

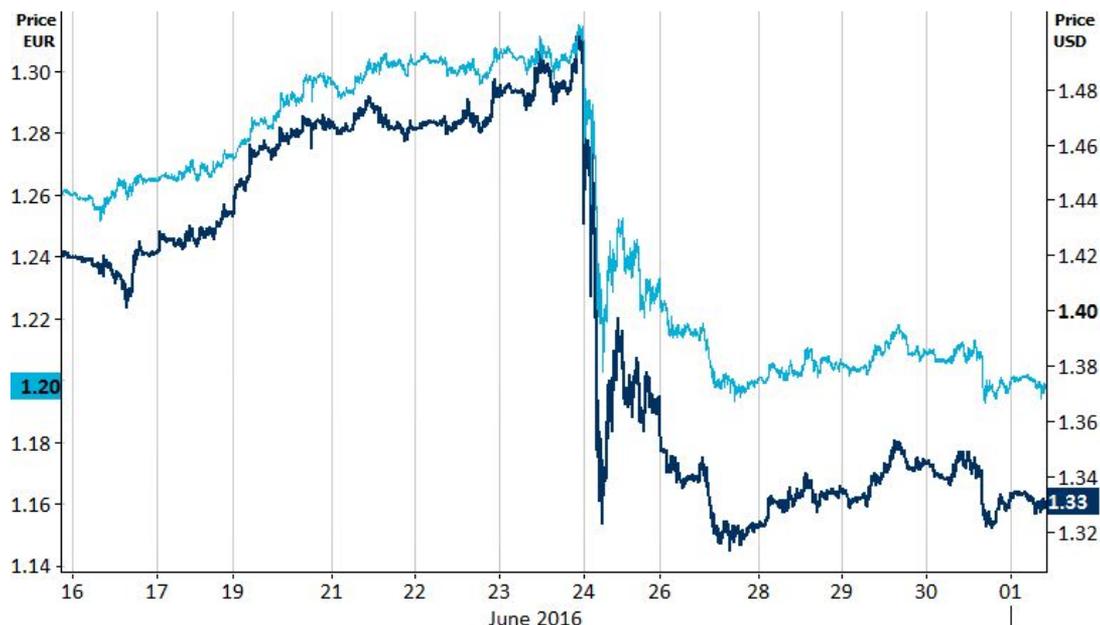
## Previsiones de divisas del G4 | 3º Trimestre 2016

### La libra esterlina se desploma tras la votación del Reino Unido a favor de abandonar la Unión Europea

Los mercados financieros reaccionaron de forma negativa a la inesperada decisión que tomaron los ciudadanos del Reino Unido en junio, cuando votaron a favor de abandonar la Unión Europea. Es posible que estemos ante el acontecimiento político más significativo de las últimas décadas en Europa, cuyo resultado pueda ser uno de los periodos de mayor volatilidad e incertidumbre en el mercado de divisas de la historia reciente.

La libra entró en caída libre tras la confirmación del resultado, sufriendo de esta forma la depreciación diaria mayor de su historia frente al dólar estadounidense, con una caída de más del 10% en cuestión de horas. Así, la divisa se desplomó hasta mínimos frente al conjunto de monedas del G10, alcanzó su posición más débil frente al dólar desde 1985 y se precipitó de forma pronunciada hasta registrar su nivel más débil frente al euro desde marzo de 2014 (gráfico 1).

**Gráfico 1. Libra esterlina vs USD y EUR (16/06/16 - 01/07/16)**



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 01/07/2016

Los inversores reaccionaron justo como era de esperar: moviendo sus fondos a divisas seguras y alejándose de los activos de alto riesgo. El yen japonés registró un repunte pronunciado cotizando por debajo de los 100 dólares estadounidenses por primera vez en

dos años y medio, al tiempo que experimentó una pronunciada revalorización del 15% frente a la libra esterlina. Por su parte, el franco suizo también se ha reforzado gracias a su consideración como moneda refugio y el dólar estadounidense recuperó en torno a la mitad de las pérdidas que había sufrido desde el inicio del ejercicio 2016.

Las divisas de mercados emergentes fueron objeto de ventas masivas el mismo día en que se hizo pública la decisión del Reino Unido, aunque han mantenido una resistencia sorprendente y han mostrado un comportamiento relativamente adecuado, dada la gran importancia que este acontecimiento tiene para los mercados.

Ahora, la reacción que adopten los bancos centrales para hacer frente a la agitación y la incertidumbre será clave. En su discurso del 30 de junio, el gobernador del Banco de Inglaterra –Mark Carney– dejó claro que podría recortar los tipos de interés en su reunión de julio, al tiempo que crecen las posibilidades de que el Banco Central Europeo se decante por incrementar sus medidas de flexibilización en los próximos meses. Asimismo, se cree que la *Fed* no podría aplicar nuevas subidas de los tipos antes de diciembre de 2016. Los mercados de tipo de interés parecen haber desestimado totalmente la posibilidad de aplicar una subida antes de finales de 2017.

Hemos visto indicios que apuntan a una estabilización provisional de los mercados desde la votación en Reino Unido. La libra esterlina parece haber tocado suelo temporalmente en la horquilla de 1,30 a 1,35 dólares estadounidenses, incluso después de las declaraciones claramente conciliadoras realizadas por el gobernador Carney. Por su parte, los mercados de valores de todo el mundo ha recobrado los niveles de mediados de junio. De hecho, el índice británico FTSE 100 se sitúa en niveles superiores a los que presentaba antes del referéndum, aunque por supuesto no tiene en cuenta el significativo recorte de la divisa en que se denominan esos valores.

En nuestra opinión, la evolución que sigan las monedas del G10 en las próximas semanas y meses dependerá en gran medida de las consecuencias políticas y económicas del impacto del *Brexit* y de la reacción de los principales bancos centrales a medida que traten de devolver la calma y la estabilidad a los mercados financieros.

Las significativas revisiones de nuestra previsión de divisas, posterior al referéndum, tienen en cuenta los siguientes hechos:

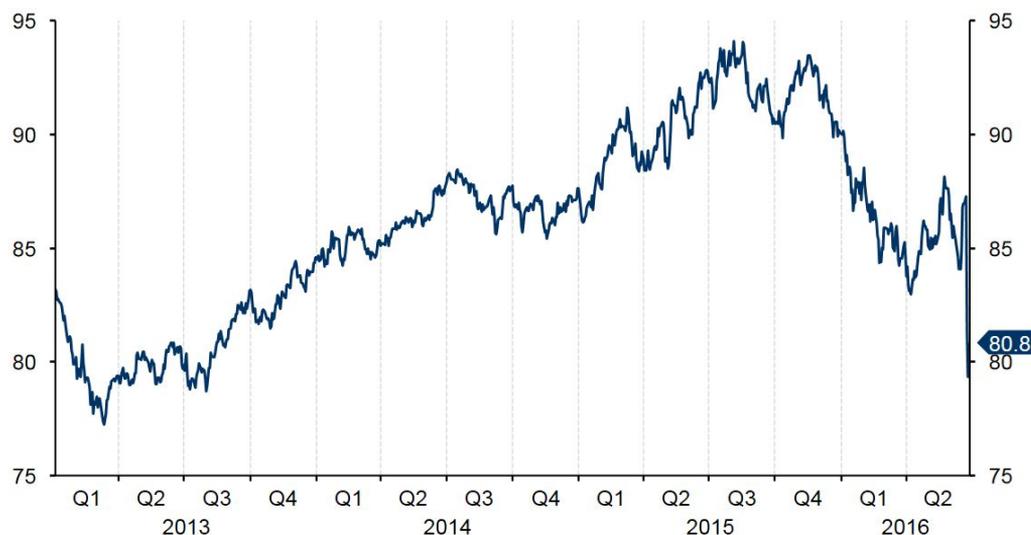
- Esperamos que el proceso de negociación entre Reino Unido y la UE se dilate en el tiempo y se produzcan pocos o ningún cambio real en muchos años.
- El Reino Unido acabará conservando de alguna forma el acceso al mercado único a cambio de concesiones en otros ámbitos.
- La estrategia de flexibilización del banco central permitirá estabilizar los mercados financieros sin que estos se alejen mucho de los niveles actuales.
- La inversión en el Reino Unido sufrirá una crisis significativa durante los próximos dos trimestres, mientras los dirigentes esperan a que se disipe de algún modo la incertidumbre. Además, se producirá una reducción constante de las importaciones de dicho país con motivo de la incertidumbre de los consumidores y la contracción de la libra esterlina.

## **Libra esterlina (GBP)**

En junio, el Reino Unido sorprendía a los expertos en mercados financieros por la inesperada victoria de la candidatura que abogaba por abandonar la Unión Europea, causando en el mercado de divisas una de las fluctuaciones más pronunciadas en la historia reciente.

Contradiendo las diversas encuestas de opinión realizadas durante la semana previa a la votación, los ciudadanos británicos votaron a favor de abandonar la UE con un resultado de 52% a favor y 48% en contra, en lo que supuso el primer caso de este calibre que afectaba al bloque europeo. Este hecho generó una agitación generalizada en los mercados de todo el mundo, lo que provocó que la libra experimentase su mayor desplome diario de toda su historia. En términos comerciales, la moneda se precipitó para acabar registrando su nivel más bajo desde agosto de 2013 (gráfico 2).

**Gráfico 2. Tipo de cambio efectivo de la libra esterlina (2013-2016)**



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 01/07/2016

El Reino Unido seguirá disfrutando de los beneficios de ser miembro de la UE a corto plazo y no se producirán cambios legislativos de calado durante un periodo de tiempo bastante prolongado. Por su parte, la aplicación del artículo 50, que iniciaría la cuenta atrás de dos años de duración para que se materialice la salida del Reino Unido de la UE, sigue siendo un completo misterio. No está claro si los Conservadores contarán con un apoyo suficiente de los miembros del partido para llevar a cabo la salida y casi con toda probabilidad será necesaria la aprobación del Parlamento, lo que supone un obstáculo más en el camino hacia la separación.

Asimismo, la situación política del Reino Unido está sumida en la confusión, ya que el país deberá nombrar un nuevo Primer Ministro después de que David Cameron anunciase que da un paso atrás como líder del Partido Conservador. El SNP escocés también ha manifestado su firme intención de buscar un segundo referéndum de independencia para Escocia y las primeras encuestas sugieren que ha ganado apoyos después del resultado del *Brexit*.

Desde el punto de vista económico, está claro que el impacto que se puede generar resultará negativo. La caída de la libra esterlina, junto con el efecto de la incertidumbre en la inversión y –en menor medida– en el consumo, crearán un entorno de estanflación a medio plazo.

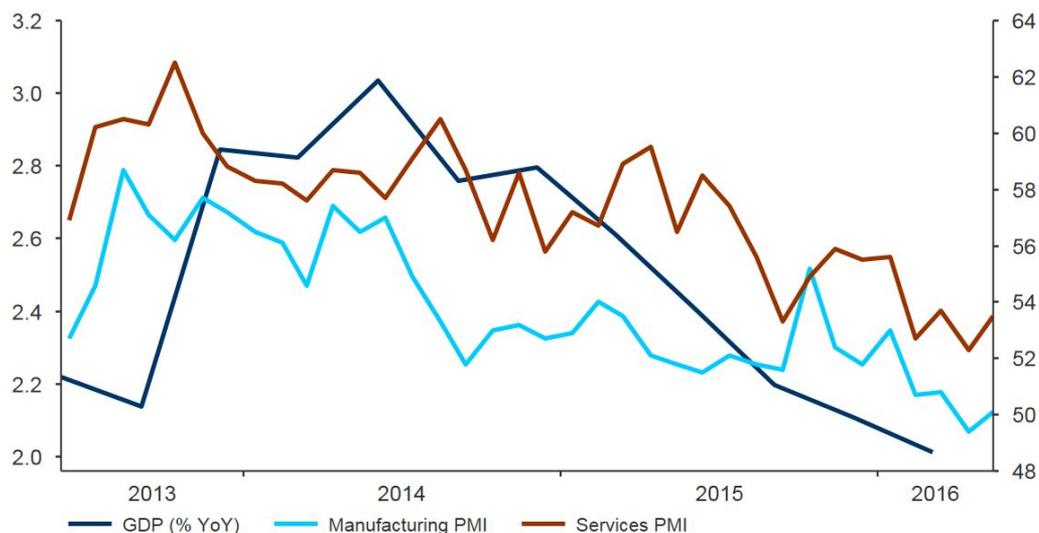
Si bien pronosticar el crecimiento real resulta particularmente complicado en este preciso momento, existen pocas probabilidades de que la economía del Reino Unido se sitúe en

torno al 2% de crecimiento, nivel que la mayoría de economistas había previsto para el resto de 2016. Esperamos ser testigos de una pronunciada caída en la inversión y en el sector de la construcción, aunque en teoría el desplome de la libra esterlina debería compensar en cierto modo por la reducción del déficit comercial.

En concreto, ahora esperamos un crecimiento plano para el segundo trimestre, una contracción de la tasa anual ajustada por estacionalidad del 1% en el crecimiento del PIB del tercer trimestre, y otros tres meses de crecimiento cero entre octubre y diciembre. Asimismo, esperamos que se dote de un presupuesto de emergencia que flexibilice en cierto modo la austeridad. En términos generales, estimamos que el Reino Unido podría lograr evitar una recesión técnica, ya que el efecto negativo en la inversión y el consumo podrá ser parcialmente compensado por la mejora en el déficit comercial y en el gasto público. No obstante, existen muchas posibilidades de que el crecimiento económico de 2016 en conjunto sea plano.

Actualmente estamos a la espera de que se publiquen las encuestas PMI de julio, que será el primer indicador fiable del impacto que sufrirá el crecimiento del Reino Unido. El alcance y la duración de la caída prevista de la confianza empresarial serán factores clave de cara a ajustar nuestras previsiones de divisas para los próximos meses.

**Gráfico 3. Índices PMI en el Reino Unido (2013-2016)**



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 01/07/2016

En cuanto a la inflación, el efecto de la caída del 10% en la libra esterlina debería provocar un incremento de en torno al 1% en el indicador, aunque no se percibirá todo su efecto de forma inmediata. Esperamos que el IPC alcance un nivel cercano al 0,8% a finales de 2016 y que continúe su tendencia alcista hasta situarse en el 2,5% en 2017.

Asimismo, se debe tener en cuenta la reacción por parte del Banco de Inglaterra, que dejó clara su intención de garantizar la estabilidad después de inyectar 250.000 millones de libras de liquidez adicional y que podría optar por intervenir el mercado de divisas para evitar que la moneda sufra otra caída pronunciada. El gobernador Carney expuso con meridiana claridad que espera recortar los tipos durante el verano, lo que en nuestra opinión podría anunciarse en la reunión que se celebrará el 14 de julio, y posiblemente esté considerando una nueva ampliación de las medidas de flexibilización cuantitativa.

Después de la sorprendente salida del Reino Unido de la UE, revisamos nuestras previsiones para la libra esterlina muy a la baja frente a todas las divisas del G10.

## **Dólar estadounidense (USD)**

El dólar estadounidense ha recuperado en torno a la mitad de las pérdidas que ha soportado en lo que va de año desde que el Reino Unido votara a favor de abandonar la Unión Europea, dado que los flujos a monedas consideradas como refugio seguro han compensado unos meses un poco débiles para la divisa.

Incluso antes de que se produjera el referéndum británico, los mercados financieros habían reducido sus expectativas en cuanto a la próxima subida de tipos en Estados Unidos, principalmente después de los datos de creación de empleo de junio, que supusieron una enorme decepción.

Las nóminas no agrarias se incrementaron únicamente en 38.000, en lo que significó la creación de puestos de empleo más leve registrada desde septiembre de 2010 (gráfico 4).

Incluso considerando la huelga de un mes que llevó a cabo la empresa de telecomunicaciones Verizon, que impactó a 34.000 puestos, la cifra mensual resultó significativamente peor de lo esperado. El incremento salarial medio se mantuvo invariable, aunque la cifra de desempleo se contrajo considerablemente hasta el 4,7%, su mínimo en nueve años.

**Gráfico 4. Evolución de nóminas no agrarias en EE. UU. (2010-2015)**



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 01/07/2016

Esperamos que la economía estadounidense capee el temporal con un éxito relativamente mayor que cualquier otra economía principal, ya que se beneficiará de su relativo aislamiento del comercio exterior (las exportaciones suponen únicamente el 15% de su PIB) y del hecho de que los activos del país parecen comportarse de forma segura. Debemos señalar que, justo en el momento en que redactamos el presente texto, los valores estadounidenses han recuperado todas las pérdidas sufridas después del referéndum.

Sin embargo, parece claro que la *Fed* afrontará aún con mayor cautela las subidas de tipos hasta que no cuente con una perspectiva más clara de las consecuencias del referéndum británico. Dada la situación actual, no queda claro si la *Fed* podrá mantener el ritmo de sus propias previsiones de subida de tipos de interés anunciadas en la reunión celebrada en junio por el Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC). Esperamos ahora que la Reserva Federal lleve a cabo una única subida durante este año en la reunión de diciembre y solo dos o tres más durante 2017.

En nuestra opinión, los flujos de fondos hacia el dólar estadounidense motivados por su condición de refugio seguro, permitirían compensar cualquier retraso en el ritmo y los plazos de las subidas de tipos de interés de la Reserva Federal durante este año. Asimismo, la diferencia entre el rendimiento económico y la política monetaria de Estados Unidos y las economías europeas podría ampliarse aún más como consecuencia de los resultados del referéndum en Reino Unido.

De esta forma, hemos revisado al alza nuestras previsiones de apreciación del dólar estadounidense frente al euro y, sobre todo, frente a la libra esterlina.

## **Euro (EUR)**

Los recientes avances económicos registrados por la Eurozona han sido eclipsados, con razón, por la decisión de Reino Unido de abandonar la Unión Europea. Después de la victoria del resultado favorable a abandonar el bloque, el euro experimentó una pronunciada caída cercana al 4% frente al dólar estadounidense hasta situarse en su posición más débil desde marzo, a la vez que los las bolsas europeas registraban su mayor pérdida diaria en ocho años.

Sin embargo, creemos que las consecuencias en la Eurozona se han subestimado de algún modo y ya estamos siendo testigos de cómo otros países europeos exigen la celebración de un referéndum similar, principalmente, los Países Bajos, Francia e Italia. El riesgo de contagio en el resto de la Unión Europea es considerable y diversos dirigentes europeos, incluido su presidente Donald Tusk, han tratado de acelerar las negociaciones para la salida a fin de evitar que los partidos populistas consoliden sus propuestas.

En nuestra opinión, el resultado del referéndum también agudizará la presión que se ejerce sobre el Banco Central Europeo para que incremente sus medidas de estímulo económico en los próximos meses. El organismo bancario europeo mantiene inalterada la política monetaria por la que se decantó en su reunión de junio, aunque insistió en que el banco central está preparado, dispuesto y capacitado para aumentar los estímulos si las medidas actuales no logran impulsar el crecimiento y la inflación en la Eurozona.

La inflación general en la zona euro siguió pisando terreno negativo en mayo, registrando una caída del 0,1% en términos anuales (gráfico 6). Los precios al consumo de la Eurozona no han logrado crecer durante los últimos cuatro meses a pesar de que el BCE recortó su tipo de refinanciación principal a cero y reforzó su programa de flexibilización cuantitativa hasta los 80.000 millones de euros mensuales en marzo.

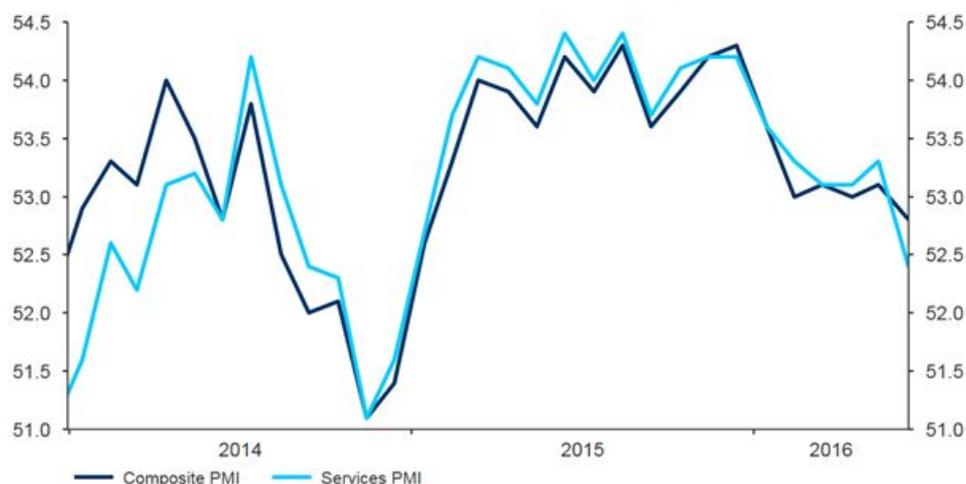
**Gráfico 5. Tasa de inflación en la Eurozona (2013-2016)**



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 01/07/2016

Asimismo, parece que el crecimiento en la Eurozona está acusando cierta ralentización. Las últimas cifras de PMI actualmente apuntan a la baja y el índice PMI compuesto ha caído en junio hasta su nivel más bajo en año y medio (gráfico 7). Al igual que sucede en el Reino Unido, el primer indicio real de las consecuencias económicas y financieras negativas derivadas del *Brexit* se pondrá de relieve en las encuestas sobre la confianza de inversores y empresas que se publicarán el 22 de julio.

**Gráfico 6. Índices PMI en la Eurozona (2013 - 2016)**



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 01/07/2016

La subida de tipos de interés en la Reserva Federal en Estados Unidos, aunque más lentas de lo esperado, deberían servir para reducir la presión que soporta el euro. Asimismo, creemos que el incremento de los riesgos políticos (como el referéndum constitucional que se celebrará en otoño en Italia) y la alta probabilidad de que el Banco Central Europeo aplique nuevas medidas de flexibilización deberían ser razones suficientes para que la moneda común muestre una sólida tendencia a la baja durante las próximas semanas o meses.

## Yen japonés (JPY)

El yen japonés ha experimentado un notable fortalecimiento en el primer semestre del año, ya que la creciente incertidumbre de los mercados financieros ha incrementado el flujo de fondos hacia activos y valores considerados refugio seguro, como ocurre con el yen.

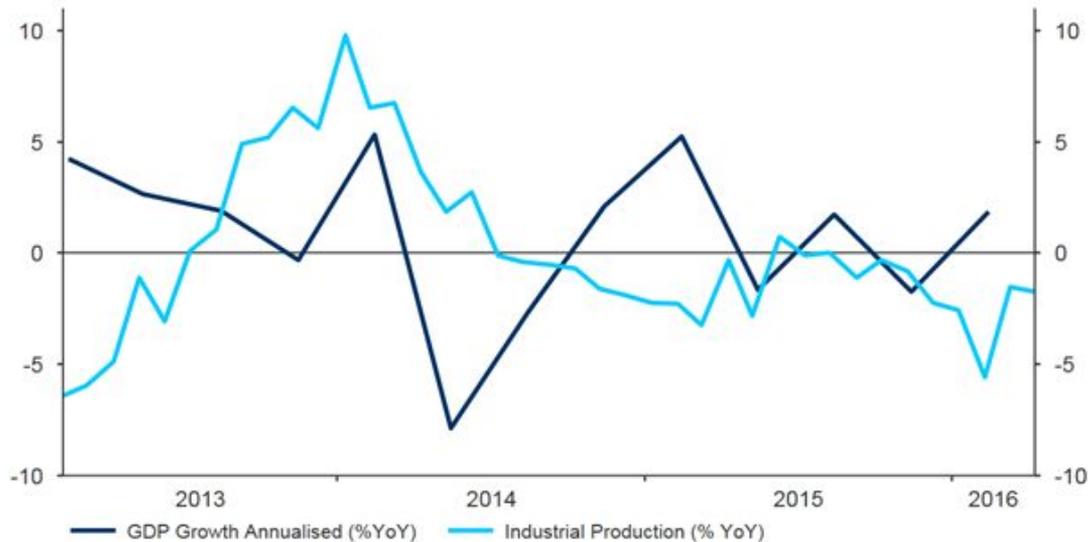
Tras la votación a favor de abandonar la UE por parte del Reino Unido, el yen cayó por debajo de los 100 USD por primera vez en dos años y medio, registró un repunte hasta situarse en su máximo en más de tres años frente al euro y se apreció un 15% frente a la libra esterlina en una noche. De hecho, la revalorización del yen alcanza un impresionante 17% en términos comerciales en lo que llevamos de 2016.

A pesar de la acusada revalorización del yen, las autoridades japonesas han seguido sorprendiendo a los mercados por la escasa aplicación de medidas de flexibilización monetaria y, por ahora, no han intervenido oficialmente en el mercado monetario para debilitar el yen.

Un yen fuerte no es beneficioso para una economía como la japonesa, orientada principalmente a las exportaciones, y supone un factor que los responsables políticos del país tratarán de evitar de forma activa. Diversos dirigentes públicos de Japón, incluido el Primer Ministro Shinzo Abe, han manifestado que el país no dudará a la hora de responder a esta situación en el caso de que resulte necesario.

El acusado repunte que el yen ha experimentado desafía los fundamentos económicos de la economía japonesa. La tercera economía del mundo se ha estancado, tal como indica el hecho de que apenas ha crecido durante los últimos trimestres debido a la endeble demanda tanto nacional como externa. El PIB registró un leve crecimiento de 0,5% durante el primer trimestre de este año, con un 1,9% en términos anuales, lo que sitúa a Japón como uno de los países con peor evolución del G10 (gráfico 7).

**Gráfico 7. Crecimiento del PIB de Japón en términos anuales (2013–2016)**

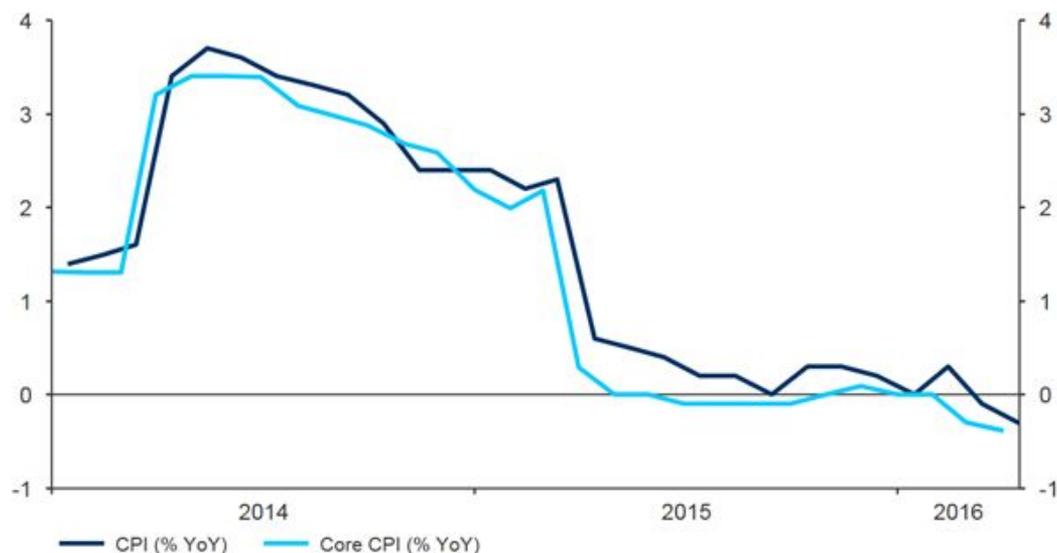


Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 01/07/2016

Las exportaciones se han contraído de manera notable, registrando en mayo su octavo mes consecutivo de caídas, lo que ha provocado que la cifra se sitúe en su nivel más bajo en más de tres años. Esta situación supone un lastre importante para la economía, ya que las exportaciones representan en torno a una quinta parte de su PIB. El gasto público también sigue siendo débil, a la vez que la producción industrial ha venido experimentando una tendencia a la baja durante cada mes desde mediados de 2015.

Asimismo, la inflación general ha registrado un empeoramiento, con una caída del 0,3% hasta abril (gráfico 8), situándose muy por debajo del objetivo del 2% que el Banco de Japón establece. La medida adoptada en enero por el organismo bancario de recortar el tipo de interés y llevarlo a territorio negativo no parece haber ayudado mucho para estimular el crecimiento de los precios, que en la actualidad no se espera que alcancen su objetivo hasta 2017.

**Gráfico 8. Tasa de inflación en Japón (2014—2016)**



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 01/07/2016

En nuestra opinión, la agitación que se ha producido después del referéndum del Reino Unido obligará a que el Banco de Japón actúe. De hecho, esperamos que anuncien la aplicación de nuevas medidas de flexibilización en la próxima reunión, el 29 de julio. Asimismo, nuestras previsiones apuntan a que las autoridades optarán por una intervención en el caso de que el yen se revalorice y se sitúe de manera sostenida por debajo de los 100 dólares.

Por tanto, creemos que los riesgos actuales deberían motivar que se lleve a cabo una depreciación bastante pronunciada del yen frente al dólar estadounidense en relación con sus niveles actuales.