

## El Brexit complica el escenario

### El resultado oficial de la votación: 52% a favor del Brexit

Finalmente Reino Unido ha votado salirse de la Unión Europea, a pesar de lo que pronosticaban las encuestas y las casas de apuestas. El resultado a favor del *Brexit* ha sido del 51,9%, con una participación del 72%. Se trata de un hecho histórico, sin precedentes, con consecuencias imprevisibles.

Esta decisión marca el inicio de un camino muy complicado y, sobre todo, muy incierto para el Reino Unido, tanto en el ámbito político, como en el económico y financiero. La Unión Europea se enfrenta a estos mismos problemas, aunque en una escala, probablemente, menor.

La primera consecuencia política ha sido el anuncio de la dimisión del primer ministro, Cameron, que será efectiva en octubre, lo cual podría desembocar en unas elecciones anticipadas.

### Fuertes caídas de los activos de riesgo y premio a los activos refugio

#### Activos de riesgo

Bolsas: el Nikkei ha cerrado con una caída del 8%. Las bolsas europeas se desploman durante la mañana en torno al 10%. El Ibex 35 cae desde los 8800 a los 8000 puntos. Los futuros sobre los índices estadounidenses cotizan caídas que rondan el 4%.

El Ft100 cae cerca de un 5%, menos que sus homólogos europeos, lo que se explica porque las empresas británicas se verán beneficiadas por la fuerte depreciación de la libra esterlina (-8% con el dólar y -6% con el euro).

#### Activos refugio

Los bonos *core*, el yen, el franco suizo y el oro cotizan con importantes subidas.

La tir del bono alemán a 10 años cae más de 20 pb, hasta situarse en -0,11%, mientras que la del bono suizo al mismo plazo lo hace hasta -0,60%. La prima de riesgo del bono español se acerca a los 180 pb (cerró ayer en 137 pb).

El oro sube más de un 6%, mientras que el yen se ha apreciado frente a las principales divisas (+11% frente a la libra y casi +3% con el dólar).

### Implicaciones del Brexit

El *Brexit* va a suponer un *shock* negativo a corto y medio plazo, tanto para el Reino Unido como para el resto de países de la UE. España es sensible por sus estrechas relaciones económicas en ámbitos como el comercial (bienes y servicios), la vivienda, los flujos de población y la inversión directa.

Los efectos van a ser muy desiguales por países. Entre los más afectados, según el FMI, están Irlanda y Holanda, por sus mayores lazos comerciales y de inversión. Por sectores, parece claro que uno de los más afectados será el financiero, principalmente la *City*.

En el ámbito político se abren interrogantes sobre la unidad del Reino Unido y también sobre el auge de corrientes políticas en otros países europeos que defiendan el derecho a que sus ciudadanos también voten sobre la pertenencia a la UE. En particular, preocupan países como Holanda, Francia, Finlandia o Suecia.

El Reino Unido tiene que activar el artículo 50 del Tratado de Lisboa, comenzando un periodo de negociación para la desconexión que puede durar dos años. Al mismo tiempo, se comenzarán las negociaciones sobre el nuevo marco de relaciones entre Reino Unido y la UE, más complicado aún y que puede prolongarse durante, al menos, cinco años.

## Perspectivas de mercados

La primera reacción de los mercados está siendo muy negativa. La primera pregunta que cabe hacerse es si estamos ante una sobrerreacción o no, lo cual dependerá de los siguientes factores.

1. El contagio directo a través de la economía real. En principio se trataría de un fuerte *shock* para el Reino Unido, moderado para la UE y limitado para la economía global. Sus principales efectos serán visibles a medio y largo plazo; este año, el impacto sobre el crecimiento podría limitarse a sólo unas décimas en el caso de la UE.
2. El contagio vía expectativas y canal financiero. Este es más preocupante, más inmediato (ya está produciéndose) e, incluso, más incierto. Los mercados financieros se encuentran en una situación de vulnerabilidad y un evento de esta dimensión puede prolongar y profundizar las caídas.
3. La respuesta de las autoridades económicas. El margen de política fiscal es limitado; podría acelerarse el plan de inversiones de Junker y/o relajarse los planes de estabilidad fiscal. En política monetaria, es muy probable que el BoE vuelva a adoptar medidas expansivas y que el BCE, en un primer momento, se centre en atender los problemas de liquidez que puedan surgir en el sistema bancario y/o en determinados mercados.
4. Las relaciones que finalmente se definan entre Reino Unido y la UEM: comerciales y regulatorias, principalmente (véase nota [Brexit: un escenario adverso muy incierto.](#))
5. La respuesta institucional de la UE/UEM. Está por ver si se “aprovecha” esta crisis para dar un nuevo impulso al proyecto europeo, corrigiendo sus deficiencias, algo que parece difícil si Alemania no cambia de actitud (impulso a los eurobonos y al Fondo de Garantía de Depósitos europeo).

El escenario que consideramos más probable es que la economía de la UE sufra una desaceleración y que el Reino Unido entre en estancamiento/recesión. No obstante, la elevada incertidumbre que genera esta decisión, amplifica los riesgos a la baja. Por tanto, a pesar de la dureza de la caída de las bolsas y aunque experimenten algún repunte próximamente, fruto de la altísima sobreventa, existe un riesgo importante de que los precios retomen la senda bajista.

## Perspectivas de mercados

### ¿Qué puede hacer el BCE?

En principio, no esperamos que vuelva a bajar su tipo repo, pero no descartamos que el mercado sea más agresivo en sus expectativas y anticipe próximos recortes. En cuanto al QE, sí es

probable que realice algún anuncio de ampliación, en cuanto a su volumen, su duración o los activos elegibles. El Euribor 12M muy probablemente seguirá cayendo y estableciendo nuevos mínimos (el mercado cotiza que pueda situarse dentro de un año en niveles de -0,06%).

### ¿Qué pueden hacer el BoE y la Fed?

El **BoE** puede bajar su tipo de referencia al menos 25 pb (ahora en el 0,50%) y no podemos descartar niveles del 0%. También reactivará su programa de compra de activos (el techo lo tenía situado en 375.000 millones de libras).

La **Fed** apoyaría vía *swaps* a los demás bancos centrales y seguirá en modo de “espera”: va a ser complicado que suba tipos este año.

### Perspectivas para la deuda pública

La **deuda core** europea y la deuda estadounidense seguirán manteniendo una elevada demanda como activos refugio. Sus rentabilidades podrían llegar a caer hasta niveles del -0,30% en el plazo a 10 años alemán y hasta el 1,20% el de EEUU. La **deuda española** se ha visto presionada pero, de momento, no en exceso. No obstante, la presión podría aumentar, sobre todo considerando la incierta situación política en nuestro país. La tir a 10 años podría alcanzar niveles entre 2,0%-2,2%.

### Perspectivas para la renta variable

Las caídas de hoy son demasiado abultadas y es probable que el cierre sea menos negativo que lo visto durante la mañana.

De cara a próximas sesiones, habrá una altísima volatilidad y podría producirse algún rebote. A lo largo de las próximas semanas, es posible que vuelvan a producirse nuevos episodios de pesimismo y que, como poco, se vuelva a los mínimos de hoy. Pero, si el deterioro del escenario se confirma, veremos mínimos claramente inferiores (riesgo de una caída adicional del 15%).

### Perspectivas para las divisas

La libra esterlina se ha acercado mucho a los niveles objetivo que dábamos en un escenario como el que se ha abierto (mínimo hoy de 0,83 con el euro vs previsión de un rango entre 0,85-0,95 eur/gbp), por lo que aún tendría recorrido a la baja. No obstante, es un movimiento demasiado intenso para una sesión y podría tender a estabilizarse en torno a 0,80-0,81 antes de sufrir alguna depreciación adicional.

El euro ha llegado a 1,09 con el dólar y luego ha recuperado hasta 1,11. Es probable que vuelva a experimentar presiones, en cuyo caso podría ceder hasta niveles de, al menos, 1,05 eur/usd.

El yen y el franco suizo han vuelto a demostrar su atractivo como moneda refugio y seguirán muy demandados, pero en su caso existe el riesgo de que sus respectivos bancos centrales reaccionen ante lo que, seguramente, van a considerar una fortaleza excesiva de sus monedas y perjudicial para sus economías.

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