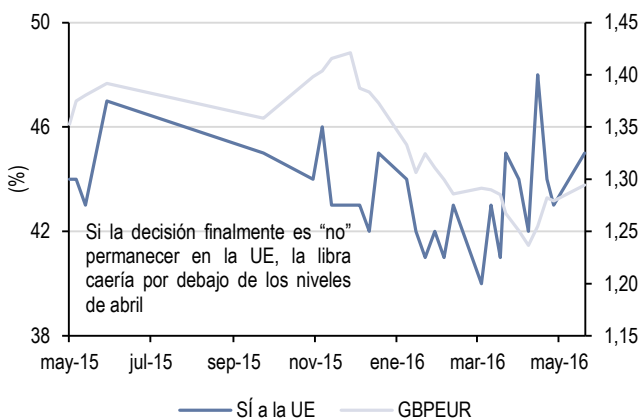
El efecto inmediato del *Brexit* en los mercados sería consecuencia de la incertidumbre, que es una de las mayores enemigas de las inversiones y cuyo impacto resulta siempre difícil de medir. La volatilidad de los mercados y la de los precios de los activos de riesgo también tendrán incidencia en el crecimiento económico de Reino Unido y de la Eurozona.

Uno de los principales activos que se verán afectados será la libra, que en un entorno *Brexit* y de incertidumbre sufrirá previsiblemente un duro castigo. Resulta complicado prever los niveles que podría alcanzar la libra, pero tratando de aportar algunos niveles de referencia nos fijamos en los mínimos registrados en abril de 2016 (1,236 GBPEUR), niveles que alcanzó tras caer desde noviembre más del 13% (fecha en que los mercados comenzaron a descontar más claramente el *Brexit*). En los mínimos marcados, las encuestas de opinión de voto estaban arrojando resultados muy igualados entre el "sí" o el "no" a la permanencia en la UE. Por tanto, ante la posible confirmación del *Brexit*, nos parecen plausibles caídas del 20% desde los niveles de noviembre, que llevarían a la libra a la zona de 1,05 euros, zona que coincidiría con los mínimos registrados en los inicios de la crisis financiera.

La incertidumbre que implica un *Brexit* como el que se plantea tendría un impacto muy importante en los mercados.

La libra sería uno de los activos más castigados y podría traspasar los mínimos de abril hasta situarse en niveles cercanos a los mínimos de la crisis financiera (zona 1,05 euros).

Cuadro 26. La libra se mueve al son de las encuestas de opinión



Fuente: FactSet, ICM y Estrategia ACF

Grecia nos ha proporcionado en los últimos años referencias en las que fijarnos para establecer el posible comportamiento de la renta variable europea en un entorno de incertidumbre política donde la propia integridad de la UE llega a ponerse en entredicho. Es verdad que el peso económico de Grecia es muy inferior al del Reino Unido, pero el temor de los mercados sería mucho más grave si lo que se cuestiona es la integridad de la Eurozona que si lo que está en cuestión es la UE. Así, para estimar las caídas potenciales en la renta variable, tomamos como referencia el referéndum griego de 2015. Entonces, tomando como referencia el periodo abril-julio 2015 (entre la fecha en que Tsipras plantea la posibilidad de un referéndum hasta los mínimos de julio) la renta variable podría caer hasta un 9% en el caso del Euro STOXX y cerca del 10% en el del Ibex 35, mientras que el S&P 500 podría caer apenas nada.

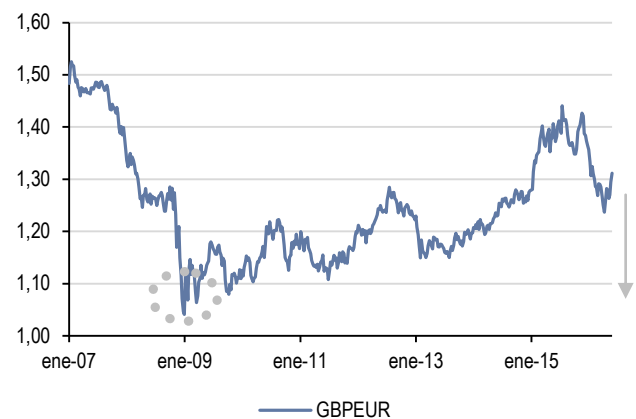
Tomamos Grecia como referencia para establecer dos escenarios en la renta europea en un entorno *Brexit*.

Los índices más perjudicados serían en Europa los periféricos (caídas en torno al 10%).

No obstante, si las negociaciones con Reino Unido se dilatasen mucho y proliferaran las voces anti europeas (recordemos que el año que viene Francia y Alemania convocan elecciones generales) las consecuencias para los mercados podrían ser todavía más negativas y podrían llevarnos a un escenario similar al de los de mayor aversión al riesgo de la crisis de deuda de 2012. Desde entonces, la UE ha mejorado mucho los mecanismos para evitar los colapsos financieros y, de hecho el BCE ha establecido un plan de contingencia que se activaría si se diera el *Brexit*.

Por tanto, no estimamos un escenario en los mercados de renta variable similar al de 2012 en el medio plazo. No obstante, una prolongación exagerada de las negociaciones para establecer el nuevo marco comercial o un repunte importante de la incerti-

Cuadro 27. La libra podría volver a los mínimos de la crisis financiera



Fuente: índice de apuestas de la Universidad de Stirling y Estrategia ACF

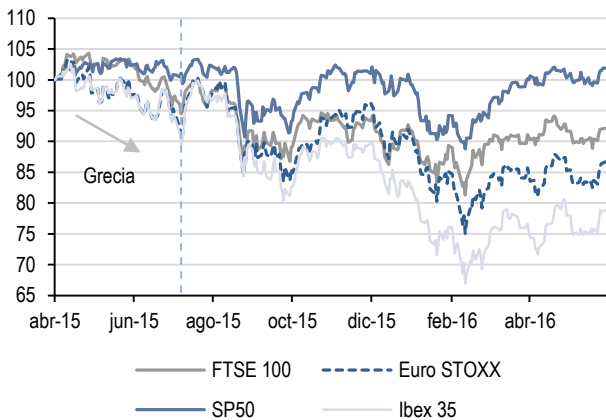
**Apuesta por el *Breimain***

dumbre política en Europa, que ponga en cuestión la propia existencia de la UE o incluso de la Eurozona, sí nos llevaría a un escenario similar al de entonces. La más perjudicada en ese entorno sería la renta variable periférica, que se mostraría como la más vulnerable, así como los índices de las economías emergentes

En el periodo comprendido entre febrero de 2011 (fecha en la que se recrudecieron las manifestaciones en Grecia y el problema de la solidez del euro comenzaba a ponerse en cuestión) hasta los mínimos registrados en el verano de 2012, la reacción en los principales mercados fue: el Ibex 35 cayó cerca de un 45%, mientras que el Euro STOXX cayó cerca de un 30%. El FTSE 100, y más aún el S&P 500, no recibieron un castigo tan fuerte (el FTSE 100 en ese periodo cayó poco más del 10%, mientras que en el S&P 500 las caídas apenas superaron el 2%). Creemos que, en un escenario de salida de RU de la UE el FTSE 100 saldría menos perjudicado en el relativo en moneda local que el resto de índices europeos, gracias a su exposición exterior y a la previsible depreciación de su divisa. Sin embargo, su valor en euros retrocedería previsiblemente respecto al del resto de índices europeos.

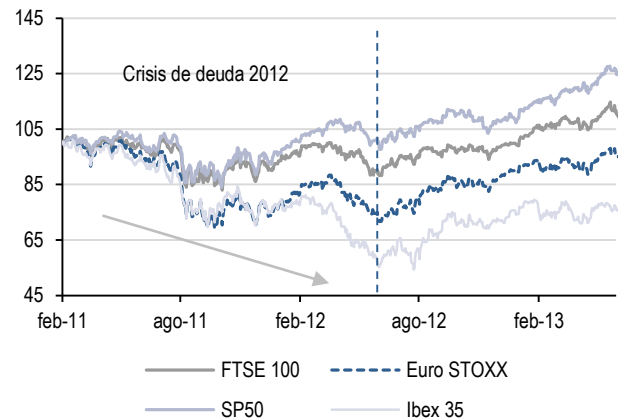
**Un escenario mucho más extremo, que no contemplamos en el medio plazo, nos llevaría a un entorno de mercado similar al de lo peor de la crisis de 2012.**

**Cuadro 28. Evolución principales índices de renta variable**



Fuente: FactSet y Estrategia ACF. Base 100: 1 de abril de 2015

**Cuadro 29. Renta variable en la crisis de deuda soberana europea**



Fuente: FactSet y Estrategia ACF. Base 100: 1 de febrero de 2011

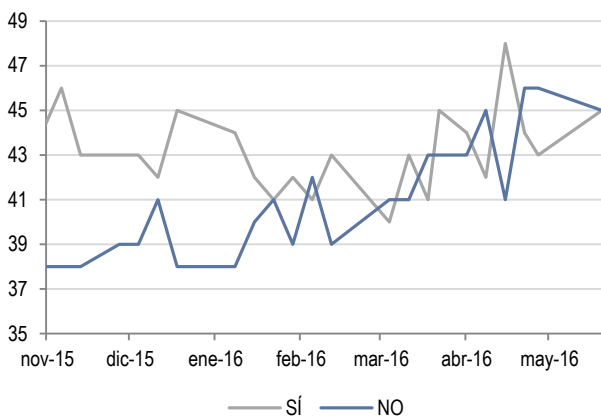
## Apostamos por un *Bremain* el 23J

**Nuestra apuesta es que los británicos dirán "SÍ" a permanecer en la UE, tal como vienen mostrando las casas de apuestas (las encuestas siguen muy igualadas). Los partidarios del *Brexit* apelan a motivos económicos y de competitividad que los británicos no parecen estar considerando (sólo un 24% cree que la economía mejorará fuera de la UE), pero también están apelando a los sentimientos nacionalistas y de soberanía, cuestiones que sí están calando. En los últimos años el sentimiento antieuropeo ha crecido y se está culpabilizando a la inmigración del deterioro de las condiciones laborales. Creemos que prevalecerá el sentido económico de los británicos y el temor a lo desconocido y que Reino Unido permanecerá en la UE, pero es difícil asegurar un resultado sobre todo cuando los sentimientos también se están poniendo en juego.**

Creemos que, aunque las encuestas de intención de voto de cara al 23J continúan muy igualadas, lo más probable es que finalmente resulte vencedor el *Bremain* ("SÍ" a la permanencia de Reino Unido en la UE), tal como señalan las apuestas, y a pesar de que en los últimos años el sentimiento a favor de salir de la UE o reducir considerablemente su poder se ha incrementado con fuerza.

Otro de los factores que nos hacen pensar en que finalmente la decisión será la de mantenerse dentro de la UE es la falta de concreción o de unidad entre los partidarios de salir de la UE a la hora de plantear cuáles serían las alternativas una vez hubieran salido. Sólo un 29% de los preguntados por la encuesta de actitudes sociales británica se mostraba seguro o relativamente seguro de qué ocurriría en caso de que Reino Unido abandonara la UE.

Cuadro 30. Las encuestas están igualadas entre el SI a la UE o NO...



Fuente: ICM Pollster y Estrategia ACF

Los partidarios del *Brexit* apelan a cuestiones sociales, como la inmigración, la soberanía o la identidad nacional y a cuestiones económicas, como la pérdida de productividad, de competitividad o de proyección en el comercio exterior por el exceso de normativa de la UE.

La encuesta de actitudes sociales del NatCen Social Research de febrero de 2016, tratando de testar cuál es el sentimiento de los británicos respecto a los argumentos que esgrimen los partidarios del *Brexit*, recabó que sólo un 24% de los consultados considera que la economía funcionaría mejor fuera de la UE, porcentaje pequeño y que coincide con los que consideran que el desempleo sería menor. En el caso de la pérdida de influencia internacional, sólo un 17% considera que mejoraría fuera de la UE. No obstante, la inmigración sí parece que preocupa a los británicos, y un 57% de los encuestados consideran que se reduciría fuera de la UE y esta es una de las principales razones para que los partidarios de la salida de Reino Unido de la UE estén incidiendo en este argumento para plantear su campaña.

Cuadro 31.... pero las apuestas se decantan claramente por el SI



Fuente: "Oddschecker" de la Universidad de Stirling y Estrategia ACF

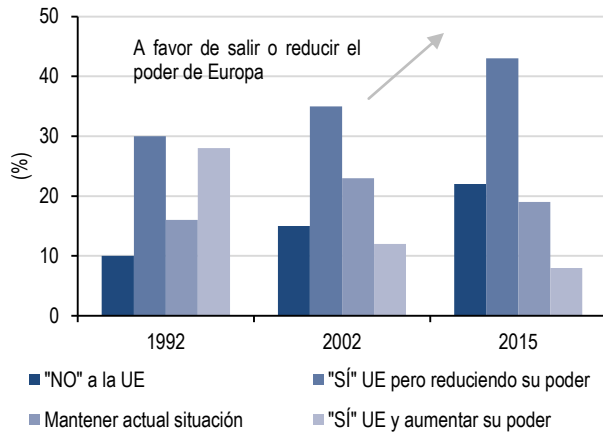
Las apuestas arrojan un 68% de probabilidad a la salida de Reino Unido de la UE, pero las encuestas de intención de voto siguen muy reñidas.

**A los británicos les preocupa más su economía fuera de la UE que dentro, pero el sentimiento soberano y el miedo a la inmigración podría decantar el voto por *Brexit*.**

Los argumentos económicos de los partidarios del *Brexit* vienen rebatiéndose por numerosos estudios de entidades oficiales y privadas. Como vimos en el primer capítulo, el coste económico para los próximos dos años según el promedio de los estudios que hemos analizado podría alcanzar el 3,4% del PIB para los próximos 15 años en un escenario central. En cuanto a la pérdida de competitividad, el índice de la OCDE de la regulación de comercio muestra que Reino Unido es el segundo país con menos barreras comerciales, sólo detrás de Holanda (también en la UE) y por delante de EEUU, con lo que el margen de mejoría potencial parece escaso.

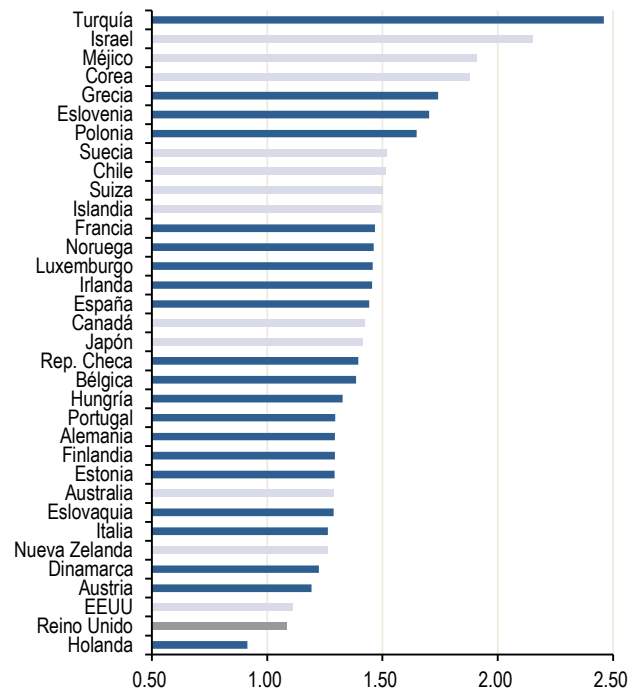
Son pocos los estudios que respaldan los argumentos económicos de los partidarios del *Brexit*

Cuadro 32. El sentimiento anti europeo viene creciendo en RU



Fuente: Eurobarómetro y Estrategia ACF

Cuadro 33. Índice de barreras comerciales de la OCDE



Fuente: OCDE y Estrategia ACF. Nota: Cuanto más alto es el índice más barreras.

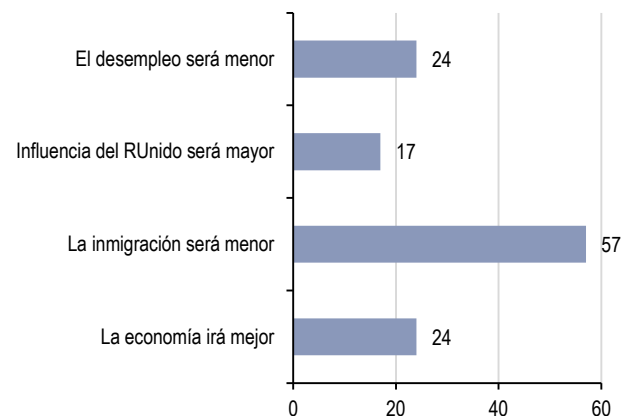
Los argumentos que apelan a cuestiones sociales hacen más difícil prever cuál será el resultado final del referéndum, porque, al entrar en juego sentimientos como la soberanía, el desapego europeo, o el temor a la inmigración o el terrorismo, cualquier situación puede hacer decantar el voto hacia un lado u otro el 23 de junio.

Cuadro 34. La inmigración está cualificada y aporta en las arcas de RU

Edad en la que terminó su educación	RU	Inmigrantes UE	Inmigración total
21 o más	23	43	45
17-20	33	42	36
16 o menos	44	15	19
<b>% de los cuales</b>			
Empleados	72,5	78,2	69,9
Desempleados	3,3	3,2	4,2
Estudiantes	7,7	7,1	7,6
Inactivos	16,5	11,6	18,3
Edad media	40	38	

Fuente: OCDE, LSE y Estrategia ACF

Cuadro 35. El *Brexit* no sería por la economía y sí por la inmigración



Fuente: Natcen Social Research y Estrategia ACF

**Apuesta por el *Bremain***

También existen argumentos en contra de las aseveraciones de los partidarios del *Brexit* en lo que se refiere a los “sentimientos”. Los defensores del *Brexit* han tomado la inmigración como su principal caballo de batalla para movilizar el voto a favor de la salida de la UE. No obstante, estudios de la OCDE o la LSE (London School of Economics) muestran cómo la inmigración no está teniendo efectos negativos en el empleo o los salarios de los británicos, sino que incluso podría estar beneficiándolos. La peor percepción de los británicos respecto al mercado laboral podría ser consecuencia de los efectos negativos que trajo consigo la crisis financiera y no de la inmigración. Por otro lado, si Reino Unido decidiera acogerse a un modelo similar al de Noruega o Suiza también tendrían que recibir inmigrantes de la UE dentro de sus fronteras.

En cuanto a la soberanía, Reino Unido perdería influencia internacional en cuestiones económicas, de defensa y perdería su influencia sobre la UE. Reino Unido tiene un índice de población muy elevado y tiene una cuota de voto relevante en la UE (sólo más pequeña que la alemana o la francesa).

El *Bremain* significaría un importante alivio para los mercados y supondría un descanso para la incertidumbre política en el seno de la UE. No obstante, no marcará un punto y final a los problemas, en un entorno de movimientos anti europeos frente a los partidos tradicionales en el seno de la UE, y ante la expectativa de que el *Bremain*, si finalmente gana en las urnas, previsiblemente no lo hará con un resultado abrumador.

A pesar del temor a las consecuencias económicas, los británicos finalmente podrían decantarse por “la salida” apelando a sus sentimientos.

El *Bremain* no pondrá punto y final a los problemas políticos de la UE.

## Impacto del *Bremain* en la renta variable

El lastre que viene soportando la renta variable europea por el temor a la posible salida de Reino Unido de la UE podría perderlo a partir del 23J y contagiar el "risk on" a otros mercados como los emergentes. En Europa, los periféricos serían los más aliviados, pero la incertidumbre política en España les impedirá disfrutar plenamente de la fiesta. La libra sería otra de las grandes protagonistas en un escenario "*Bremain*" y perdería también el lastre que soporta desde el mes de noviembre. Pensamos que la libra podría volver a niveles de 1,428 GBP/EUR (+10% vs. niveles actuales). En este escenario, y siguiendo un modelo de regresión con los principales relativos entre los índices de renta variable y el FTSE 100 con la evolución de la libra, observamos que los que mayor potencial de revalorización relativa tendrían serían el Nikkei 225, el STOXX 600, el FTSE MIB y el Ibex 35. Los menos beneficiados serían el selectivo belga, el portugués o el DAX alemán. El relativo S&P 500/FTSE 100 apenas tiene correlación con la divisa británica, mientras que los relativos de los índices de los países emergentes, podrían beneficiarse de un escenario "risk on". En cuanto a los sectores del Euro STOXX, los que mayor potencial de revalorización registrarían en un escenario de libra al alza serían: Materiales, Bancos, Energía o Autos, y los que menos: Media o Utilities.

## La renta variable europea se está viendo lastrada

En el último año, la valoración en términos de PER del Euro STOXX se ha visto lastrada frente a la del S&P 500 en un entorno de mercado "risk off" propiciado por la desaceleración económica global y el temor al *Brexit*, principalmente. Además, han impactado en negativo otros elementos de riesgo, como la incertidumbre política en España, la deuda griega, o los problemas de la banca italiana (estos dos últimos han moderado mucho su riesgo recientemente). La política en España seguirá siendo foco de incertidumbre al menos hasta el 26J, pero previsiblemente se prolongará al menos un mes más. Creemos, no obstante, que el *Brexit* es actualmente el elemento de riesgo más relevante para los mercados, y que, si se confirma nuestra apuesta por el *Bremain*, el Euro STOXX podrá recuperar gran parte de su recorrido perdido frente al S&P 500.

El *Brexit* es un foco fundamental de incertidumbre para los mercados europeos. Su superación supondrá un alivio, pero algunos mercados, como el español, deberán esperar a resolver su propia incertidumbre política.

Cuadro 36. El *Brexit* es un lastre para Europa



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

El PER 12m relativo histórico entre el Euro STOXX y el S&P 500 se encuentra cotizando en su promedio histórico y creemos que, una vez superado el temor al *Brexit*, debería cotizar con prima frente al S&P 500. La prima se justificaría principalmente por la divergencia en la política monetaria (normalización de tipos en EEUU y extraordinariamente expansiva en Europa), por el ciclo económico (madurez en EEUU y

Cuadro 37. El Euro STOXX merecería una prima sin *Brexit*



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

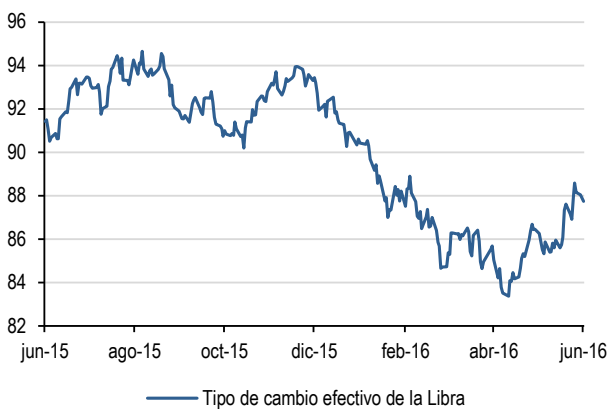
Europa podría recuperar parte del camino perdido vs. S&P 500 en un *Bremain*, y la prima en su valoración relativa estaría justificada.

crecimiento en Europa) y por el *momentum* de resultados (el ciclo de resultados podría haber tocado máximos en EEUU y tiene todavía mucho potencial en Europa).

### Impacto considerando el potencial de la libra esterlina

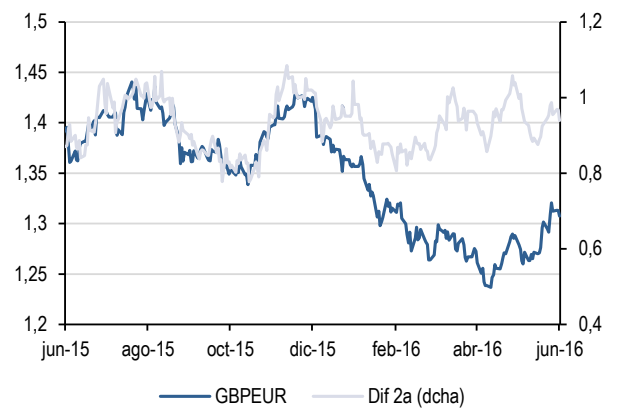
La libra esterlina es uno de los activos que mejor está sirviendo como termómetro del temor al *Bremain*. Desde mediados de noviembre de 2015 hasta los mínimos de mediados de abril de este año, el tipo efectivo de la libra se depreció un 10,3%, y desde entonces viene recuperando terreno ante las menores expectativas de que finalmente Reino Unido abandone la Unión Europea. La divergencia entre los diferenciales de los tipos a corto plazo y el tipo de cambio de la libra frente al euro desde el mes de noviembre evidencia el impacto del *Bremain* en el comportamiento de la divisa.

Cuadro 38. La libra está muy condicionada por el *Bremain*



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

Cuadro 39. Diferencial a 2 años de tipos UK-DE y GBPEUR



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

Si el 23J los británicos optaran por el *Bremain*, la libra se acercaría a sus niveles de referencia según la cotización de los tipos actuales. Es difícil que, al menos en el medio plazo, el diferencial de corto plazo de los tipos de interés soberanos Reino Unido vs. Alemania pueda regresar a los niveles de noviembre, pues el propio Banco de Inglaterra se ha mostrado cauto a la hora de considerar próximas subidas de tipos incluso en un escenario *Bremain*. La incertidumbre previa al referéndum está lastrando la confianza económica en Reino Unido y previsiblemente retrasará las expectativas de próximas subidas de tipos, en un entorno de economía global también más debilitado que en noviembre.

Con un *Bremain*, la libra volvería a los niveles de referencia que están marcando los diferenciales de tipos y podría situarse en torno a los 1,428 GBP/EUR (potencial superior al 10%).

Siguiendo el modelo de regresión del comportamiento del tipo de cambio GBPEUR vs. diferenciales de los tipos a dos años del bono británico vs. el alemán, la libra podría revalorizarse en un entorno *Bremain* hasta los 1,428 GBP/EUR, lo que supondría una revalorización algo superior al 10% desde los niveles actuales. Para establecer el modelo de regresión hemos considerado el periodo 2013-nov.2015 (una vez superado lo peor de la crisis de deuda europea y hasta la fecha en la que se produjo la divergencia entre el diferencial de tipos y el tipo de cambio).

Tomamos como referencia la libra para medir el potencial de revalorización del relativo de los distintos índices de renta variable (tanto geográficos como sectoriales del Euro STOXX), abstrayéndonos de otros impactos económicos o de "risk on" que también tendrían impacto en los mercados y que en parte se verán reflejados en la propia divisa.



**Impacto potencial relativo en los principales índices geográficos**

La depreciación que ha registrado la libra en los últimos meses ha tenido un impacto positivo en el FTSE 100 de Londres, que genera más del 70% de sus ingresos fuera de Reino Unido. El efecto ha sido el contrario en el caso de los índices europeos, que han visto encarecidas sus exportaciones frente a las de Reino Unido.

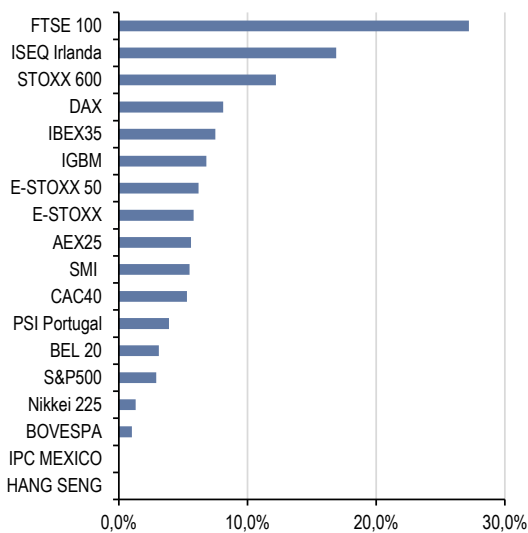
Entre los principales índices internacionales, los **más expuestos según los ingresos generados en Reino Unido**, a la economía británica son, el propio FTSE 100, el ISEQ irlandés, el STOXX 600, seguido del DAX alemán y el Ibex 35. Llamen la atención los selectivos de Bélgica (BEL 20) o Portugal (PSI20), que no tienen apenas exposición a Reino Unido, a pesar del peso de las exportaciones a Reino Unido de ambos países en su PIB (en Bélgica las exportaciones a RU pesan un 7,4% y en Portugal un 3,0%).

Analizamos las **correlaciones de los relativos** de los principales índices internacionales vs. FTSE 100 desde junio de 2015 con el tipo de cambio de la divisa con su par correspondiente, observando correlaciones positivas en todos los índices europeos y en el Nikkei 225 japonés (se comportarían mejor que el FTSE 100 ante la revalorización de la libra), prácticamente nulas en los índices de EEUU y China y positivas en el caso del Bovespa brasileño y el IPC mejicano.

El temor al *Brexit* ha beneficiado en relativo al FTSE 100 frente al resto de índices europeos, en un *Bremain*, podría deshacer el camino.

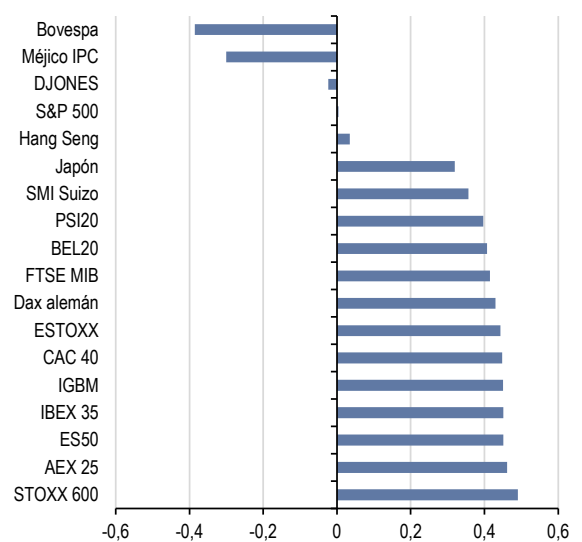
Los índices que generan más ingresos en Reino Unido se han visto castigados por el debilitamiento de la libra, mientras que el perfil exportador del FTSE 100 le ha beneficiado.

**Cuadro 40. Exposición de los índices a RU (Ingresos 2015)**



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

**Cuadro 41. Correlaciones relativas de los índices vs. GBPEUR**



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

Siguiendo un modelo de regresión de los relativos de cada índice con el FTSE y la divisa, estimamos el potencial de revalorización de cada índice según la apreciación que esperamos de la libra frente a su par correspondiente. En este caso no realizaremos el estudio en los índices estadounidenses ni en el Hang Seng chino, pues su correlación con la libra esterlina es muy escasa.

Estimamos el **potencial de revalorización de la libra** proyectando su valoración en función de la posición actual de los diferenciales de tipos soberanos a corto plazo (ver siguiente tabla con niveles). El potencial de revalorización de la libra contra el yen japonés es superior al de la libra contra el euro y pensamos que esto es coherente con el entorno previsible de menor aversión al riesgo, una vez superado el temor al *Brexit* por los mercados. En el caso de las divisas emergentes, el efecto "risk on" podría ser el contrario y sus divisas podrían beneficiarse de un entorno de menor aversión al riesgo y revalorizarse frente a la libra, con lo que el efecto "Bremain" podría tener un impacto ambiguo en estas monedas.

El potencial de revalorización de la libra esterlina frente al yen japonés según nuestro modelo es superior, lo que nos parece coherente en un entorno "risk on".

Apuesta por el *Bremain*

Siguiendo este modelo, los índices que tendrían una mayor **proyección en su relativo frente al FTSE 100 en un escenario de libra al alza** son el Nikkei 225, el STOXX 600, el FTSE MIB y el Ibox 35. Los que menor potencial de revalorización tendrían serían el SMI Suizo, el índice belga, el portugués o el DAX alemán. No obstante, en el caso de los índices españoles, la proximidad de su propia cita electoral (26J) continuará pesando sobre sus cotizaciones y podría tener que esperar para beneficiarse de su mejor posición frente a una potencial revalorización de la libra.

Creemos que el escenario **“risk on”** que previsiblemente provoque un *Bremain* mitigaría mucho la correlación negativa de estos índices con la libra, pues aunque la libra pueda repuntar ante la menor aversión al riesgo en la región, tendrá también consecuencias positivas para las inversiones en las economías de mayor riesgo, las **emergentes**. Por tanto, no estudiamos el potencial de revalorización ni en el IPC mejicano ni en el Bovespa brasileño, pues su correlación con la divisa perdería interés en este escenario.

Los relativos de los índices vs. FTSE 100 con mayor proyección con una libra al alza serían el Nikkei 225, el STOXX 600, el FTSE MIB y el Ibox 35.

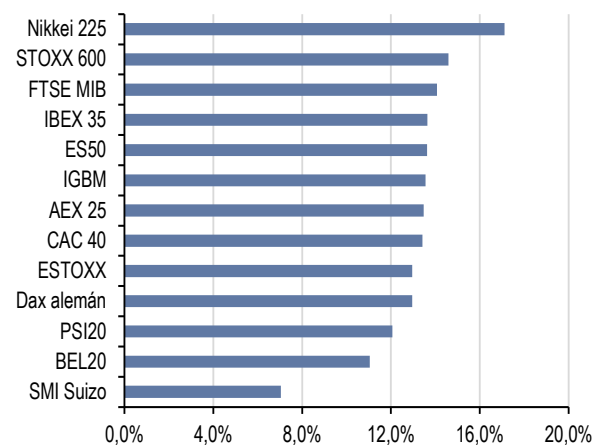
Los emergentes se beneficiarán del “risk on” consecuencia del *Bremain*.

Cuadro 42. Pot. revalorización GBP y relativo índice vs. FTSE 100

	Pendiente	Rev.Libra	Pot. Rev. relativo
Nikkei 225	0,93000	18,4% (*)	17,1%
STOXX 600	1,38067	10,6%	14,6%
FTSE MIB	1,33106	10,6%	14,1%
IBEX 35	1,29090	10,6%	13,6%
ES50	1,28957	10,6%	13,6%
IGBM	1,28296	10,6%	13,6%
AEX 25	1,27447	10,6%	13,5%
CAC 40	1,26990	10,6%	13,4%
ESTOXX	1,22624	10,6%	13,0%
Dax alemán	1,22554	10,6%	13,0%
PSI20	1,14111	10,6%	12,1%
BEL20	1,04467	10,6%	11,0%
SMI Suizo	0,95143	7,4%	7,0%
Méjico IPC	-0,48121	n.a.	n.a.
Bovespa	-0,56195	n.a.	n.a.

Fuente: FactSet y Estrategia ACF. Nota (\*): Mayor potencial, coherente con escenario “risk on” y el perfil de moneda refugio del yen.

Cuadro 43. Pot.revalorización relativa de los índices vs FTSE 100



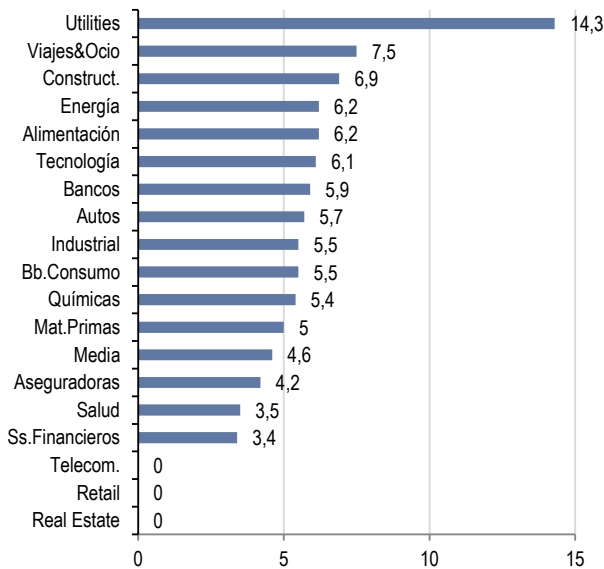
Fuente: FactSet y Estrategia ACF

**Impacto potencial relativo en los sectores del Euro STOXX**

En los últimos años Reino Unido ha ganado atractivo para las empresas europeas, que han incrementado su **exposición por ingresos en el país**. Los sectores más expuestos son Utilities, Viajes&Ocio, Construcción, Energía, Alimentación y Tecnología. Para calcular el potencial de revalorización de los distintos sectores en un escenario *Bremain*, hemos seguido el mismo modelo utilizado en el caso de los índices geográficos. Todos los relativos vs. FTSE 100 de los sectores del Euro STOXX muestran **correlaciones** positivas con el GBPEUR (se comportan mejor con la libra al alza). En ese entorno, los relativos con mayor **potencial de revalorización** serían los de Materiales, Bancos, Energía o Autos e inferior en Media o Utilities.

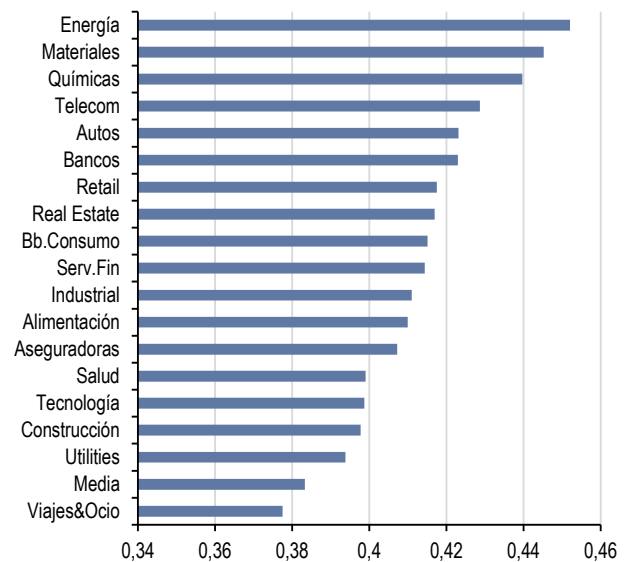
En su relativo con el FTSE 100, todos los sectores tienen correlaciones positivas con la libra. Los que mayor potencial mostrarían en ese entorno *Bremain* son: **Materiales, Bancos, Energía o Autos**.

**Cuadro 44. Exposición a RU Sectores Euro STOXX (ingresos)**



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

**Cuadro 45. Correlaciones relativo Sect.ES/FTSE100 vs. GBPEUR**



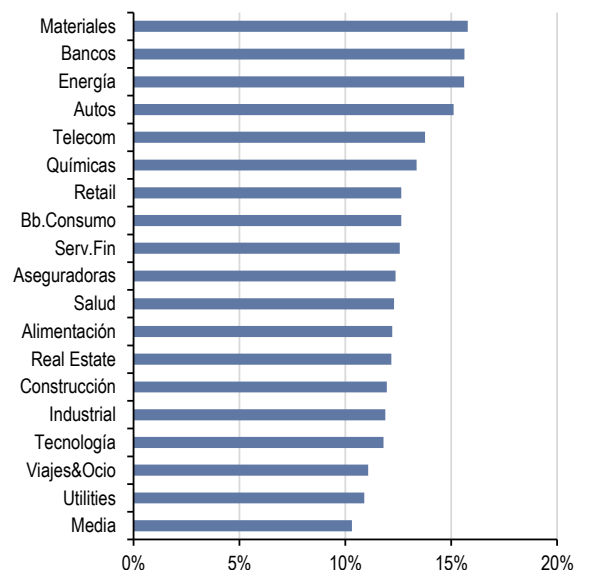
Fuente: FactSet y Estrategia ACF

**Cuadro 46. Coef.Regr. pot.reval. relativos sectores vs. FTSE 100**

Sector	Pendiente	Rev.Libra	Pot. Rev. relativo
Materiales	1,4929	10,6%	15,78%
Bancos	1,4769	10,6%	15,61%
Energía	1,4762	10,6%	15,61%
Autos	1,4286	10,6%	15,10%
Telecom	1,3018	10,6%	13,76%
Químicas	1,2634	10,6%	13,36%
Retail	1,1960	10,6%	12,64%
Bb.Consumo	1,1949	10,6%	12,63%
Serv.Fin	1,1887	10,6%	12,57%
Aseguradoras	1,1706	10,6%	12,38%
Salud	1,1636	10,6%	12,30%
Alimentación	1,1549	10,6%	12,21%
Real Estate	1,1506	10,6%	12,16%
Construcción	1,1312	10,6%	11,96%
Industrial	1,1244	10,6%	11,89%
Tecnología	1,1159	10,6%	11,80%
Viajes&Ocio	1,0479	10,6%	11,08%
Utilities	1,0298	10,6%	10,89%
Media	0,9752	10,6%	10,31%

Fuente: FactSet y Estrategia ACF

**Cuadro 47. Pot.revalorización relativa de los sectores vs FTSE 100**



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

## Exposición de España a Reino Unido

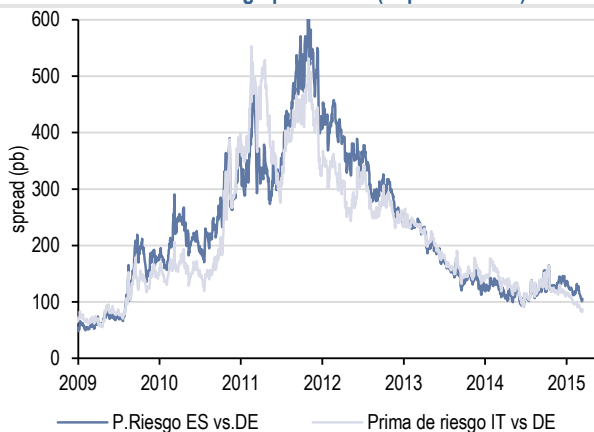
El impacto de una potencial salida de Reino Unido de la UE sería significativo para España, por sus implicaciones económicas y también por las políticas. Las primas de riesgo de la periferia serían las principales afectadas por el entorno de incertidumbre que generaría el *Brexit*. Nosotros apostamos por el *Bremain*, y España debería ser una de las más beneficiadas por ese entorno. No obstante, para beneficiarse por completo tendrá que superar un nuevo escollo, la formación de gobierno en España. La prima de riesgo española, superados ambos focos de incertidumbre, tendría margen para relajarse hacia la zona 100-90pb. En la renta variable, en ese mismo contexto, España sería uno de los mercados con mayor potencial en un contexto de libra al alza. La más beneficiada sería la banca (importantes inversiones en Reino Unido y muy sensible a la prima de riesgo), y las compañías con mayor exposición en Reino Unido. Creemos que sectores económicos, como el turismo, con fuerte exposición a los británicos, han recibido un castigo más moderado en los mercados, con lo que las alzas potenciales también lo serían.

### Impacto político

La salida de Reino Unido de la UE generaría, al menos en el medio plazo, una importante incertidumbre. La posibilidad de que otros países quieran seguir el mismo camino que Reino Unido es plausible, sobre todo si atendemos al incremento de la popularidad de los partidos nacionalistas y antieuropeos. Si la UE se ve en peligro, el propio euro podría ponerse también en cuestión. En este escenario, los más perjudicados serían los países de la periferia, más vulnerables en un entorno de aversión al riesgo. España, dentro de la periferia, sería especialmente vulnerable, por el impacto de su propia incertidumbre política y por el posible recrudecimiento del desafío independentista catalán.

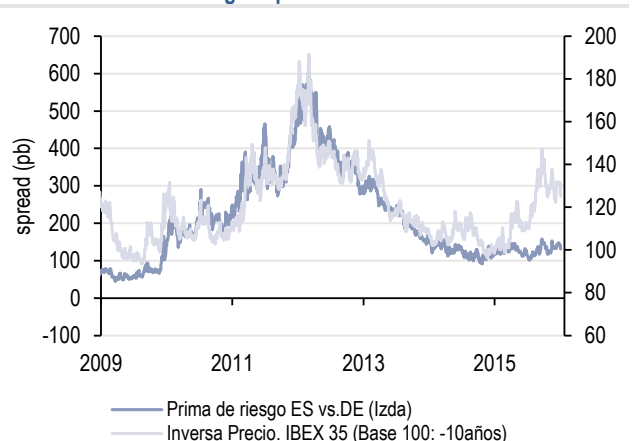
La incertidumbre que generaría un *Brexit* tendría un impacto especial en la periferia europea y aún superior en la española.

Cuadro 48. Primas de riesgo periféricas (España e Italia)



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

Cuadro 49. Prima de riesgo española e inversa del Ibex 35



Fuente: FactSet y Estrategia ACF

Para determinar el impacto del *Brexit* en las primas de riesgo españolas, tomamos como referencia la crisis de deuda europea, aunque las instituciones europeas son ahora más fuertes que en 2012 y cuentan con más mecanismos para paliar las consecuencias adversas de los mercados (el propio Banco Central Europeo ha anunciado que tiene un plan de contingencia preparado de inyección de liquidez). De hecho, las actuaciones del BCE y su programa de compra de activos están incidiendo en las primas de riesgo de la periferia, que se encuentran muy contenidas a pesar de la aversión al riesgo de los mercados.

Europa se encuentra mejor preparada que en 2012 y el BCE ha preparado un plan de contingencia ad-hoc para el *Brexit*.

**Apuesta por el *Bremain***

No obstante, la confirmación de la salida de Reino Unido y el recrudecimiento de la incertidumbre respecto al destino de la UE y el euro, podría minar la fuerza del BCE para frenar la tensión de los mercados y la prima de riesgo repuntaría posiblemente hasta niveles similares a los que registró el verano pasado en los momentos más crudos de las negociaciones con Grecia (160pb). Si las negociaciones con Reino Unido se dilataran mucho y repuntaran con fuerza los movimientos anti europeos en el resto de países, poniendo en cuestión la propia existencia de la UE o el euro, las primas de riesgo podrían volver a niveles registrados en 2012, pero este es un escenario que todavía no contemplamos.

Nuestra apuesta es que finalmente Reino Unido votará a favor de permanecer en la UE, con lo que el impacto debería ser positivo. No obstante, los activos de riesgo españoles tendrían que esperar para beneficiarse completamente de los efectos del *Bremain* hasta que la incertidumbre política nacional se superara. Si se superaran ambos focos de incertidumbre, quedaría despejado el camino para que la prima de riesgo española retornara a la zona de los 90-100pb. Según los cálculos realizados en el apartado anterior, siguiendo el modelo de regresión de los relativos de los índices con GBP, el Ibex 35 sería uno de los que mayor potencial de revalorización presentaría en Europa (+13,6% en un escenario GBP/EUR +10,6%).

Los problemas con Grecia el año pasado llevaron a la prima de riesgo española a los 160pb, pero si llegara a contemplarse realmente la ruptura de la UE y el euro, la crisis del 2012 sería nuestra referencia (no lo contemplamos todavía).

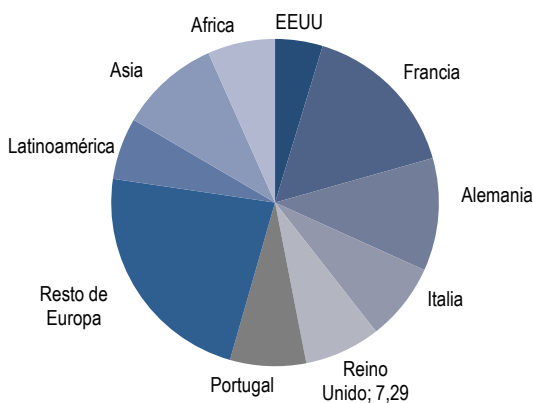
Nuestra apuesta es el *Bremain*, pero España deberá esperar a superar su propio escollo político para beneficiarse de ello. Superados ambos retos la prima de riesgo tendría margen hasta los 90-100pb.

**Impacto en la economía española**

Los lazos económicos con Reino Unido son muy estrechos y su salida de la UE podría suponer un obstáculo, ante la previsible caída de poder adquisitivo de los británicos (impacto económico y caída de la libra) y el posible incremento de las barreras comerciales. No obstante, su intensidad será muy diferente en función del nuevo modelo que se negocie una vez se haya producido el *Brexit* y de los cambios que realmente acaben produciéndose en las relaciones comerciales y regulatorias entre Reino Unido y la UE.

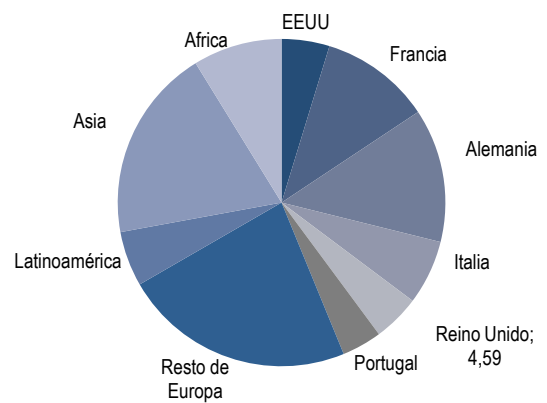
Según una reciente encuesta de la Cámara de Comercio Británica en España, más del 97% de las empresas hispano-británicas socias de la Cámara quieren que Reino Unido siga perteneciendo a la UE. Colocamos entre paréntesis el porcentaje de socios que cree que disminuiría cada uno de los siguientes aspectos tras un *Brexit*: a) las exportaciones e importaciones entre ambos países (73%); b) la inversión española en el Reino Unido (78%); c) la inversión británica en España (62%); y d) las relaciones financieras (84%). El único aspecto que los encuestados creen que seguirá igual es el turismo entre ambos países (un 78% de los socios).

**Cuadro 50. Exportaciones mercancías España 2015 (% del total)**



Fuente: FactSet (datos del Banco de España) y Estrategia ACF

**Cuadro 51. Importaciones mercancías España 2015 (% del total)**



Fuente: FactSet (datos del Banco de España) y Estrategia ACF

**Apuesta por el Brein**

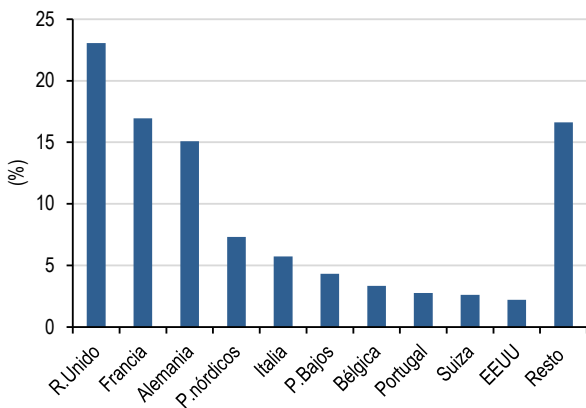
**Impacto en las relaciones comerciales:** El superávit comercial de bienes con Reino Unido se situó en 2015 en los 5.600Mn€ (0,5% del PIB). Algo más del 7% de las exportaciones de mercancías tuvieron como destino Reino Unido, (4º país según destino). Los sectores con más peso exportador a Reino Unido son los Autos y la Industria (maquinaria y aparatos mecánicos). Sólo un 4,6% de las importaciones procedieron de Reino Unido (6º proveedor en 2015). Entre los sectores de más peso en las importaciones se encuentran también los Autos y la maquinaria y, además, los aceites minerales y los productos farmacéuticos (en las importaciones podría compensar la caída de la libra con el potencial repunte de las barreras arancelarias). En el caso de las exportaciones e importaciones de servicios, en el acumulado 4T14-3T15, Reino Unido supuso un 8,5% de los servicios exportados y un 9% de los servicios importados por España.

España es exportador neto en Reino Unido, con un superávit comercial en bienes en 2015 del 0,5%.

**Impacto en el turismo:** Los británicos suponen la principal fuente de ingresos para el turismo de España. En 2015, del total de turistas que recibió España, un 23% fueron británicos y el gasto que realizaron éstos, supuso el 21% del total de los ingresos en turismo extranjero. Los años anteriores a la crisis financiera, el porcentaje del gasto de los británicos en España era aún más alto y recientemente estaba comenzando a recuperarse y a incrementarse el gasto medio por visitante (en 2014 se incrementó un 1,2%). En 2014, con gasto total de 12.747Mn€ superó ampliamente al de los alemanes (10.023Mn€) o los franceses (6.538Mn€). El gasto medio de los británicos por visitante en 2014 fue similar al del resto de la media europea (850€), aunque lejos de otros países, como los procedentes de América (2.287€ de media). Hasta el momento no ha tenido impacto la depreciación que acumula la libra desde noviembre y el turismo británico ha seguido creciendo en el 1T16.

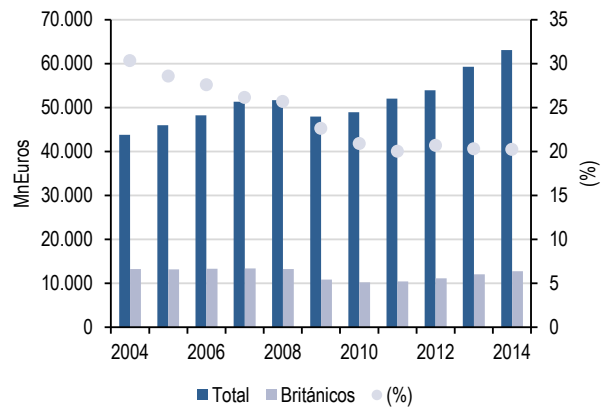
Los británicos son los que más aportan por ingresos en el sector turístico (21% del gasto de extranjeros en turismo) y está en crecimiento en visitantes y gasto medio.

**Cuadro 52. Turistas por país de procedencia en 2015 (% del total)**



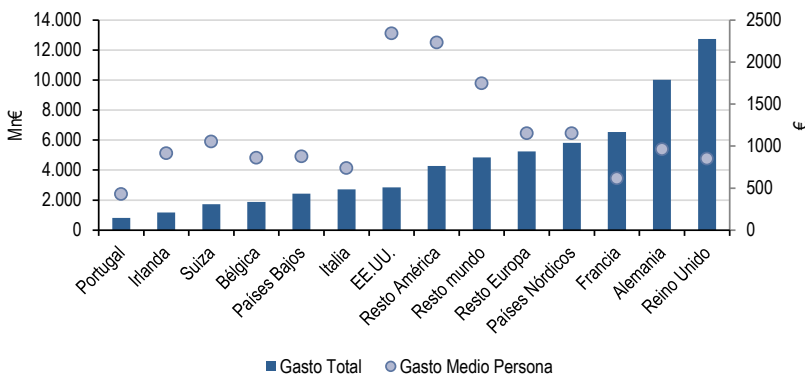
Fuente: INE (Frontur), Statista y Estrategia ACF

**Cuadro 53. Gasto anual del turismo por país de procedencia**



Fuente: INE (EGATUR), Statista y Estrategia ACF

**Cuadro 54. Gasto anual por país de procedencia en España del turismo y gasto medio por persona (2014)**



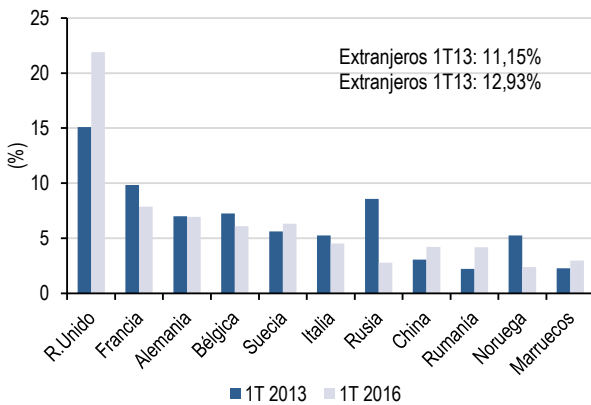
Fuente: INE (EGATUR) y Estrategia ACF



**Impacto en el precio de la vivienda:** En los últimos años, el porcentaje de viviendas adquiridas en España por extranjeros se ha incrementado con fuerza y son los británicos los que más han impulsado ese crecimiento. Los británicos son, entre los extranjeros, los que más viviendas compran en España (21,9% de los extranjeros, cerca del 3% del total en el 1T16). Según la inmobiliaria Taylor Wimpey, con una importante cuota de mercado del cliente inglés en España, la agencia incrementó un 50% la venta de viviendas a clientes británicos en España, con una subida de los precios de venta del 16%. La mejoría en los últimos años de su economía y la revalorización que había experimentado su moneda frente al euro hasta finales de 2015 son las principales razones que impulsaron este crecimiento.

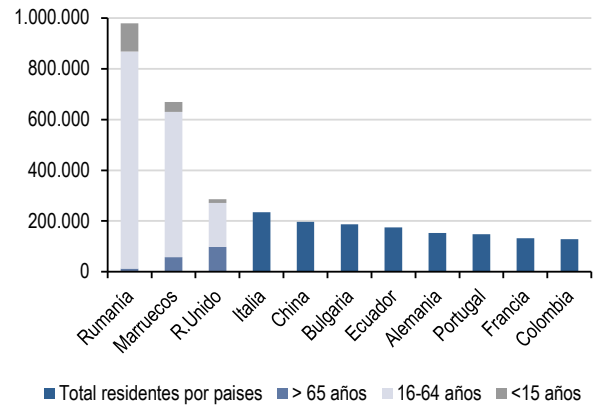
...también está creciendo en las compras de viviendas (22% del total de compras extranjeras y un 3% del total).

Cuadro 55. Compra de vivienda (% de los extranjeros por nacionalidad)



Fuente: Registradores de España y Estrategia ACF

Cuadro 56. Extranjeros residentes en España en 2015



Fuente: Ministerio de empleo y seguridad social y Estrategia ACF

Nota: Hemos tomado los principales países por población residente en España (son datos oficiales).

Los rusos y los noruegos, en parte por la crisis del petróleo, son los que más han caído en número de compras de viviendas en España. Un potencial *Brexit*, con la consiguiente caída en el poder adquisitivo de los británicos, podría incidir negativamente en el sector inmobiliario español y en sus precios, cuando se encontraba en fase de recuperación. Desde 2014 se viene observando un cambio de tendencia en el precio de la vivienda, en parte, gracias al mayor interés del cliente extranjero. En el 1T16 mantuvo niveles de fortaleza similares a los de trimestres anteriores (según índice Case & Shiller aplicado a España presentó un incremento del 2,2%). Por el contrario, si Reino Unido se mantuviese en la UE, el previsible fortalecimiento de la libra posterior al referéndum podría continuar incidiendo positivamente en el sector.

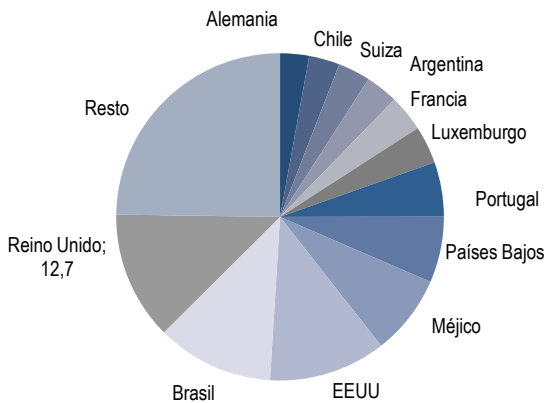
Los británicos son, después de Reino Unido y Marruecos, la población más numerosa entre los extranjeros residentes en España. No todos son jubilados, aunque el número de personas con edad superior a los 64 años supone un porcentaje muy superior a la de los residentes rumanos o marroquíes (34,4% vs. 1,2% y 7,5% respectivamente). La población jubilada y el gusto de los británicos por pasar sus vacaciones en España ha atraído a muchos británicos en busca de nuevas oportunidades en la región.

**Impacto en la inversión:** Reino Unido es el primer destino de la inversión española en el exterior. Según datos del Ministerio de Economía, Reino Unido suponía en 2013 un 12,7% de la inversión española en el exterior. En los últimos años, además, esta inversión se ha reforzado, principalmente por el sector financiero (ver apartado siguiente "Exposición de la banca española en Reino Unido"). La caída en la cotización de la libra y la potencial ralentización económica en el país tendrán un impacto negativo en los intereses de las inversiones extranjeras en Reino Unido (ver apartado "Exposición de las compañías cotizadas en Reino Unido"). Además, el cambio en las reglas del juego (posible nueva normativa, que tendrá menor o mayor incidencia según el nuevo estatus de Reino Unido en sus relaciones con la UE) también podría hacer menos atractivas las inversiones españolas en la región.

Reino Unido es el primer destino de la inversión española en el exterior...

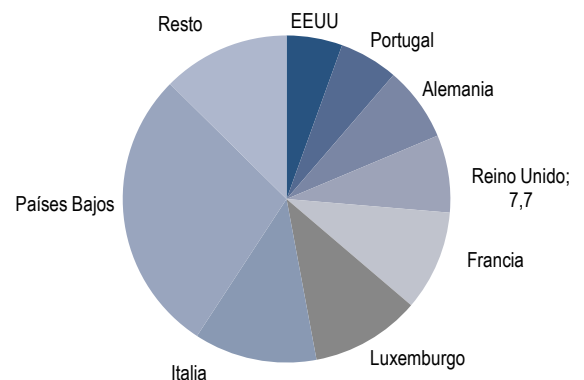


Cuadro 57. Inversión directa en España (2013)



Fuente: DataInVex (M<sup>o</sup> Economía) y Estrategia ACF

Cuadro 58. Destino de la inversión española en el exterior (2013)



Fuente: DataInVex (M<sup>o</sup> Economía) y Estrategia ACF

Reino Unido es también uno de los principales inversores en nuestro país. En el año 2013 las inversiones de Reino Unido suponían el 7,7% del stock de inversiones extranjeras en España. La pérdida de poder adquisitivo de los británicos, así como el potencial cambio en las relaciones comerciales y diplomáticas con Reino Unido, podrían dificultar la entrada de nuevo capital británico en España.

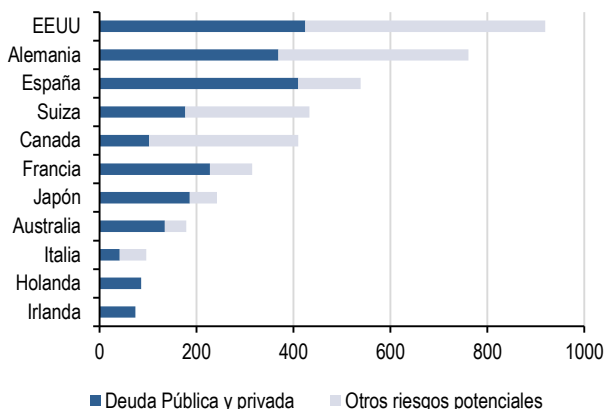
### Exposición de la banca española a Reino Unido

La banca española es la tercera más expuesta a los riesgos de crédito en Reino Unido, detrás de la estadounidense y la alemana. Si tomamos en consideración únicamente la exposición directa a la deuda del sector privado y público (sin considerar los riesgos indirectos, como derivados o garantías), la exposición de la banca española se igualaría mucho a la estadounidense y adelantaría a la banca alemana.

La banca española tiene una alta exposición internacional (los activos financieros en el exterior representan un 45% del total), siendo Reino Unido su principal destino, pesando cerca del 32% de las inversiones del exterior, lo que supone un 14,7% de sus activos totales. La exposición de la banca española España a Reino Unido se ha incrementado mucho en los últimos años buscando mayor rentabilidad (las expectativas de inflación son superiores en Reino Unido, y hasta hace poco se esperaba que el Banco de Inglaterra subiera tipos en un horizonte no muy lejano) y la mayor eficiencia de los mercados de capitales británicos.

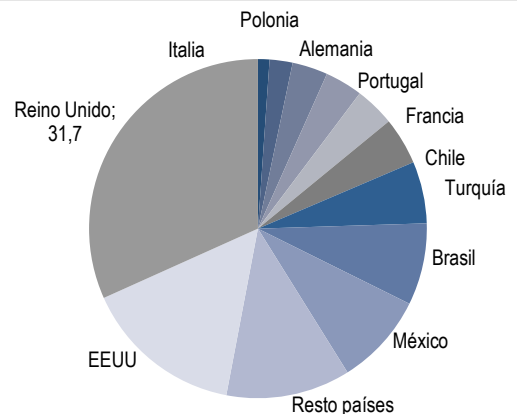
...la banca española, con fuerte perfil internacional, también elige a Reino Unido como su principal destino de inversión.

Cuadro 59. Exposición de la banca internacional al crédito de RU



Fuente: BIS y Estrategia ACF

Cuadro 60. Exposición internacional de la banca española (dic.2015)



Fuente: Banco de España y Estrategia ACF. Nota (% del total en el exterior).

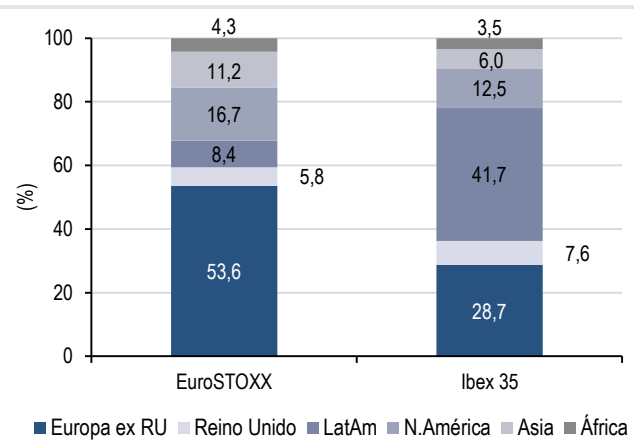
Creemos que esta exposición podría estar lastrando a la banca española ante el temor de los mercados al *Brexit* y que en caso de que se confirmara que Reino Unido se mantiene en la Unión Europea, la banca española sería una de las más beneficiadas de Europa. No obstante, siendo este uno de los sectores más afectados por la incertidumbre política española, tendrá que esperar a conocer los resultados de las elecciones generales del 26J para poder recoger plenamente los beneficios del *Bremain*.

### Impacto en la renta variable española

La renta variable española es una de las más expuestas a un posible *Brexit* no sólo por el importante porcentaje de ingresos que generan las compañías cotizadas en el país sino, como venimos viendo, por el impacto político y económico que supondría la salida de Reino Unido de la UE. No obstante, para que la renta variable española pueda beneficiarse por completo de las bondades del *Bremain*, deberá superar el escollo de las elecciones generales en España.

Una vez superada la incertidumbre política doméstica, la renta variable española podrá beneficiarse al completo del *Bremain*...

Cuadro 61. Exposición del E-STOXX e Ibx 35 a Reino Unido

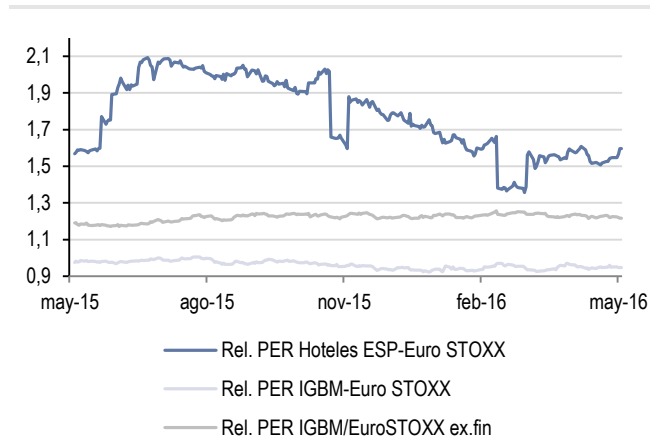


Fuente: FactSet y Estrategia ACF. Nota: Exposición según ingresos 1T16.

El impacto de la relajación en la prima de riesgo impulsaría al alza a todos los sectores de la bolsa española. No obstante, algunos sectores saldrían más beneficiados, como Banca (por su exposición en Reino Unido y por su sensibilidad a la prima de riesgo), las compañías con más exposición en Reino Unido, como Ferrovial, (ver apartado siguiente "Exposición de las compañías cotizadas en Reino Unido" y el sector turismo (algo más del 21% de los ingresos del turismo extranjero proviene de británicos).

En el sector turístico, la caída en el PER12m relativo frente a sus pares europeos puede deberse a las fuertes subidas anteriores y a sus altas cotizaciones, pero observamos que el deterioro comienza a producirse precisamente a partir de noviembre, fecha en la que comienza a cotizarse el *Brexit*. Esto nos lleva a pensar que un *Bremain* podría propiciar cierta recuperación en las valoraciones del sector, que continúa en plena expansión.

Cuadro 62. Evolución en precio de los Hoteles en Europa



Fuente: FactSet y Estrategia ACF. Nota: Tomamos los de mayor implicación económica con Reino Unido.

...la banca y compañías como Ferrovial, con muchos intereses en Reino Unido, serán las más beneficiadas...

El sector turístico, en creciente exposición a la población británica, pensamos que ha sido penalizado en parte por el *Brexit* y en parte por sus altas valoraciones vs. las europeas.

## Exposición de las compañías cotizadas españolas a Reino Unido

Compañía	% Ventas15	% Ebitda 15	% Ebit 15	% B° neto 15	Otros	Comentarios
<b>Vidrala</b>	40,3%	-	37,2%	-		Afectada por Encirc, compañía adquirida en enero de 2015. Encirc cuenta con menos margen EBIT que Vidrala antiguo, pero es la que más potencial de mejora presenta en dicha línea en la estrategia futura del grupo. Vidrala tiene una cobertura al 50% en el cash flow generado por esta empresa en niveles de 0,72/0,73 euros/libra esterlina.
<b>IAG (*)</b>	65,4%		78,1%			British Airways es la compañía con más peso en el grupo, con un 60,9% de la oferta de asientos (medida en AKO s) en 2015 proforma, siendo la aerolínea más rentable de IAG, con un margen operativo ajustado del 12,2% (vs. 9,9% del grupo).
<b>Telefónica</b>					10.250	Importe venta 02 UK
<b>Iberdrola</b>		39,4%				Están en Redes, Generación y Renovables. 20% deuda en Libras y 45,4% del capex.
<b>Ferrovial</b>	32,0%	23,0%	23,0%	45,0%		Afectada por la exposición en la división de servicios y en Heathrow (participada). Suponemos EBITDA de un año sin ajustes ni provisiones.
<b>FCC</b>	15,0%	20,0%	20,0%	23,0%		UK es el mercado extranjero más importante en Serv. Médicos, también hay exposición en cemento
<b>ACS</b>	2,0%	3,0%	3,0%	4,0%		Presente en algunos contratos de construcción, serv. Industriales y medio ambiente
<b>Abertis</b>	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%		Participación del 33% en RMG, un grupo de autopistas, y en el control de peajes (poca cosa)
<b>Sacyr</b>	1,5%	1,5%	1,5%	2,0%		Exposición por un proyecto de construcción de la Universidad del Ulster (Bel-fast); poco más
<b>OHL</b>	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%		Dueños de un edificio de oficinas a restaurar; algún proyecto en UTE
<b>B. Sabadell</b>		11,3%		17,2%		En 1T16, el 25% del beneficio del grupo Sabadell procede de TSB
<b>B. Santander</b>				23,0%		
<b>CAF</b>						Importante contrato ganado en 2016 (740Mn€) y otros probables (1.000Mn€).

Fuente: Equipo de análisis ACF.

Nota (\*) Datos proforma 2015, que incluyen la compra de Aer Lingus a año completo. EBIT ajustado.

**DISCLAIMER**

La entidad responsable de la elaboración de este documento, así como de los datos, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en el mismo, es Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A. (en adelante "ACF") filial del Grupo Ahorro Corporación sometida a supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en su Registro oficial con el número 24.

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera, no asumiendo ACF ninguna responsabilidad sobre su veracidad o exactitud.

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en el mismo, se facilitan sólo a efectos informativos sin constituir asesoramiento en materia de inversión, por lo que en ningún momento se puede entender que constituye una recomendación personalizada al inversor que acceda al presente documento de actuar en ningún sentido, ni podrá ser considerada como una oferta formal o informal de ningún tipo por parte de ACF ni ninguna otra entidad del Grupo Ahorro Corporación.

Todas las opiniones y estimaciones que figuran en el presente informe constituyen una opinión técnica en la fecha de su emisión, y pueden ser modificadas sin previo aviso. El acierto en estimaciones pasadas no garantiza el éxito de las futuras. Esta información no debe de ser tenida en cuenta como elemento determinante a la hora de adoptar una decisión respecto de la conveniencia o inconveniencia de realizar cualquier tipo de inversión, ya que a tales efectos el receptor de la misma deberá basarse en su propio criterio, o en su caso, en el de los asesores financieros, fiscales, legales, contables, o cualesquiera otros que, en su caso, estime oportunos. ACF no asume responsabilidad alguna por cualquier acción tomada en relación con la información contenida en el presente documento, ni por daños directos, indirectos o consecuenciales derivados del uso de la misma o su contenido.

Ninguna parte del presente documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio, (ii) difundida o redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de ACF.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, se facilita sólo a efectos informativos sin constituir asesoramiento en materia de inversión, por lo que en ningún momento se puede entender que constituye una recomendación personalizada al inversor que acceda al presente documento.

Todas las opiniones y estimaciones que figuran en el presente informe constituyen la opinión técnica personal del analista en la fecha de su emisión, y pueden ser modificadas sin previo aviso, El acierto por parte del analista en recomendaciones pasadas no garantiza el éxito de las futuras.

Bajo ninguna circunstancia deberá entenderse que el presente informe constituye una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos, Cualquier decisión de compra o venta por parte del receptor sobre valores emitidos por la/s Compañía/s objeto de este informe de análisis, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto correspondiente a dichos valores registrado en la CNMV –disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras de los citados valores–.

El inversor que acceda al presente documento deberá tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros, Cualquier decisión de inversión sobre los mismos deberá adoptarse de acuerdo al propio criterio del inversor y/o de los asesores que éste considere oportunos.

ACF o las Entidades del Grupo Ahorro Corporación no asume(n) responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de ACF u otra entidad del Grupo Ahorro Corporación pueden proporcionar opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte del presente documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio, (ii) difundida o redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de ACF.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, Reino Unido y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

ACF International, Inc, miembro de FINRA / SIPC distribuye este documento en Estados Unidos y, por tanto, acepta toda la responsabilidad sobre su contenido, Cualquier inversor de Estados Unidos que desee realizar transacciones en el/los valores objeto del presente informe sólo podrá hacerlo contactando con un representante de ACF International, Inc, y nunca a través de alguna de las compañías afiliadas en el extranjero, incluyendo la encargada de la elaboración del análisis, Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.

Passeig de Gràcia, 74.  
**08008 BARCELONA**  
☎ 933 662 400  
Fax 933 662 401

*For U. S. Investors:*  
ACF International Inc,  
MEMBER: FINRA / SIPC  
*(A wholly owned subsidiary of*  
*Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.)*

50 Congress Street, Suite 6  
**BOSTON, MA 02109**  
☎ 617 523-3295  
Fax 617 523-3463



[www.ahorrocorporacion.com](http://www.ahorrocorporacion.com)  
[www.ahorro.com](http://www.ahorro.com)

**Madrid**

Paseo de la Castellana, 89  
28046 - Madrid  
(+34) 91 586 9300

**Barcelona**

Passeig de Gràcia, 74, 1<sup>o</sup>, 1<sup>a</sup>  
08008 - Barcelona  
(+34) 93 366 2400

**Boston**

50 Congress Street, Suite 6  
Boston, MA 02109  
(+00) 161 7523 3295