

JUNHO
2016

ANDREW J. BELSHAW
Head of Investment Management, Londres



Brexit: Utopia ou Distopia?

Sumário

- O voto pela Saída da União Europeia foi uma grande surpresa para os mercados, que haviam construído um consenso para o voto pela Permanência a longo da última semana e imediatamente depois de se fecharem as pesquisas de opinião.
- Este é um choque negativo de curto prazo, tanto para o Reino Unido quanto para a UE.
- No entanto, no médio prazo, o efeito dependerá dos novos termos de comércio entre o Reino Unido e a UE.
- No longo prazo, não vemos influência significativa sobre o potencial de crescimento da região, que depende de outros fatores mais estruturais, como a produtividade e a educação.

Introdução

O fato do Reino Unido ter embarcado em um referendo sobre a sua associação à União Europeia pela segunda vez em apenas 40 anos é sintomático de sua relação algo esquizofrênica com seus vizinhos. Os ingleses, nas palavras de Churchill, “estão com a Europa, mas não são europeus”; querem fazer parte de um grande bloco de livre comércio mas não desejam abrir mão de sua soberania política. Isto, em essência, tem definido a diferença de atitude entre o Reino Unido e o resto da UE. Os ingleses veem a UE como um projeto econômico com um custo político, enquanto os outros membros da União veem a UE como um projeto político com benefícios econômicos.

Esta discrepância na atitude resultou em várias exceções asseguradas pelo Reino Unido em relação a tratados da UE; o mais óbvio foi a não inclusão no euro, de modo que o Reino Unido tem a aparência de um “quase” membro. Entretanto, um modus operandi tinha sido estabelecido, e, de muitos modos, o Reino Unido poderia ter permanecido desta maneira indefinidamente. Por que, então, colocar em risco este pacto através de um referendo?

Política

Para conter a facção eurocética de seu próprio partido e a perda de suporte do Partido Conservador para o Partido Independência do Reino Unido no eleitorado mais amplo, o primeiro ministro David Cameron ofereceu, antes das eleições de 2015, a perspectiva de um referendo sobre a permanência do Reino Unido na UE. Com as pesquisas apontando para um parlamento dividido, provavelmente era uma promessa que ele imaginava não precisar cumprir. O preço para qualquer acordo de coalizção teria que ser a desistência do referendo. Infelizmente, as pesquisas se mostraram erradas, e uma maioria conservadora o forçou a cumprir sua promessa.

As questões que determinaram o resultado do referendo são aquelas questões que dominaram o debate no Reino Unido sobre seu papel na Europa desde a década de 50, ou seja, o impacto econômico de permanecer ou sair, e a questão da soberania. A primeira foi usada pelo campo do “Permanecer” e a última pelo campo do “Sair”.

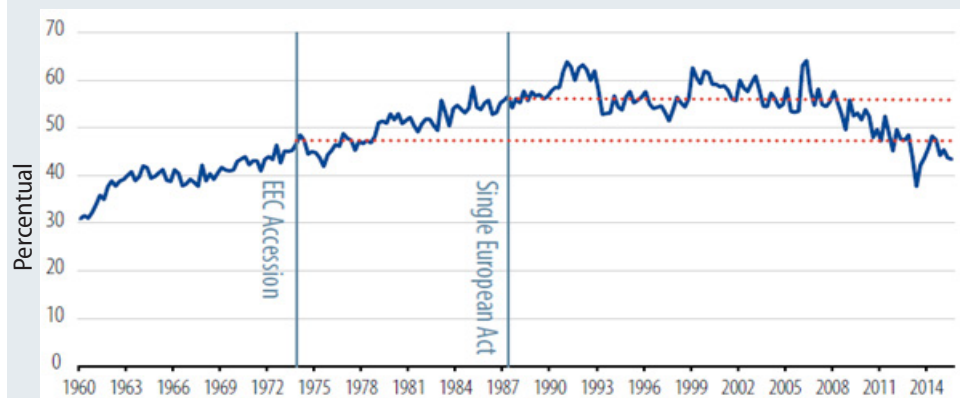
Basicamente, o debate pode ser resumido em comércio, investimento e imigração.

Comércio

Com a UE sendo o maior mercado de exportação do Reino Unido, muito se tem dito sobre o impacto significativo que o voto pela “Saída” teria sobre este setor da economia. Mas o fato do Reino Unido ter um déficit comercial substancial com a UE sugere que os países da Europa continental têm tanto, se não mais, a perder de uma ruptura no comércio. De fato, como mostra a figura 1, a parcela das exportações de mercadorias do Reino Unido que vão para o agora UE28 está nos mesmos níveis do tempo em que o Reino Unido entrou para a UE. Mais precisamente, apesar de toda a conversa sobre um mercado comum estimular o comércio, o Reino Unido exporta atualmente menos para a UE do que quando de sua inserção na UE.

Sem dúvida, o setor de serviços do Reino Unido cresceu mais rapidamente que outros setores nos últimos 30 anos (apesar de a maior parte 55% das exportações serem ainda de mercadorias), mas mesmo aqui, do superávit gerado pelo comércio de serviços, 80% é originado pelo comércio com países de fora da UE. Em termos do comércio do Reino Unido com a UE, ficam claras as vantagens relativas de cada uma das partes em mercadorias e serviços, com um superávit em mercadorias para a UE e em serviços para o Reino Unido, observando-se que a balança comercial total favorece a UE, sendo que o déficit total do Reino Unido em 2015 foi de 67,76 bilhões de libras, ou 3,6% do PIB. A solução óbvia teria sido o Reino Unido barganhar um acordo de livre comércio em mercadorias por um acordo de livre comércio em serviços, especialmente em serviços financeiros, com a continuidade do atual acordo de “passaportes”. Seria um acordo direto, o que resultaria em vantagem para a UE como um todo.

Figura 1
UE28 - Exportações do Reino Unido



Fonte: ONS/Western Asset - 31 Dez 2015

Se a política da UE estivesse aberta a este tipo de arranjo permanece uma questão em aberto, mas alguma forma de acordo deveria ter sido feito.

Alternativas à UE

Agora, o Reino Unido e a UE têm uma série de opções abertas, com suas vantagens e desvantagens. As três principais, descritas a seguir, são baseadas nas atuais relações de comércio com os atuais países não membros da UE:

1) Área Econômica Europeia (EEA) – O modelo norueguês

Para o Reino Unido, é difícil de ver a vantagem deste arranjo; as questões sobre soberania e imigração não estariam resolvidas, enquanto o país teria que continuar contribuindo para o financiamento da UE e a aceitar a sua regulação, sem qualquer influência sobre a sua formulação. Este seria o pior dos mundos.

2) Negociação Bilateral – o modelo suíço/turco

A Suíça teve que abrir mão de tantas coisas, que sofre as mesmas desvantagens do modelo norueguês. Além disso, levaria muito tempo para chegar a um acordo não apenas com a UE, mas também com o resto do mundo em termos de relações de comércio.

3) Organização Mundial do Comércio / Tarifa Externa Comum

Esta seria claramente a pior opção para as relações de comércio do Reino Unido, especialmente para serviços financeiros. Em conjunto com os efeitos negativos na confiança doméstica, esta opção poderia potencialmente desacelerar a economia do país.

Ao deixar a UE, fica claro que o futuro das relações comerciais do Reino Unido tornou-se incerto, pelo menos até que as negociações sejam finalizadas. As opções acima têm suas vantagens e desvantagens, e é improvável que o Reino Unido adote uma inteiramente. A história sugere, no entanto, que no médio prazo o país se adaptará, com impacto limitado sobre o crescimento da economia.

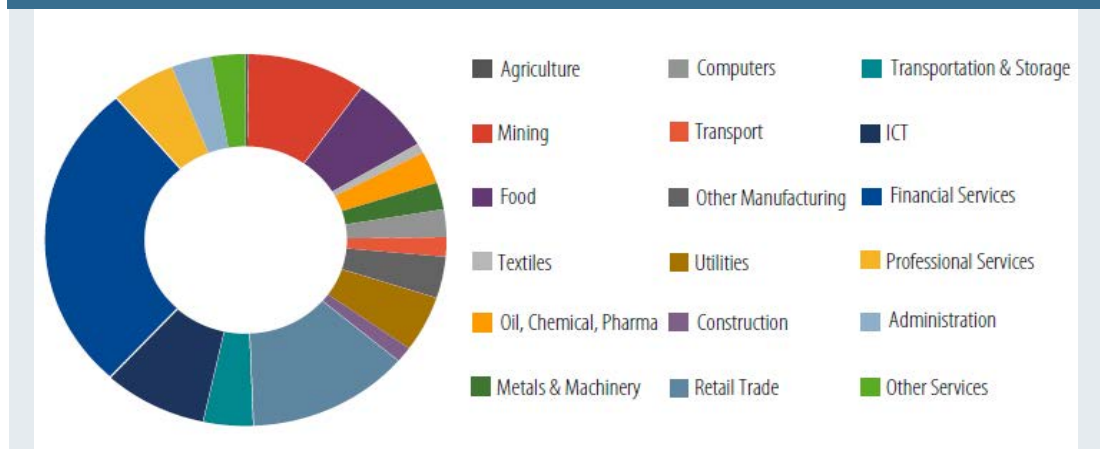
Investimento

Os investimentos estrangeiros são a maior fonte de financiamento para o déficit em conta corrente do Reino Unido, seja por meio de investimentos em portfólio ou através do investimento estrangeiro direto (IED). O IED é chave não somente para cobrir a conta corrente, como também para financiar os investimentos de longo prazo que contribuem para o aumento da produtividade. Os países da UE representam aproximadamente 50% do IED no Reino Unido.

A conta de capital é a fonte de vulnerabilidade após a saída da UE. A incapacidade de financiar o déficit em conta corrente poderia levar, no limite, a uma crise da libra esterlina. Os investidores estrangeiros deixarão de investir

no Reino Unido agora? Transferências de países de fora da UE são atraídas para o Reino Unido em parte porque o país é membro da UE, e pelas vantagens comparativas do ambiente de negócios no País. A saída do mercado comum pode ser percebida como negativa, mas dependendo das negociações que se seguirem, isto pode ser superado, especialmente se a regulação dos negócios no Reino Unido for substancialmente relaxada após a saída da UE. É a concentração do IED em serviços financeiros (figura 2) que faz o Reino Unido particularmente vulnerável, especialmente se a UE decidir remover os direitos de “passaporte”.

Figura 2
IED por Setor (Reino Unido)



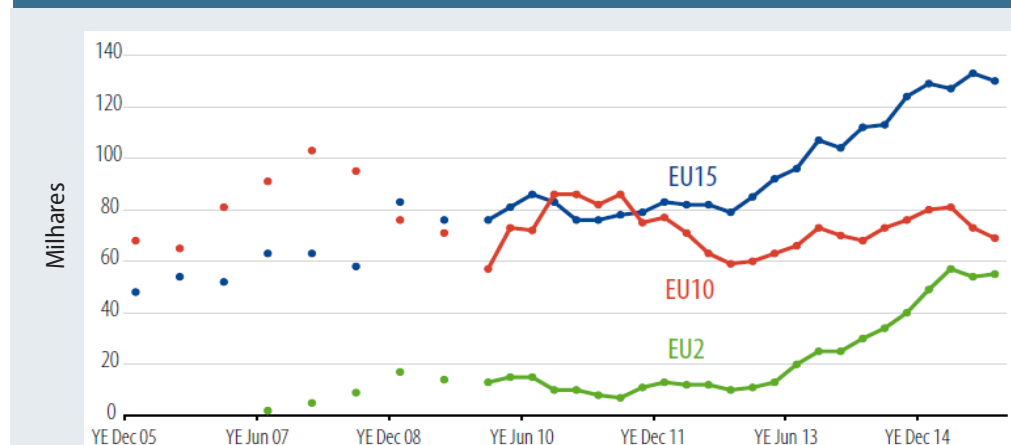
Fonte: ONS/Western Asset - 15 Set 2015

Imigração

Apesar do foco da campanha pela “Saída” na imigração e no controle de fronteiras, a maior proporção dos imigrantes veio de países de fora da UE até 2011. Desde então, quando a crise da zona da euro começou e políticas econômicas de austeridade levaram ao aumento do desemprego, a imigração de dentro da UE subiu, mas pode já ter atingido seu pico. Surpreendentemente, a maior parte da imigração da UE foi de cidadãos do grupo fundador da UE, o UE15 (Alemanha, França, Itália, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Reino Unido, Dinamarca, Irlanda, Grécia, Espanha, Portugal, Áustria, Finlândia e Suécia), perfazendo mais de 50% do total. Cidadãos dos 10 países que se juntaram à UE em 2004 (UE:10: República Tcheca, Estônia, Letônia, Lituânia, Hungria, Polônia, Eslováquia, Eslovênia, Malta e Chipre) totalizaram 27%, com o restante vindo daqueles países que se juntaram em 2007 (UE2: Bulgária e Romênia).

A questão da imigração está ainda em grande parte na mão do Reino Unido. O encorajamento da imigração de fora da UE é uma política deliberada e não uma ditada pela UE. Foi interessante discutir a questão durante o referendo, mas deveria ser parte de uma debate mais amplo.

Figura 3
Imigração por Origem (UE)



Fonte: ONS/Western Asset - 15 Set 2015

Impacto econômico do Brexit

Em resumo, o impacto econômico da saída, no curto prazo, será em grande parte determinada pela interação de dois fatores: o tipo de relacionamento comercial que o Reino Unido negociará com os seus antigos parceiros da UE e com o resto do mundo, e o grau em que o governo do Reino Unido diminuirá a sua própria regulação, não substituindo as regulações da UE por outras igualmente restritivas, geradas domesticamente. Obviamente, os resultados finais destas duas questões são desconhecidos, mas podemos tentar fazer alguns “chutes educados”.

Vários institutos de pesquisa conduziram análises sobre o impacto econômico da saída do Reino Unido da UE no curto prazo. Obviamente, os modelos são determinados, em grande parte, pela elasticidade das variáveis dependentes escolhidas. A maioria tenta capturar o que aconteceria sob vários tipos de acordo de comércio em vários graus de desregulamentação. Cada um reflete, também, o viés de seus autores. O resumo está na figura 4.

Figura 4
Impacto econômico do Brexit - Simulações

Ano	Organização	Premissas	Impacto no PIB
2015	Open Europe	Organização Mundial do Comércio	-2,2%
		Tratado de comércio com a UE	-0,8%
		Tratado de comércio mais desregulamentação	+0,6%
		Tratado global e com a UE, mais desregulamentação máxima	+1,6%
2014	LSE / CEP	Cenário otimista: sem tarifas sobre mercadorias	-1,1%
		Cenário pessimista: tarifas seletivas	-3,1%
2014	IEA (Mansfield)	Melhor cenário:	+2,6%
		Cenário base:	+0,1%
		Pior cenário:	-1,1%
2013	CEPR	Organização Mundial do Comércio	-1,8%
		Tratado de comércio com a UE	-1,2%
2004	IEA (Minford)	Acordo unilateral de comércio	+3,5%
2004	NIESR	Menor IED	-2,3%

Fonte: CEPR/IEA/LSE/Open Europe

Fica claro que, dependendo das premissas adotadas, poderíamos ter tanto um substancial declínio do PIB no médio prazo como um crescimento substancial. Dado que a maioria dos economistas tem enfrentado problemas em prever o PIB do Reino Unido em um horizonte de 1 a 3 anos, as estimativas estão dentro das margens de erro usuais. Diríamos que o efeito líquido de longo prazo seria próximo de zero, baseado em não mais do que o fato de que o crescimento do PIB é fundamentalmente devido à produtividade, força de trabalho, inovação e educação. Dado que a tendência de crescimento do PIB do Reino Unido tem sido estável desde 1945 em 2,25% - 2,50% por ano, não vemos razão para que isto mude de modo material.

O curto prazo é mais problemático, em grande parte por causa das incertezas. Quanto tempo as negociações levarão, quem as lideraria, quando terão início?

O prazo para deixar a UE será crucial na determinação do ritmo das negociações e no grau de incerteza que provavelmente influenciará os eventos e os mercados financeiros. Quanto mais longo o prazo, maior a chance de que as negociações relevantes possam ser completadas e mais suave será o ajuste da UE a um novo modelo financeiro.

Conclusão

A campanha pela “Saída” levava a acreditar que o Brexit faria o Reino Unido voltar a um idílio utópico, uma terra de leite e mel, onde os ingleses poderiam prosperar e tudo daria certo no mundo. A campanha pela “Permanência” pintava o Brexit como um pesadelo distópico, ou que ninguém negociaria mais com a UE, o padrão de vida iria despencar, a segurança seria ameaçada e os ingleses seriam reduzidos a um estágio próximo da insignificância no concerto das nações. Mesmo em se tratando de hipérboles típicas de uma campanha de referendo, nenhuma dessas hipóteses está nem perto da verdade; nenhum dos dois campos sabe realmente o que pode acontecer depois do voto pela saída.

Entretanto, uma análise pode fornecer algumas pistas sobre como as coisas podem evoluir e quais são os potenciais pontos de atenção. Claramente, o comércio foi mutualmente benéfico, mas principalmente nos últimos 20 anos tem sido mais favorável para o resto da UE do que para o Reino Unido. Ambas as partes têm interesse em chegar a um acordo. Com a maior parte do superávit da UE com o Reino Unido sendo gerado pela Alemanha, que é a força por trás da política da UE ao longo dos últimos 10 anos, isto é especialmente verdade. Um acordo de livre comércio de mercadorias parece sensível do ponto de vista da UE. Com a vantagem comparativa do Reino Unido no setor de serviços, particularmente serviços financeiros, esta é a moeda de troca do Reino Unido em termos de acesso ao mercado de produtos. É, ao mesmo tempo, o seu calcanhar de Aquiles. A dependência do superávit dos serviços financeiros é evidente, com o Banco Central Europeu e os membros da zona do euro preocupados com a dominância de Londres na negociação da sua moeda e derivativos. Um acordo sobre “passaportes” pode ser difícil. Sem um acordo sobre isso, a economia do Reino Unido claramente sofreria no curto prazo (a menos que houvesse um prolongado processo de saída/ajuste), o que poderia ser parcialmente mitigado pela desregulamentação dos serviços financeiros.

O grande risco para o Reino Unido no curto prazo é financiar sua conta de capitais. Com um déficit em conta corrente de 7% do PIB no 4º trimestre de 2015, a necessidade de fluxos de capital é premente. Investimentos Estrangeiros Diretos são de importância capital como uma fonte de financiamento de longo prazo. Apesar de uma boa parte desses fluxos se originarem na UE, isso é consideravelmente menor que a proporção do déficit da conta corrente do Reino Unido que se origina na UE. A maior parte vem do resto do mundo, apesar de que isto pode ter sido influenciado pela participação do Reino Unido no mercado comum e no seu ambiente mais amigável aos negócios. Se o IED cessar ou até se reverter, o Reino Unido ficaria dependente do fluxo na conta de capitais; este é um fluxo de mais curto prazo e, no limite, poderia levar a uma resposta monetária pelo Banco da Inglaterra para atrair capitais com o objetivo de prevenir uma crise da libra esterlina. Se a incerteza for tal que façam crescer os receios de uma saída desordenada, não é inconcebível que uma desvalorização brutal da libra, precipitada por saídas de capital, levasse o Banco da Inglaterra a aumentar as taxas de juros para atrair capital, ou mesmo imprimir dinheiro para cobrir o déficit.

Soberania é um assunto sensível, especialmente quando se trata de imigração. Neste mundo globalizado, alguma nação é soberana de verdade? No caso do Reino Unido, uma enxurrada de regulações podem ser trazidas de volta. Isto afetaria as escolhas individuais, mas, em questões que mais afetam a qualidade de vida (saúde, educação), o Reino Unido é ainda soberano. Mesmo com relação à imigração, a atual “crise” tem em grande parte ficado ao largo do Reino Unido, em razão de políticas originadas no final da década de 90. Sem querer minimizar o papel da imigração da UE desde 2010, mas esta não é a fonte da crise. No fim, a imigração irá reduzir-se, e o tratamento a cidadãos não naturalizados (tanto na UE quando ingleses) se tornará parte do acordo. A redução da imigração será negativa para o mercado de trabalho no Reino Unido? Não está claro. A redução da oferta pode pressionar os salários na margem, mas também aumentará a produtividade. Análises internacionais não sugerem que a imigração seja um fator claramente positivo para as sociedades que recebem imigrantes.

Em resumo, o impacto de longo prazo é discutível na medida em que a dinâmica fundamental do crescimento econômico – produtividade a força de trabalho – determinam, em última análise, a performance absoluta e relativa da economia dos países.

Impactos imediatos do resultado do referendo:

Economia

- Choque negativo para o crescimento do REINO UNIDO e UE no curto prazo.
- Uma reposta dos bancos centrais (BoE e BCE) deve vir para estabilizar os mercados e evitar queda na confiança dos agentes.
- Riscos de inflação ainda mais para baixo.
- Esperamos que o Banco da Inglaterra corte os juros.

Política

- Tendo feito campanha agressiva pela Permanência, o primeiro ministro David Cameron anunciou sua renúncia, planejando deixar o governo em outubro, em tempo para a Conferência do Partido Conservador. Esta não foi uma surpresa, dado que sua posição ficou severamente enfraquecida tanto dentro do Parlamento quanto no Partido.
- Dado que a Escócia foi decisivamente favorável à “Permanência”, isto reabre a questão da independência escocesa? O Partido Nacional Escocês (SNP) obviamente pensa que sim. Entretanto, o SNP não tem mais maioria no Parlamento Escocês e dependeria de outros partidos para ajudar a aprovar a legislação necessária, além de assegurar um acordo como o Parlamento de Westminster.
- As ramificações para o resto da UE são potencialmente grandes. O resultado levará a um aumento do suporte para partidos eurocéticos e anti austeridade? Haverá movimentos para que outros referendos sejam feitos em outros estados-membros? É impossível dizer com certeza, mas a probabilidade certamente aumentou. A eleição espanhola no próximo dia 26 dará uma indicação de como e se os eurocéticos ganharam força.
- Esperamos que a classe política da UE seja comedida em suas respostas e não inflame a situação com uma retórica pejorativa, mas com ênfase no desejo do povo britânico, interesse econômicos em comum e uma vontade de trabalhar juntos agora e no futuro.

Este material de divulgação é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada (“Western Asset”) e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1455, 15º andar, cnj. 152, São Paulo - SP - 04543-011.

OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O REGULAMENTO, O INFORMATIVO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2016. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes e de seus respectivos consultores de investimentos. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.