

| INDICES BOLSA  |        |        | RENTABILIDAD BONOS |            | FUTUROS BOLSA   |        |          |
|----------------|--------|--------|--------------------|------------|-----------------|--------|----------|
|                | Ultimo | %      |                    | Ultimo (%) |                 | Ultimo | %        |
| Ibex 35        | 7.909  | -10,99 | USA 10y            | 1,57       | Eurostoxx 50    | 2.797  | -7,60    |
| Ibex Mid Cap   | 7.903  | -10,40 | GER 10y            | -0,07      | Dax             | 9.640  | -5,83    |
| Ibex Small Cap | 4.078  | -7,78  | ESP 10y            | 1,63       | S&P 500         | 2.054  | -2,46    |
| Dow Jones      | 17.626 | -2,14  | ESP-GER 10y        | 1,70       | Dow Jones       | #N/A   | N/A #N/A |
| S&P 500        | 2.065  | -2,28  | USA 2y             | 0,65       | DIVISAS         |        |          |
| Nasdaq 100     | 4.352  | -2,59  | GER 2y             | -0,65      | EUR/\$          | 1,1112 | -2,12    |
| Dax            | 9.672  | -5,70  | ESP 2y             | 0,06       | EUR/Yen         | 113,78 | 5,51     |
| Cac 40         | 4.156  | -6,94  | ESP-GER 2y         | 0,71       | Dólar/Yen       | 102,4  | 3,67     |
| Milan FTE      | 15.977 | -11,07 |                    |            | MATERIAS PRIMAS |        |          |
| Nikkei         | 14.952 | -7,92  |                    |            | Gold            | 1314   | -0,54    |
| Shangahi Comp. | 2.854  | -1,30  |                    |            | Silver          | 17,79  | 0,24     |
| Bovespa Brasil | 50.008 | -3,01  |                    |            | Oil W.Texas     | 48,14  | 1,99     |

## COMENTARIO DE MERCADO

**Brexit.** Los británicos han decidido que el Reino Unido salga de la Unión Europea. En Escocia, Irlanda del Norte y la región de Londres se ha votado a favor de la permanencia, pero en el resto del país la mayoría ha sido clara a favor del Brexit. Por edades sólo la franja de 18 a 24 años ha votado a favor de la permanencia, mientras que a mayor edad mayor ha sido el apoyo al Brexit. En general la población de mayor nivel educativo y las clases medias-altas han votado permanencia, mientras las clases medias-bajas han optado por la salida. Tan sólo un partido, el populista UKIP, apoyaba abiertamente el Brexit, mientras los tres grandes partidos tradicionales (Conservadores, Laboristas y Liberales) además de los independentistas escoceses apoyaban la permanencia. Y no sólo ellos, la práctica totalidad de los líderes políticos mundiales con Obama a la cabeza, organismos como el FMI o la OCDE, el Papa Francisco o el Arzobispo de Canterbury, la inmensa mayoría de los economistas y el mismísimo David Beckham apoyaban la permanencia. Y pese a todo, los británicos han votado salir de la Unión Europea.

**Las causas del Brexit.** El euroescepticismo tiene una larga tradición en el Reino Unido y tradicionalmente ha estado más bien relacionado al Partido Conservador. Se trataba de un sentimiento tradicionalista de preservación de viejos valores, de una forma de vida “civilizada” frente al “barbarismo” y el caos de la Europa continental. Con el tiempo este sentimiento se ha ido mezclando con otros factores más globales que se observan también en otros países. El ascenso de los populismos mezclados con los nacionalismos, y no sólo en Europa, es consecuencia de unos cambios económicos y sociales profundos que se derivan del proceso de globalización y los cambios tecnológicos. En este caso son más bien las clases medias y trabajadoras las que sienten amenazada su situación y piensan que volver a una soberanía nacional plena es la solución a sus problemas.

**El futuro inmediato.** En las elecciones generales de 2015 el UKIP obtuvo sólo el 12,6% de los votos. El resto hasta el 52% que han votado Brexit procede del resto de partidos, fundamentalmente Conservadores y Laboristas pese a que sus líderes defendían la permanencia. Habrá que ver ahora cómo gestionan esta situación y quién asume el liderazgo para negociar la salida de la UE en contra de las convicciones de las mayorías en los propios partidos. De momento Cameron ha anunciado su dimisión aunque permanecerá en el cargo hasta después del verano. En este tiempo el Partido Conservador tendrá que elegir un nuevo líder que se hará cargo del Gobierno para liderar el proceso de salida de la UE. Será entonces cuando se invoque

el artículo 50 del Tratado de Lisboa para comunicar la decisión de abandonar la UE e iniciar el proceso de negociaciones que se supone tendrá que concluirse en dos años. Hasta entonces nada cambiaría en las relaciones UK-UE. En clave de política interna, el nuevo Gobierno británico tendrá que lidiar con un parlamento en el que cerca de 500 de sus 650 diputados eran contrarios al Brexit. Veremos si primero el nuevo líder conservador convoca elecciones (en principio las próximas serían en 2020) para al menos tener unos diputados de su partido más en su onda soberanista.

**El futuro a medio plazo.** La salida del Reino Unido implica un nuevo marco legal para las relaciones con la UE. En un reciente informe para el “Centre for European Reform” el jurista Jean Claude Piris señalaba siete posibles alternativas para esa nueva relación:

#### 1) Relación especial con la UE

Sin duda, el escenario ideal para los euroescépticos. En este caso, los británicos, una vez fuera de la UE, solicitarían quedarse con lo que les interesa de su relación con sus socios comunitarios, es decir, principalmente el acceso al mercado interior, sin por ello tener que aceptar la libre circulación de personas. Al mismo tiempo, esta relación especial, en la visión de los euroescépticos, tendría que eximirles de pagar una contribución financiera significativa a la UE, además de permitirles no aceptar tampoco la legislación que no les interesa. Es muy difícil que tenga lugar porque los Estados miembros no tienen incentivos para ello y temen una propagación de “Brexits”. En este sentido, el propio Presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, ha declarado recientemente que “los desertores no serán bienvenidos con los brazos abiertos”.

#### 2) Escenario Noruega

El marco del **Espacio Económico Europeo** existe para Islandia, Liechtenstein y Noruega, y les permite a estos países participar en la mayoría del mercado interior comunitario sin necesidad de adherirse a otras políticas europeas como la agricultura, la pesca o política exterior. Ahora bien, sí que se les exige el respeto a las cuatro libertades (incluyendo la libre circulación de personas). Asimismo, han de aplicar la legislación europea en cuanto al mercado interior, siguiendo las reglas comunitarias en relación a ayudas de estado, competencia, etc., sin tener la posibilidad de participar en la toma de decisiones. Otro elemento que no sería bienvenido por los británicos es la obligación de pagar una contribución financiera a la UE.

#### 3) El Reino Unido vuelve al EFTA

Otra opción para el Reino Unido es volver al Acuerdo Europeo de Libre Comercio (EFTA, por sus siglas en inglés), espacio creado en 1960 por 7 países, entre los que se encontraban los británicos, quienes lo abandonaron en 1973. No obstante, parece que esta opción no tiene mucho sentido, ya que este acuerdo solamente cubre comercio para algunos productos agrícolas y pesqueros y nada relativo a servicios, el aspecto que más le interesa al Reino Unido.

#### 4) El modelo suizo

Suiza ha concluido más de 120 acuerdos sectoriales con la UE, aunque ninguno de ellos se aplica a los servicios. Además, Suiza también contribuye financieramente al presupuesto comunitario, siendo su aportación del 55% de lo que contribuye el Reino Unido. Al margen de que tampoco parece un modelo ideal para el Reino Unido, es poco probable que la UE lo aceptara, ya que hace tiempo que está descontenta con su funcionamiento debido a una serie de

deficiencias del modelo, entre las que no son menores la falta de homogeneidad en la interpretación y aplicación de las normas relativas al mercado interior.

#### 5) Un acuerdo comercial con la UE

Según Piris se trata de la opción más probable de las aquí planteadas. Mediante ella, es probable que el Reino Unido pudiese lograr negociar unas buenas condiciones debido a su importancia vis-à-vis la UE, ya que sigue siendo la segunda economía europea. No obstante, y nuevamente, para que este tratado comercial le permitiese el acceso al mercado interior, algo que para el Reino Unido es clave, éste deberá aceptar su legislación presente y futura, sin poder contribuir a ella, como sin embargo hace ahora.

#### 6) El modelo turco

Otro tipo de acuerdo que se suele mencionar bastante es el de la relación entre la UE y Turquía. En la actualidad, estas relaciones se articulan a través de un acuerdo de asociación que incluye una unión aduanera. El modelo ofrece acceso limitado al mercado interior europeo, no incluyendo servicios, y además, provoca que el Estado en cuestión tenga que adoptar los aranceles que decida la UE, perdiendo por tanto soberanía en materia comercial y sin beneficiarse de los acuerdos comerciales con terceros Estados.

#### 7) El marco de la OMC

En el caso de que ninguna de las opciones anteriores tenga éxito, siempre existe la posibilidad de enmarcarse en las normas de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Dichas normas básicamente ponen límites en los aranceles máximos que los países pueden aplicar al comercio en bienes. Este marco provocaría la inclusión de controles aduaneros en las fronteras con los Estados miembros, incluyendo el caso de Irlanda.

En definitiva, la cuestión clave se articula alrededor del mantenimiento del libre comercio con el mercado europeo y las contrapartidas que la UE exigirá a cambio, fundamentalmente la libre circulación de personas y la aceptación de su legislación presente y futura sin poder formar parte de la toma de decisiones. Estamos hablando en todo caso de un proceso que puede durar al menos dos años y posiblemente más si se retrasa la invocación del artículo 50 del tratado de Lisboa hasta después de una primera fase de negociaciones. Hay quién sugiere que estas conversaciones preliminares podrían prolongarse durante varios años antes de que se pusiera en marcha el mecanismo del artículo 50.

**Impacto sobre la economía.** Diversas estimaciones sitúan el impacto del Brexit sobre el PIB en un 1% en el próximo año y sobre el 5% en un escenario más allá de 5 años. Según las casas de análisis el Brexit afectaría directamente a las decisiones de inversión y de consumo en próximos trimestres por lo que el PIB del Reino Unido podría crecer un 1,5% en 2016 y un 1,1% en 2017 frente a las previsiones actuales del 2% anual. En el caso de la Eurozona el impacto sobre la economía vendría de las turbulencias financieras y la propia incertidumbre económica creada por el Brexit. La pérdida de PIB se situaría sobre el 0,4% en el próximo año, con un crecimiento del 1,5% frente al 1,9% previsto. En general, igual que los mercados tienden a sobrereaccionar en el corto plazo ante incertidumbres de esta naturaleza, creemos que también estas previsiones de consenso de las casas de análisis están probablemente magnificando el impacto del Brexit sobre la economía.

**Table 1 - GDP and CPI forecast changes**

%ch over prior period, annualized

|      | UK GDP |     | UK CPI |     |
|------|--------|-----|--------|-----|
|      | Old    | New | Old    | New |
| 1Q16 | 1.6    | 1.6 | 0.3    | 0.3 |
| 2Q16 | 1.0    | 1.0 | 0.3    | 0.3 |
| 3Q16 | 2.5    | 0.5 | 0.6    | 0.9 |
| 4Q16 | 2.5    | 0.5 | 0.9    | 1.3 |
| 2016 | 1.9    | 1.5 | 0.6    | 0.7 |
| 1Q17 | 2.0    | 1.0 | 1.4    | 1.9 |
| 2Q17 | 2.0    | 1.5 | 1.8    | 2.4 |
| 2017 | 2.1    | 1.1 | 1.8    | 2.5 |

Source: J.P. Morgan

**Lehman, Grecia, Brexit ...** El desplome de hoy en los mercados y algunos de los análisis que se pueden leer sitúan la cuestión del Brexit al nivel destructivo que tuvieron para los mercados la quiebra de Lehman en 2008 o los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal en 2010/12. Se teme que su impacto sobre los mercados puede ser duradero en la medida en que va a tener un impacto sobre la economía significativo y puede abrir un nuevo episodio de crisis política en la eurozona que haga revivir el riesgo de ruptura que aparece periódicamente. Nosotros no vemos un escenario de esas características como muy probable y creemos que estamos ante un nuevo episodio de volatilidad que acabará pasando aunque necesite algún tiempo para asentarse. Los factores clave que explican esa percepción son los siguientes:

- Creemos que en el resto de la Unión Europea, y en particular en la Eurozona, sigue existiendo un consenso amplio y firme sobre el mantenimiento del proyecto europeo. Alemania y Francia son el núcleo clave de este proyecto y mientras ellos lo mantengan el resto les seguirá.
- El Reino Unido es un “caso especial”, aunque haya más casos especiales. Es un país grande con una economía que tal vez tenga posibilidades de mantenerse relativamente independiente y que no está en el euro, lo que hace que su salida de la UE sea relativamente “sencilla”. Salir del euro, en cambio, es algo prácticamente imposible como se ha visto en el caso de Grecia.
- El proyecto europeo no es un proyecto estable y cerrado. Al contrario es un proyecto que se va haciendo día a día evolucionando adaptándose a las circunstancias cambiantes. En este sentido creemos que el Brexit implicará tener que adaptarse a la nueva situación pero no el final del proyecto.
- Es probable que Francia y Alemania puedan dar algún paso significativo hacia una mayor integración tras sus respectivas elecciones dentro de un año.
- Europa tiene ahora la experiencia y las herramientas para enfrentarse a una crisis de este tipo que no tenía en la crisis del euro en 2010/12. Es previsible que el BCE pueda poner en marcha nuevas medidas dirigidas a evitar el aumento de las primas de riesgo periféricas mediante un nuevo paquete de compras de bonos dirigidas específicamente a estos países. Una especie de OMT pero sin condicionalidad.
- Hay que esperar nuevas medidas de estímulo del BCE en próximos meses: más rebajas de tipos y prolongación del QE hasta 2018 probablemente.
- Si los mercados se tranquilizan respecto al futuro de la Eurozona el impacto de la incertidumbre sobre la economía será muy inferior. Estamos en un ciclo de crecimiento

económico y las dinámicas de creación de empleo/aumento del consumo/inversión/ creación de empleo ..... no desaparecen así como así. Lehman no surgió de la nada, su impacto destructivo fue consecuencia de las circunstancias concretas de la economía y el sistema financiero en ese momento que son muy diferentes a las actuales.

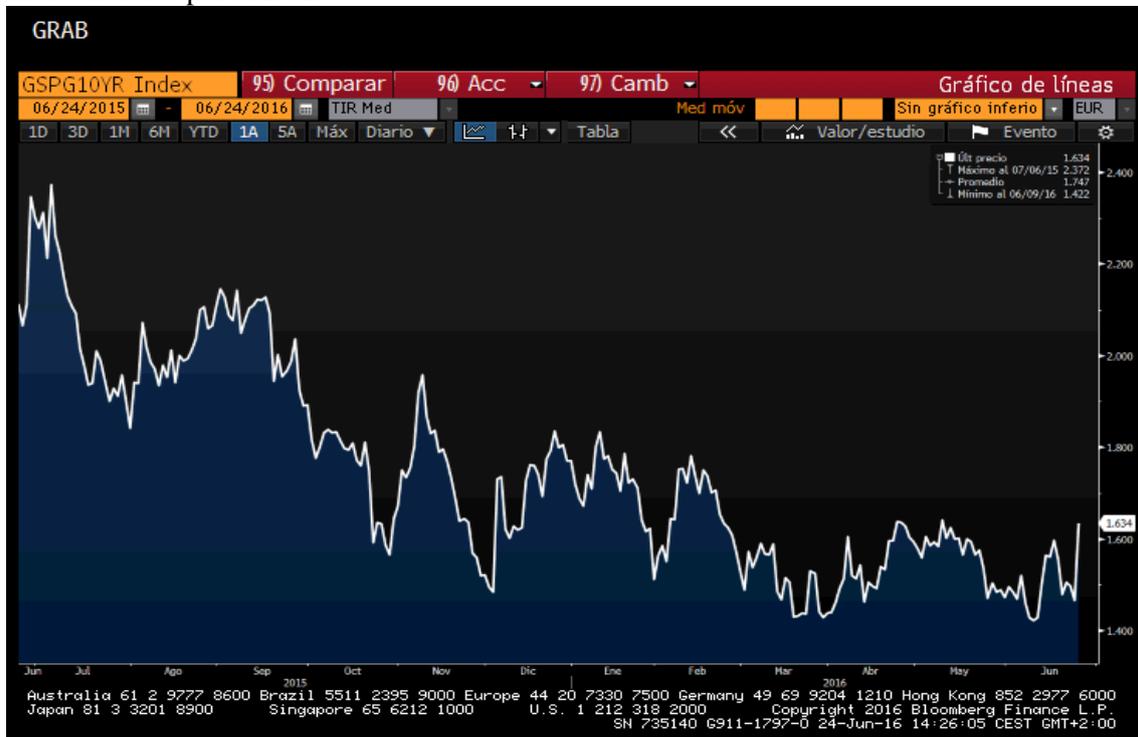
- El Reino Unido no va a salir de la UE mañana sino en todo caso dentro de varios años. Es posible incluso que se mantenga en lo esencial en el Espacio Económico Europeo lo que haría insignificante el impacto del Brexit sobre su economía. A corto plazo, por otra parte, la depreciación de la Libra del 15% es un estímulo fuerte para su economía que puede compensar al menos en parte el posible efecto negativo de las incertidumbres sobre su futuro. De hecho la bolsa de Londres es la que menos baja en Europa hoy con gran diferencia.

**Consecuencias para los mercados:** el movimiento de hoy en los mercados entra dentro de lo que cabía esperar. Las caídas de los índices europeos van desde el 4% en Londres (la que menos baja pero hay que tener en cuenta que la Libra cae más del 10%) hasta el 12% del Ibox pasando por el 9% del Eurostoxx 50. Los bonos alemanes suben y su rentabilidad cae hasta el -0,08% mientras que el bono español sube la rentabilidad al 1,64% para un aumento de la prima de riesgo bastante modesto hasta los 170 pb. El dólar se ha fortalecido frente al resto de divisas un 2,5% en promedio que es lo que cae el euro frente al dólar. Las divisas emergentes registran caídas no demasiado importantes en general. Lo más importante es que todos estos movimientos, incluidos los más dramáticos de las bolsas, se enmarcan dentro de los rangos en que se venían moviendo en las últimas semanas/meses. De momento al menos, no se detecta el inicio de nuevas tendencias que nos haga pensar que este movimiento va a tener continuidad en próximos meses. En los próximos gráficos hacemos un repaso general a la situación de los mercados:

**Libra/eur:** pese a la fuerte caída de hoy se mantiene por encima de los mínimos que registró en abril. En todo caso la caída de la libra es una buena noticia para la economía británica y su elevado déficit comercial.



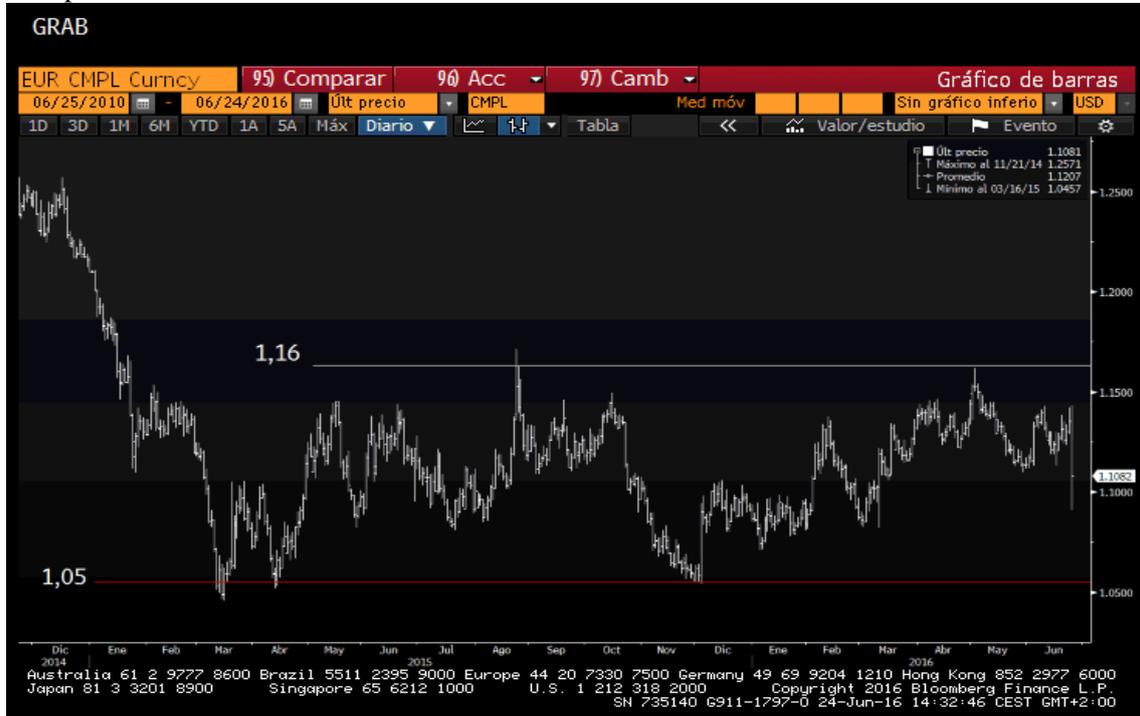
**Bono español 10 años:** de momento un repunte modesto de la rentabilidad hasta el 1,64%. Vemos difícil un repunte sostenido dado el entorno de inflación y las expectativas de intervenciones por el BCE



**Bono EEUU 10 años:** nuevos mínimos desde 2012 pero todavía sin perder el 1,45% que es su sorpte de referencia. Está claro que en esta situación no va a haber subidas de tipos.



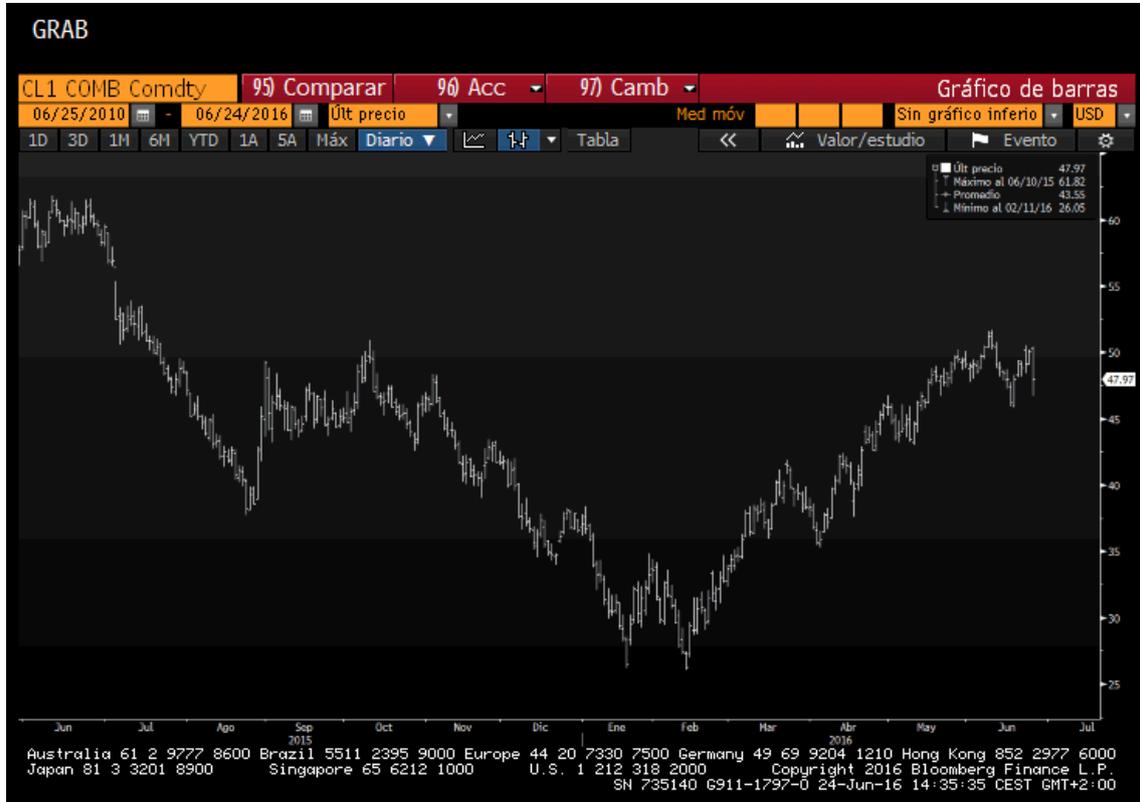
**EUR/USD:** el euro se ha debilitado frente al dólar pero se mantiene en el rango lateral en que lleva más de un año en la banda 1,05-1,16. Un debilitamiento modesto del euro es positivo para Europa.



**Peso Mexicano (MXN/USD):** es de las divisas emergentes que más volatilidad ha mostrado hoy pero se mantiene por debajo de los niveles registrados en febrero en el suelo de la crisis de materias primas / emergentes.



**Crude Oil:** el petróleo no se está viendo demasiado afectado por el Brexit, baja moderadamente.



**Eurostoxx 50:** los índices europeos se han movido de la resistencia al soporte, pero siguen dentro del movimiento lateral de los últimos meses. Eso sí, ahora amenazando zonas de soporte importantes que de ser rotas implicarían riesgo de continuidad bajista.



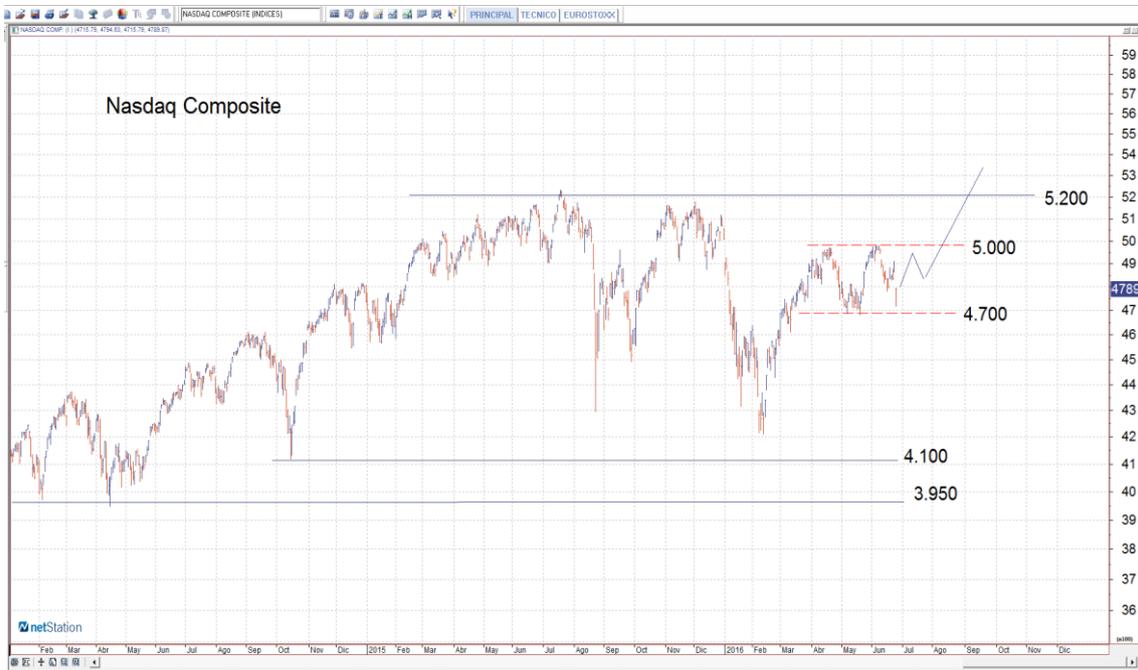
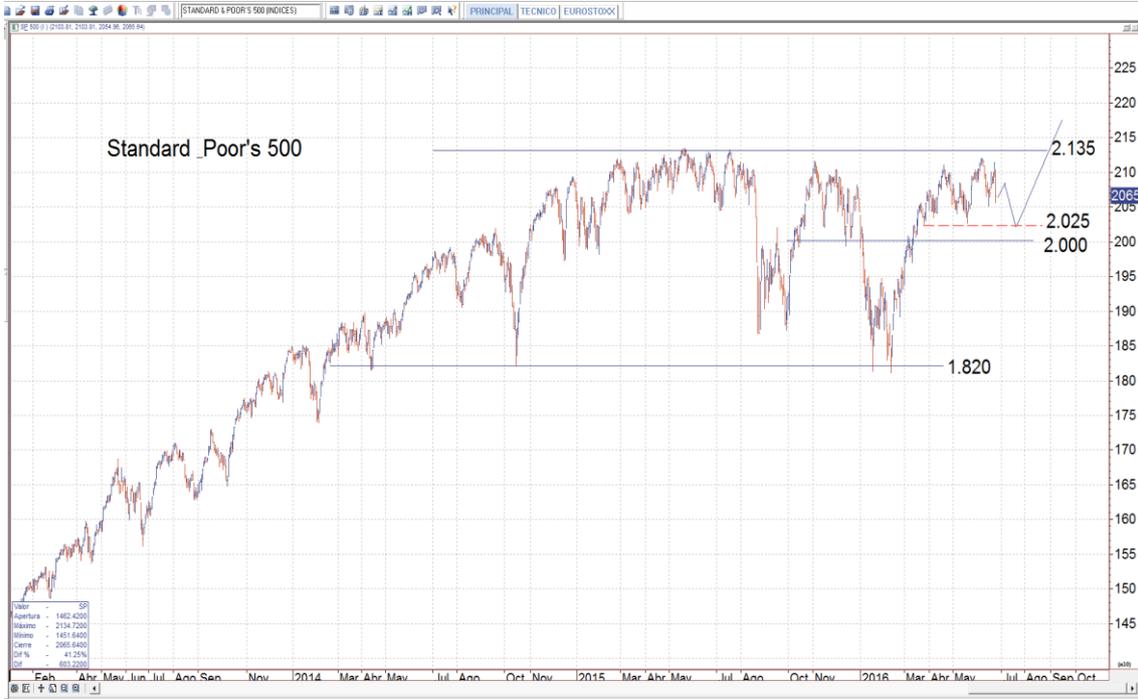
**El Dax** (sin dividendos) es el que tiene un nivel de soporte más definido (4.300), el que está más fuerte (tiene pocos bancos) y es el que sirve de referencia clave al resto. De momento no hay cambios en la situación técnica.



**Ibex:** hoy ha caído a la zona clave de soporte 7.750-7.500 en la que tendría que aguantar para mantener la esperanza en una próxima recuperación.



**S&P 500:** los índices norteamericanos permanecen bastante ajenos a la cuestión del Brexit. Las caídas hoy son del orden del 2,5% y se mantienen en el rango de consolidación de las últimas semanas al acecho de sus máximos históricos.



**Telefónica:** luchando por mantenerse sobre el 8,00. Por debajo de ese nivel estaría muy vulnerable.



**BBVA:** también tratando de aguantar en un soporte muy importante sobre el 4,50.



**Santander:** sigue mostrando cierta fortaleza relativa aguantando de momento por encima de los mínimos de febrero.



**Popular:** una esperanza, hoy ha caído justo a la base de su canal alcista de largo plazo sobre el 1,05. Veremos si es capaz de construir un suelo en ta zona.



**Iberdrola:** la pérdida del 5,70 implicaba un objetivo sobre el 5,10 que ha alcanzado ya. Es probable que ahora se mueva un tiempo en la banda 5,10-5,70 aprox.



**Inditex:** otro valor que ha caído desde la zona de resistencia al soporte manteniéndose de momento dentro del rango lateral de los últimos meses.





Departamento de Análisis.

**Nicolás López**

Director.

91.347.06.17

Email: [mganalisis@mgvalores.com](mailto:mganalisis@mgvalores.com)

Blog: [www.mgvalores.com](http://www.mgvalores.com)

Twitter: @nicolas\_lopezm