

Notas del mes

Mayo de 2016

Brexit

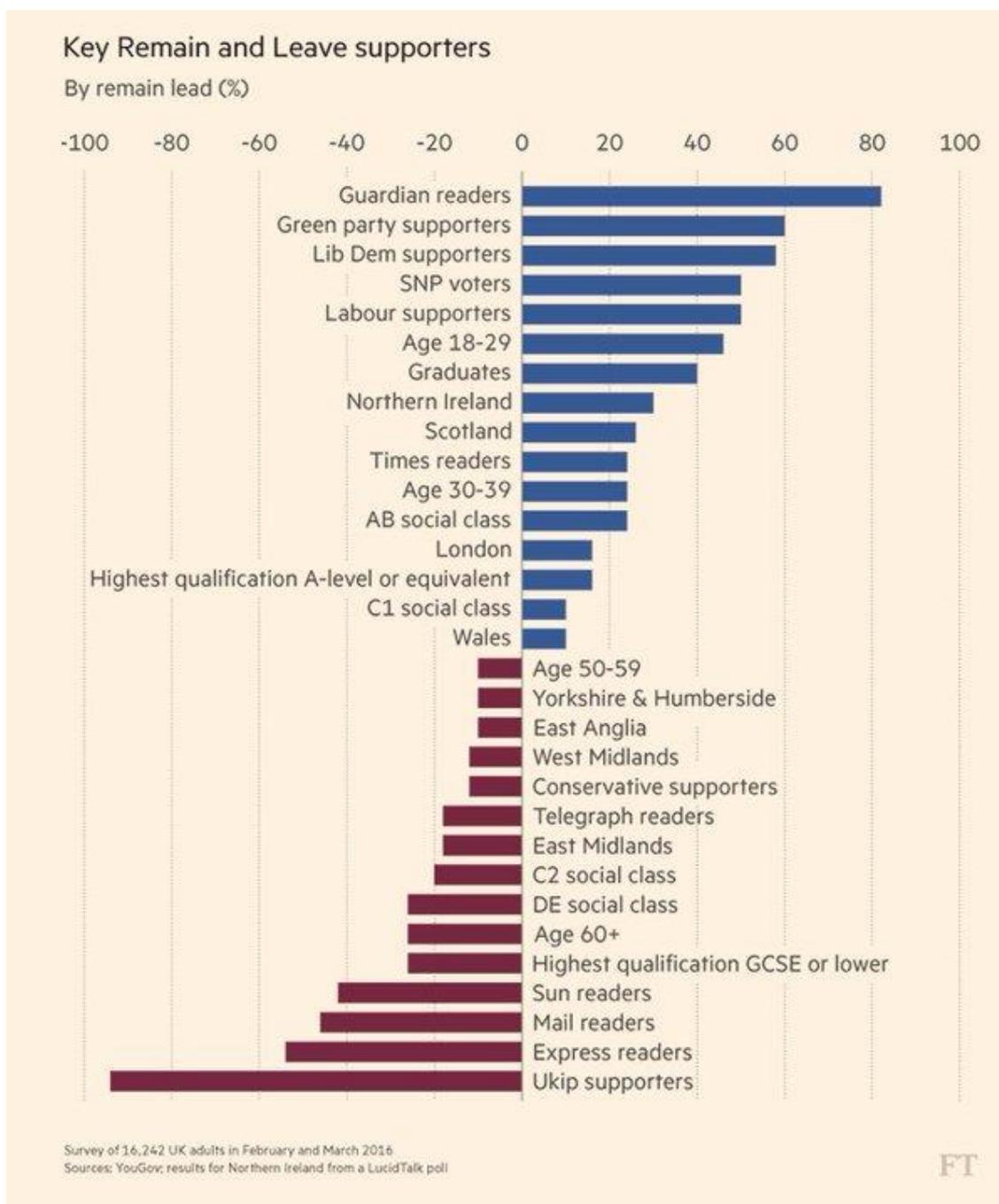
El Reino Unido genera anualmente un PIB de 1,8 billones de libras (17% del PIB de la UE), destina a la UE un 44% de sus exportaciones (mientras que la segunda destina al Reino Unido sólo un 8% de sus exportaciones), cuenta con una boyante industria financiera centrada en la City londinense que aporta al PIB 130.000 mns libras (8% del total) y cada año contribuye en neto al presupuesto de la UE (lo que paga menos lo que cobra) con entre 7.000 y 8.000 millones de libras anuales. El 67% de los ingresos de las empresas británicas cotizadas se genera en monedas distintas de la libra.

El resultado del referéndum del próximo 23 de junio para la permanencia o salida de Gran Bretaña en la Unión Europea marcará a corto plazo el devenir del mercado, e influirá sensiblemente en la economía en el futuro. Mientras llega la fecha, las oscilaciones diarias de la bolsa se ven afectadas por las encuestas que se publican al respecto y por el sentimiento que generan.

Aunque no hay unanimidad en las encuestas, parece que a grandes rasgos el voto favorable a la permanencia superaría al de los partidarios de abandonar la Unión en un rango comprendido entre 5 y 10 puntos porcentuales. Entre los primeros estarían predominante las clases más cualificadas, urbanas, los jóvenes y los escoceses, mientras que entre los segundos predominan los menos cualificados, las clases bajas, los votantes del populista Ukip, también muchos votantes del dividido partido conservador, y los mayores.

Pero ni la encuesta es un predictor exacto del voto, ni éste es inmutable ni todas las encuestas coinciden. A veces se contesta a cosas distintas de las que se preguntan (los votantes pueden interpretar el voto como una censura o refrendo al gobernante), a veces la apelación a instintos primarios surte efecto, a veces acontecimientos inesperados cambian el sentido del voto, y otras muchas veces las encuestas se publican con intención de modular el voto movilizándolo a los votantes (posible interpretación de por qué la reciente encuesta telefónica rápida realizada por The Guardian daba una ligera ventaja a los partidarios del *leave* (siendo en cambio un medio que, aunque con aparente neutralidad, se viene decantando a favor del *remain*).

Británicos partidarios de permanecer o salir de la UE, según tipología.
 Encuesta de Financial Times a más de 16.000 personas en marzo 2016.



Las barras del gráfico muestran el diferencial, sobre una base 100, entre el colectivo a favor del *remain* y el que está a favor del *leave*. Las barras azules muestran un mayor número de partidarios del sí (quedarse) frente al no (irse), y las rojas lo contrario.

Clases sociales (de superior a inferior): A (alta), B (media-alta), C (media, dividida en C1 y C2), D (media-baja), E (baja).
 Graduates: personas con carrera universitaria.
 Highest qualification A-level: personas con Bachillerato completo.
 Highest qualification GCSE or lower: personas como máximo con educación hasta 16 años (equivalente a la ESO).

No parece lo más probable que gane el Brexit, pero de salir esta opción habría que asumir las consecuencias:

- A nuestro juicio, muy probablemente los británicos saldrían perdiendo: a poco que sus exportaciones a la Unión Europea se aminoraran (algo previsible ya que el Reino Unido debería renegociar todo tipo de tratados comerciales, incluidos los que tiene la Unión con terceros países muy importantes como China); a poco que la City perdiera fuerza (como consecuencia de la reformulación de todo lo relativo a la libre circulación de servicios, en concreto los financieros, y de la segura voluntad de Francia, Alemania y hasta Irlanda de arañar negocio a la City); a poco que el tema escocés se reabriera (previsiblemente en Escocia el voto favorable a la permanencia será claro, por lo que ante un no del conjunto de Gran Bretaña los escoceses podrían pedir un nuevo referéndum de independencia); a poco que las inversiones en Reino Unido se retrajeran (incluso aunque la libra se devaluara, se abriría la incertidumbre de un proceso de desvinculación largo y complicado). El perjuicio derivado de cualquiera de estos probables acontecimientos superaría con creces el marginal déficit presupuestario que Gran Bretaña tiene frente a la UE (unas 8.000 mns de libras de aportación neta frente a un PIB financiero de 130.000 mns libras y unas exportaciones de 325.000 mns libras).
- Los mercados también saldrían perdiendo: un no crearía mucho ruido, reavivaría el discurso de los escépticos sobre el proceso de construcción europea, sobre el propio euro, sobre las deudas soberanas, en especial las periféricas, sobre los tipos de cambio y, a corto plazo, afectaría muy probablemente a los mercados financieros. Aunque es probable que algunos defensores del no integrados en las filas conservadoras (como el ex alcalde Boris Johnson o el ministro Gove) se apresuraran a defender que su no es una vía para negociar una mejor fórmula de continuidad dentro de la Unión, el daño por ahora estaría hecho.

En cualquier caso, si los británicos votan con la cabeza, el sí a la Unión parece claro. Y, una vez conocido el resultado positivo, los mercados deberían recuperar una percepción más razonable del riesgo europeo, con efectos claramente positivos sobre los mercados bursátiles, en especial sobre los valores financieros. **Confiamos en que los británicos voten con la cabeza, porque es lo mejor para su bolsillo.**

1962 Capital Sicav

Mayo se ha cerrado con un avance muy moderado en los principales índices bursátiles, cediendo en las últimas sesiones parte de los avances que se habían producido en la segunda mitad del mes. Los movimientos diarios más marcados, de distinto signo, en las bolsas europeas, se han producido a raíz de la publicación de encuestas sobre el eventual resultado del referéndum británico. Cuando las encuestas apuntaban a la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea, los índices bursátiles, y especialmente, los valores financieros, reaccionaban positivamente, y viceversa. Similar comportamiento tenía la cotización de la libra frente al euro. El valor liquidativo de las participaciones de la SICAV se ha revalorizado un 1,1% en el mes, en línea con la evolución del índice Euro Stoxx 50.

En ausencia de resultados empresariales, es previsible que durante el mes de junio tres acontecimientos, dos de carácter político y uno de política monetaria, marquen la evolución de los mercados. El referéndum británico y las elecciones generales en España, no tienen un pronóstico todavía completamente claro. Aunque, claramente, la preocupación de los mercados está más centrada en el primero que en las segundas. Y todo parece apuntar a que una nueva subida de tipos en Estados Unidos se va a producir relativamente pronto, *"in the coming months"* en palabras de Janet Yellen.

El resultado previsible en España no se aleja sustancialmente del producido hace seis meses. No mucho más allá de media docena de diputados de variación por partido parece la opción más verosímil. Por lo que será necesario el acuerdo, como mínimo vía abstención, de una de las dos grandes fuerzas políticas tradicionales, para que gobierne la otra. No hay dudas sobre el compromiso del gobierno que vaya a resultar de estas elecciones con las políticas presupuestarias europeas, por lo que la inquietud del mercado, aunque relevante a nivel español, es muy moderada a nivel global.

Un eventual "no a la UE" en el referéndum británico es mucho más preocupante. Aunque confiamos que, al final, con un electorado concienciado y movilizado, el "sí" a la permanencia se impondrá, la probabilidad, no completamente remota, de que el "no" pueda llegar a imponerse puede añadir fuerte volatilidad a las bolsas. Si gana el voto favorable a seguir en la UE los mercados deberían reaccionar de forma claramente positiva, disminuyendo la elevada percepción de riesgo implícita en los bajos precios de la bolsa europea. El sector bancario, con un gran peso en nuestra cartera, se vería especialmente favorecido. Si se impusiera la opción favorable a la salida de la UE el mercado podría sufrir convulsiones relevantes en el corto plazo, tanto en la cotización de las acciones británicas y de la zona euro, como en el tipo de cambio de la libra o en los diferenciales de las deudas soberanas. A medio plazo, sin embargo, la evidencia de que la economía sigue creciendo y de que el BCE tiene un compromiso claro e instrumentos

poderosos para asegurar la continuidad del euro como moneda común, terminaría por reconducir la situación hacia la normalidad.

No vamos a especular al compás de las encuestas, y mantendremos nuestra cartera invariada, a la espera de que el resultado más previsible, la permanencia de Gran Bretaña en la UE, nos dé a corto plazo gran parte de la rentabilidad que, en cualquier caso, por infravaloración fundamental, debe darnos en un plazo medio.

La reunión de la Reserva Federal en junio podría determinar una nueva subida, la segunda tras muchos años de tipos próximos a cero, de un cuarto de punto porcentual en los tipos de interés. Los datos de empleo y de inflación subyacente parecen apuntar en esa dirección, aunque no es descartable que la decisión de elevar los tipos se pueda postergar hasta el mes de julio, una vez esté despejada una incertidumbre como la que representa el resultado del referéndum británico. En nuestra opinión, cuando se produzca, una subida de tipos en Estados Unidos, debería ser bien recibida por los mercados bursátiles, por lo que tiene de muestra de confianza en la solidez de la recuperación económica y progresiva vuelta a la normalidad.

Muchas gracias por su confianza,

Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A

	Euro Stoxx 50		1962 Capital	
	Precio	Var.	Precio	Var.
ene-16	3.045	-6,8%	5,40	-13,0%
feb-16	2.946	-3,3%	5,22	-3,3%
mar-16	3.005	2,0%	5,33	2,2%
abr-16	3.028	0,8%	5,56	4,3%
may-16	3.063	1,1%	5,62	1,1%
jul-dic 2012		16,4%		44,4%
2013		18,0%		34,8%
2014		1,2%		3,7%
2015		3,9%		7,4%
2016		-6,3%		-9,4%
desde inicio		35,3%		96,7%