

BREXIT: UN PRIMER ANÁLISIS

Diego N. Marcos y Luciano Villegas*

INTRODUCCIÓN

Un primer punto para tratar en la desafiante tarea de pensar sobre el contenido del título de este trabajo, sería dar respuesta al por qué de lo que estamos viviendo. Por supuesto que teorías conspirativas y afirmaciones simplistas y simplificadoras están a la orden del día, pero para un tratamiento sistemático y serio pasará algún tiempo y será un lugar que no podrá ser llenado por este artículo.

Vamos a comenzar con cuestiones generales del contexto mundial en el que el Brexit se desarrolla. Luego daremos lugar al análisis concreto de Gran Bretaña y su macroeconomía. Finalizaremos concluyendo sobre las líneas generales que surjan observables.

Antes que todo, unas pocas líneas sobre el impacto en la propia Gran Bretaña.

Una visión de largo plazo sobre el proceso económico en GB. Primero, téngase presente que estamos

considerando un bastión histórico global en estado de shock, revolución y evolución. H. E. Barnes en su *"Historia de la economía del mundo occidental"* (1955), dice que Inglaterra fue históricamente la cuna del capitalismo por *"La desaparición del sistema guildista (que) no constituye sino una fase del primer desenvolvimiento de la libertad de la iniciativa económica de dicho país, si se la compara con las tradiciones en los países del Continente. Además, Inglaterra contaba con una cantidad mucho mayor de capital que cualquier otro país dispuesto a invertir en nuevas empresas industriales... había creado una gran marina mercante y comenzaba a controlar los mercados del mundo en grado todavía mayor... Inglaterra había sido afectada más completamente por los resultados de la Revolución Comercial que el Continente... (y)... estimuló el gusto por esta clase de negocios"*. Es decir que, oportunamente, puso en la mesa, junto al fin de un modelo poco abierto a los negocios, otro mucho más pro iniciativa privada, una gran marina mercante, una población con espíritu emprendedor, etc.. Dicho

* Los autores son Docentes de Macroeconomía II de la Licenciatura en Economía de la Universidad Nacional de Rosario (UNR). El Mg. Diego N. Marcos es Profesor Titular y el Mg. Luciano Villegas es Profesor Ayudante.



esto, piénsese en lo que tenemos hoy en Inglaterra y de cara hacia adelante. ¿Qué otra cosa, más que bancos y seguros, pone, en forma diferencial, en la mesa mundial? Especialistas darán mayor respuesta, pero claro está que no se trata de una situación tan positiva como hace dos siglos y medio atrás.

Una visión de largo plazo sobre el proceso económico en el mundo. Una vez hecha esta pregunta, ahora piénsese en la mesa económica en la que Gran Bretaña va a sentarse. Para describirla en forma general podemos repensar a Mises. En *"El Socialismo. Análisis económico y sociológico"* (1922), dice que: *"Toda producción debe necesariamente adaptarse a los deseos de los consumidores... La libre competencia asegura así la sumisión de los productores a la voluntad de los consumidores y el cambio de los medios de producción de las manos de quienes desoyen o son incapaces de responder a las exigencias de los consumidores a manos de individuos más aptos para dirigir la producción. El consumidor es el amo de la producción. Considerada la economía desde este punto de vista, es una democracia en la que cada centavo desempeña el papel de un voto. Es una democracia cuyos representantes sólo gozan de un mandato siempre revocable"*. En el mundo global actual, Gran Bretaña sale de la Unión, donde tiene protección hacia

el interior de la misma, para someterse a la competencia de un plebiscito global; pareciera, al menos, poco tentador. Podríamos agregar lo que dice J. Chamberlain en *"Las raíces del capitalismo"* (1959): *"La competencia en la innovación ha sido llevada hasta el punto en que, lejos de buscar acuerdos para compartir mercados, prácticamente todos juegan en el patio trasero de los demás"*. Con esto quedaría de manifiesto que ya hace tiempo se afirmaba que la competencia global sería impiadosa. Utilizamos estos dos teóricos para traer una descripción del escenario. ¿Tiene el Reino Unido herramientas para pelear en la cuarta revolución industrial? Lo discutiremos, aunque más que otra cosa queda planteada esta duda.

El aspecto reputacional. También deberíamos mencionar que Gran Bretaña ha cosechado una reputación de ser un país responsable en el proceso decisorio. Serio, medido, concienzudo, conservador y cauteloso. Estos eventos recientes definitivamente no son gratis para el valor reputacional. ¿Cuánto de impacto intertemporal tendrá? No podemos saberlo *a priori*; pero hay un conocido efecto en la economía que nos indica que, luego de un shock institucional, las cosas no vuelven exactamente a su estado *ex ante*. En la economía, como en la vida, estas decisiones son libres de ser tomadas a

gusto y placer; pero sus consecuencias son inevitables. La confianza y la previsibilidad son las piedras sobre las que se edifica todo el funcionamiento de la economía de mercado. Pero esto es, a su vez, una buena oportunidad para Gran Bretaña, pues parte de un valor reputacional muy alto. Por definición, de lo más alto del mundo. Ergo, en momentos en que los movimientos de capitales están en la mira de los organismos reguladores de todo el mundo, es una buena noticia un país independiente y serio donde alojar compañías y capitales. ¿Buena noticia para quién? Habría que explorar un poco más el tema para un diagnóstico más certero, pero la arquitectura jurídica y financiera global podría ver más cerca de oportunidad que de problema esta plaza financiera.

Esta primera visión sobre 1) las condiciones que Gran Bretaña le ofrece al mundo y 2) el mundo al que se enfrenta, 3) la pérdida del valor reputacional y 4) la oportunidad que los intercambios de información entre gobiernos provee, están impregnadas de la visión sobre el impacto que el Brexit tendría sobre Gran Bretaña misma.

Podrá el lector decir que omitimos otras consideraciones positivas de este accionar, pero los medios masivos de prensa dieron cuenta de ello en extenso. La pregunta siguiente es, con el razonamiento contrario: ¿puede el Reino Unido afectar al mundo? Intentaremos que el resultado del análisis siguiente también arroje luz sobre esta pregunta. Para ello vamos a analizar el contexto mundial y luego el particular británico. Concluiremos al respecto al final de este trabajo.



CONTEXTO GENERAL

Las cuestiones políticas y geopolíticas por las que atraviesa el viejo continente definitivamente no colaboran. No es menester de este trabajo ahondar en esta mirada, pero sí está claro que complementa la visión económica al afectar el entorno decisorio y la prima de incertidumbre. Por ejemplo, la OTAN decidió el desplazamiento de tropas semi-permanentes para contener el avance de Rusia sobre las fronteras de Estonia, Letonia, Lituania y Polonia, cuatro estados miembros de dicha Alianza. Se hubiera pensado que las nuevas preocupaciones que han surgido podrían haber logrado cohesionar aún más a la Unión Europea en torno a este punto, pero el Brexit resta ímpetu de alguna manera. Mientras España cierra gobierno "a los ponchazos", Italia deglute un problema financiero espectacular, Grecia sigue haciendo de las suyas, en Turquía se atrasa 40 años con golpes y contragolpes militares, la frutilla del postre son las guerras en rededor del continente y su obvia consecuencia inmigratoria. Pareciera que la UE tiene bastante por resolver y, ergo, el Brexit se daría con mayor celeridad. *Hay incentivos a quedarse en Europa o a salir rápido, pero no los hay a que se perdure la situación actual.*

La economía con un escenario complejo. El Banco Internacional de Pagos de Basilea piensa en una "trinidad riesgosa" en el mundo actual compuesta por: 1) un inusualmente bajo nivel de crecimiento de la productividad, 2) niveles de endeudamiento exorbitantes (lo desarrollaremos) y 3) poco espacio para políticas públicas adicionales. En lo personal, pensamos que el BIS está presentando equivocadamente los argumentos. Creemos que estos tres fenómenos son las consecuencias de un orden y un sistema monetario global inconsistente e intertemporalmente insostenible. Pero eso es harina de otro costal. Por lo pronto, aceptemos el diagnóstico objetivo respecto de un mundo en un escenario complejo.

Vivimos en un mundo de tasa de interés cero o negativa, tal que hasta el mismo J. M. Keynes (1936) se sentiría desconcertado; él decía: *"Debería parecer evidente que la tasa de interés no puede ser recompensa al ahorro o a la espera como tales; porque si un hombre atesora sus ahorros en efectivo no gana interés, aunque ahorre lo mismo que antes"*. Lo único evidente es que él nunca se imaginó que pudiera haber tasa nominal negativa.

Para el Banco Internacional de Pagos de Basilea, cero o negativas tasas de interés no son el problema, sino que estarían siendo el termómetro de esta "trinidad riesgosa". Cosa que ya objetamos, pero concentrémonos en un mundo complejo y de tasa nula o negativa por ahora. Los impactos de la tasa cero/negativa son inconmensurables e inimaginables intertemporalmente. Los seres humanos estamos embarcados en un experimento sin antecedentes, que desafía toda lógica y sentido común. En el campo práctico, un primer impacto es el

desajuste de los rendimientos y los riesgos. Cómo calibrar que el nuevo riesgo que Gran Bretaña porta hoy día es una cuestión delicada. Por lo pronto, el rating de su deuda ya se vio afectado: tanto S&P (de AAA a AA, dos niveles) como Fitch (de AA+ a AA, un escalón) rebajaron la calificación de su deuda soberana. Esto cobra magnificencia considerando que el mundo desarrollado está envejeciendo y ¡los sistemas previsionales están sometidos al stress de invertir sus flujos actuales a valores nominales negativos!

Los niveles de deuda en el plano global han subido a extremos estrafalarios. ¿Es una oportunidad para que un país intente cortarse sólo o, por el contrario, mejor es tener riesgo de bloque y colocar deuda en él? Algunos autores y analistas piensan que podríamos estar cerca del techo de endeudamiento genuino que el mundo soporta. En su libro *"Debt: The first 5.000 years"* (2011), David Graeber presenta un capítulo intitulado: *"1971-The Beginning of Something Yet to Be Determined"*, donde nos dice que luego de siglos de endeudamiento creciente llegamos a una era tal que los niveles se han salido de cauces y, para el mundo que es una economía cerrada en sí misma, ya supera todo guarismo antes visto. Baste tener presente que en el 2008 la Deuda Total Mundial era un poco menos que un PBI global, alcanzando los 57 trillones de dólares. Hoy estamos en tres veces el PBI global, sobre los 210 trillones de dólares. Ritmo de crecimiento que claramente asusta.

Otro punto del contexto general remarcable es el de **transitar de lleno la cuarta revolución industrial.** La primera fue la del vapor y las máquinas, la segunda la de la electricidad y la producción en masa, la tercera de la electrónica y la automatización, y la cuarta, que vivimos, es la de los sistemas cibernéticos, basados sobre tecnologías digitalizadas. Señalemos que hace 10 años teníamos 1 billón de dispositivos interconectados, 50 billones se esperan para cuando este quinquenio termine y cerca de un trillón para dentro de 15 años.

En definitiva: Inglaterra decide salirse de Europa en un mundo geopolíticamente convulsionado, que podría estar ya sobreapalancado, donde la cuarta revolución industrial rompe moldes día a día y hace que nadie en el mundo quede ajeno a la revolución actual. Digamos que, antes del análisis por venir, al menos parece no ser el momento de salida ideal.

CONTEXTO PARTICULAR

Respecto del impacto en el PBI británico, creemos que hay que ser prudentes al respecto cuando se consumen estos guarismos. Creemos mejor pensar en niveles de actividad y en general en sectores y empresas. Ya Rogelio T. Pontón en *"Ensayos sobre la teoría y la realidad económica"* (2014), decía: *"...creemos que las herramientas que se utilizan para la estimación del PIB*

y las deducciones que se hacen de él suelen deformar la interpretación de los hechos económicos". Si el 70% del PBI son servicios, debemos avanzar un poco más profundamente para un diagnóstico. Creemos que la perspectiva del corto plazo podría ser levemente positiva, pero en el mediano la expectativa la situaríamos en un PBI creciendo muy poco. Esta especie imperfecta de pronóstico solamente está basado en un planteo de posibilidades, no de cálculos futuristas.

Primero, se debe considerar que el ahorro doméstico es insuficiente en Gran Bretaña, de ahí el estructural déficit de Cuenta Corriente. Segundo, la cuestión de la escasez de mano de obra abundante a precios competitivos por el potencial cierre de las inmigraciones de la periferia europea, africana y de medio oriente hacia los países más ricos de la región. Con relativa escasez de ahorro y de mano de obra, solamente un aumento sostenido del endeudamiento externo y un cúmulo de incentivos monetarios y fiscales revisten fuentes expansivas, dudosas, en el mediano/largo plazo. Resta pensar en un aumento sostenido de la Productividad Total de los Factores, que haría genuino el crecimiento. En este punto, Gran Bretaña es una fuente de innovación, pero es difícil prever su impacto relativo en el Producto Bruto Potencial. En resumen, el diagnóstico está más inclinado a ser reservado que optimista. Mayor profundidad de análisis será necesaria también en este punto. El PBI potencial estará sujeto a shocks seguramente en los años por venir.

Una economía con un equilibrio especial: De la macroeconomía más convencional sabemos por la Ecuación Macroeconómica Fundamental que el Ingreso de una economía (Y), visto por el lado del gasto del mismo, se agosta en decisiones de Consumo (C), Inversión (I), Gasto Público (G) –y sus Transferencias (TR) libres de la recaudación de Impuestos (T)– y el saldo neto de las Exportaciones (X) y las Importaciones (M). Es decir que:

$$Y = C + I + (G + TR - T) + X - M$$

Como el Ingreso de una economía puede Consumirse (C) o Ahorrarse (S), entonces tenemos que:

$$\left[\begin{array}{l} Y = C + I + (G + TR - T) + X - M \\ Y = C + S \end{array} \right.$$

Resolviendo por igualación y dividiendo todo por el PBI, se presenta un típico equilibrio macroeconómico sectorial (paréntesis agregados a modo de ilustración conceptual):

$$(S - I) = (G + TR - T) + (X - M)$$

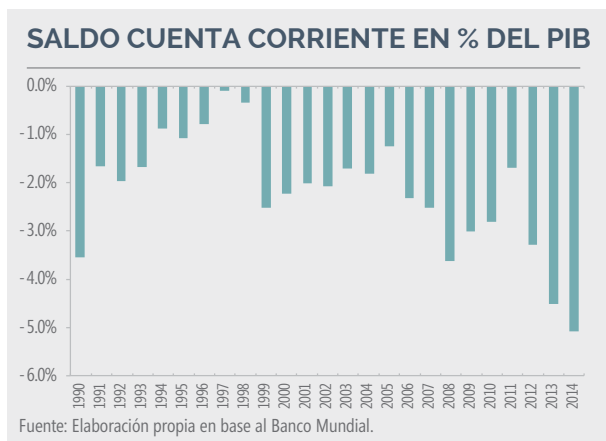
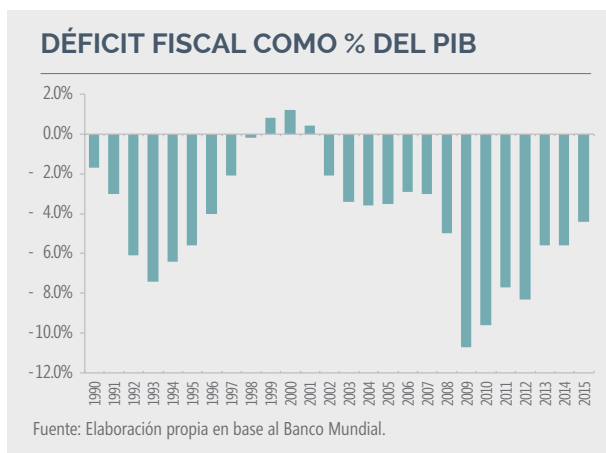
Donde el lado izquierdo representa la situación del Sector Privado y el lado derecho, el Público y el Externo. Es

decir que el Sector Privado de la economía vive en un equilibrio con el Sector Público y el Sector Externo.

El Sector Privado tendrá disponible para invertir lo que ahorre más lo que genere de ahorro neto el Sector Público y/o lo que le preste el Sector Externo. El Sector Público tendrá disponible para Gastar y Transferir lo que recaude de Impuestos más lo que le preste el Sector Privado Doméstico y el Sector Externo. El Sector Externo tendrá para financiar al resto del mundo lo que le sobre al Sector Privado y al Sector Público; todas ellas posibles en viceversa.

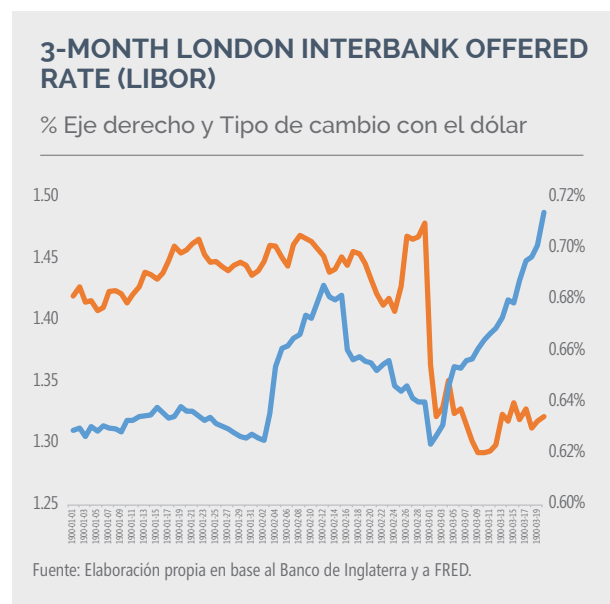
Claramente, si un país tiene un déficit estructural importante del Sector Público podrá: 1) someter a la economía a una recesión (ajuste del Sector Privado), o 2) aumentar el endeudamiento externo (con los problemas intertemporales que esto acarrea).

En los dos gráficos adjuntos se muestra el déficit fiscal y de Sector Externo durante poco más que las últimas dos décadas. Este endeudamiento continuo para con el resto del mundo significa que la resultante del nivel de gasto doméstico (público y privado) fue siempre insostenible con los niveles de ahorro interno. Esta modelización básica de la macroeconomía británica manda a saber que, una o combinadas, las posibilidades son para el mediano plazo: a) ajusta el sector privado y entra en recesión, b) ajusta el sector público y achica déficit fiscal, o c) llevan los niveles de endeudamiento externo a niveles superlativos.



En definitiva, se observa que el Sector Privado de la economía ha estado bajo presión durante las últimas décadas en forma relativa, dado que el resultado negativo del Sector Público ahogó terminantemente al Privado pues lo que ha habido es un aumento del endeudamiento externo. ¿Hasta cuándo esto es sostenible? Lo que sabemos es que los déficits externos son perfectamente financiados toda vez que se utiliza el fondeo para llevar a cabo inversiones que redundan en aumentos de la productividad y que terminan en autopago de la deuda. Cuando el gobierno es el que debe ser financiado, el aumento intertemporal de la productividad es dudoso. No estamos diciendo que esto tiene fecha de vencimiento. Lo que sí estamos diciendo es que esto no puede ser así indefinidamente y que si hubiera shocks adicionales, el país posee una fortaleza menos que presentar. Los famosos déficits gemelos son financierables pues la moneda y las finanzas británicas son parte del juego hegemónico global y la Libra es moneda de reserva. ¿Será así por siempre? Los movimientos de mercado pueden ser muy rápidos a favor y en contra.

La reacción del mercado. El siguiente gráfico muestra que el primer impacto para el mercado fue descontar el cambio institucional negativamente. Depreciación cambiaria aún con aumento de tasa de interés interbancaria. Debe notarse que a lo largo de todo el mundo tenemos contratos ligados a Libor. ¿Cuánto? Es un cálculo difícil de hacer, pero de seguro que estamos viendo un aumento del costo del endeudamiento global y del costo de los endeudados. La condición contractual suele ser Libor + margen. Esto no puede ser sino tendencialmente contractivo. El volumen será tal vez no determinante a nivel global pero de impacto no neutro.



Y ¿cómo reaccionará la autoridad monetaria? Considérese lo que nos enseñaba el mismo J. M. Keynes en su famoso libro *“Teoría general de la ocupación, el*

interés y el dinero" (1936): "Veremos que una economía monetaria es, ante todo, aquella en que los cambios de opinión respecto al futuro son capaces de influir en el volumen de ocupación y no sólo en su dirección". Pocas veces se lo recuerda considerando el papel del tiempo en el proceso productivo en conjunto con el de las expectativas y la función del emprendedor. El mismo dice en el ya citado: "...el empresario tiene que hacer las mejores previsiones que estén a su alcance sobre lo que los consumidores podrán pagarle cuando esté listo para abastecerlos después que haya pasado un período, que puede ser largo; y no le queda más remedio que guardar por estas expectativas si es que desea producir algo por medio de procesos que llevan tiempo". En resumen: el impacto en lo monetario y en lo real son esperables y las autoridades monetarias y fiscales actuarán en consecuencia. Ya vimos que fiscalmente nos enfrentaremos a mayor endeudamiento seguramente.

En cuanto a lo monetario, si el Banco de Inglaterra se lanza a emitir para poder contener un posible decaimiento económico, entonces habrá dos posiciones respecto de que esto sea neutral o no para la economía en el largo plazo. Nosotros claramente apoyamos la segunda de ellas. Dice Rogelio T. Pontón en "Reflexiones sobre economistas y pensadores" (2012): "Para Lucas la política monetaria no agrega ni quita nada al ciclo real de la economía. En este sentido, habla de la neutralidad de la moneda... Toda inyección de moneda lo único que produce es el aumento de los precios sin alterar la producción... Por el contrario, para los autores de la Escuela Austríaca la emisión de moneda nunca es neutral, sino que distorsiona los precios relativos de la economía. Como los precios son las señales que guían a la producción, dicha alteración se manifiesta también en la alteración de la estructura de la producción... La emisión monetaria lleva a una disminución de la tasa de interés de mercado...".

No es objetivo ahondar en citas, pero es muy recomendable la lectura del reciente libro "The end of Alchemy. Money, Banking and the Future of the Global Economy", de quien fuera durante diez años el diseñador de la política monetaria británica, Mervyn King. En su libro, hace un planteo integral sobre el papel del dinero fiduciario y el de la banca. Puede leerse que es un seguidor de la tradición del sistema de bancos centrales como "prestamistas de última instancia". Si aceptamos a su figura como formadora de escuela y tradición en Gran Bretaña, entonces deberemos esperar más políticas activas en los mercados financieros y cambiarios; ergo, suponiendo un éxito relativo de esas políticas, nada dramático tendría que ocurrir, pero será más de lo mismo: déficit fiscal con endeudamiento externo y bajas tasas de interés.

EL ANÁLISIS POLÍTICO-INSTITUCIONAL

Sería presuntuoso intentar realizar un análisis de los impactos sociales, políticos, económicos y financieros en

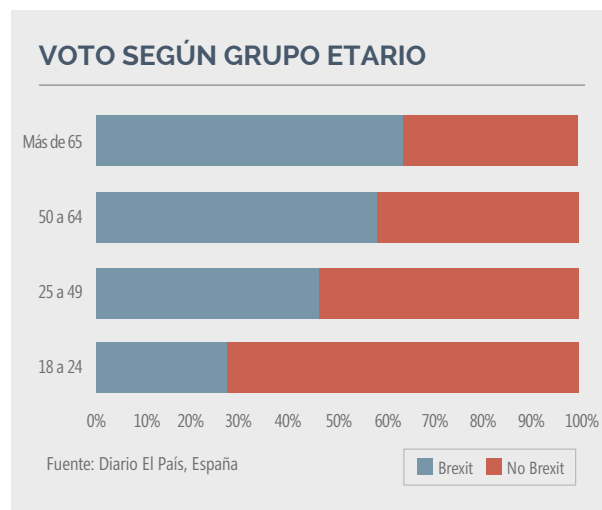
el Reino Unido, Europa y el resto del mundo; no obstante ello, delinearemos algunas rutas de análisis para su mejor tratamiento. La reciente votación ha dejado algunas certezas que debemos mencionar a los fines de tenerlas en cuenta para tomarlas como *input* del análisis:

1. El Reino Unido no es homogéneo. En el cuadro, los resultados de la votación:

PAÍSES	BREXIT (votos y %)		NO BREXIT (votos y %)		PARTICIPACIÓN %
Inglaterra	15.188.406	53,40%	13.266.996	46,60%	84,81%
Irlanda del Norte	349.442	44,20%	440.437	55,80%	2,35%
Escocia	1.018.322	38,00%	1.661.191	62,00%	7,99%
Gales	854.572	52,50%	772.347	47,50%	4,85%
TOTALES	17.410.742	51,90%	16.140.971	48,10%	100,00%

Por supuesto que con casi 28,5 millones de votos sobre 33,5 millones en total (el 84,81%), Inglaterra hace al balance definitivo de cualquier votación. Cómo seguirá la historia y sus consecuencias para estos quehaceres, es incierto; lo que es seguro es que aportará más y más ruido durante su resolución.

2. Inconsistencia intertemporal. Dentro de muy pocos años estarán viviendo en una Gran Bretaña aislada de la UE personas que en su mayoría votaron NO Brexit.



3. El problema bancario europeo es previo. Casi todo el continente tiene sistemas bancarios con dificultades por resolver. En el caso de cambios institucionales como éstos, la recapitalización es más costosa y pone mucha presión sobre el Banco Central Europeo. Más emisión y deuda en puerta.

4. Dado que el mundo es una economía cerrada en su conjunto, la debilidad o simplemente el aumento



de la prima de incertidumbre sobre Gran Bretaña, lo que hace es instantáneamente mejorar la posición relativa de EEUU primero, y de Alemania, Japón y China después. Según el ya citado ex Gobernador del Banco de Inglaterra, vivimos en un mundo de *"Radical Uncertainty"*, diciendo que esta incertidumbre "refers to uncertainty so profound that it is impossible to represent the future in terms of a knowable and exhaustive list of outcomes to which we can attach probabilities"¹.

CONCLUSIONES

Debido al poco tiempo transcurrido y lo complejo del fenómeno bajo análisis, sólo se intentó brindar herramientas para la aproximación actual y futura del mismo.

Desde el punto de vista histórico, puede verse que Gran Bretaña cuenta hoy con una ventaja relativa mucho menor y de incomparable influencia que otrora en el mundo globalizado. Sufrirá algo de impacto institucional, pues su reputación era casi intachable hasta este evento. En sentido contrario, las reformas pro-controles de movimientos de capitales y paraísos fiscales actuales podrían darle una oportunidad como sede jurídica y financiera independiente (con aún alta reputación).

Por el lado del resto del mundo, el Brexit parece darse en un mal momento. Europa misma parece tener problemas urgentes que atender que relativizan este hecho.

En general, en el mundo, baja productividad y crecimiento conviven con abultados déficit fiscales, endeudamiento sin precedentes y tasas de interés nulas o negativas. Pareciera que el boom de la cuarta revolución

industrial está aún en camino de sentirse plenamente en la diaria.

Por su parte, Gran Bretaña se anota en esa partida con déficits estructurales del Sector Público y endeudamiento Externo. El mercado vio negativamente el cambio institucional y eso hace pensar que más de lo mismo está por venir. Más atraer capitales de todo el mundo, déficits, deuda y una autoridad monetaria que busque intervenir y emitir cada vez. Nada diferente de lo que ocurre en varios países importantes hoy día ■

Bibliografía

- Barnes, Harry E., "Historia de la economía del mundo occidental", Unión Tipográfica Editorial Hispano Americana, 1955.
- Chamberlain, John, "Las raíces del capitalismo", Unión Editorial, 1959.
- Graeber, David, "Debt. The First 5,000 Years", MelvilleHouse, 2011.
- Keynes, John M., "Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero", Fondo de Cultura Económica, 1936.
- King, Mervyn, "The end of Alchemy. Money, Banking, and the Future of the Global Economy", W. W. Norton & Company, 2016.
- Mises, Ludwig von, "El Socialismo. Análisis económico y sociológico", Unión Editorial, 2007.
- Pontón, Rogelio T., "Ensayos sobre la teoría y la realidad económica", UCEL, 2014.
- Pontón, Rogelio T., "Reflexiones sobre economistas y pensadores", Bolsa de Comercio de Rosario, 2012.

Nota del Editor

1. Traducción: "refiere a una incertidumbre tan profunda que es imposible representar el futuro en términos de una lista conocida y exhaustiva de resultados a los que podamos asignar probabilidades".