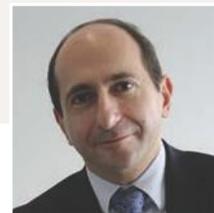


Actualización sobre el “Brexit”

24 de Junio de 2016



Philippe Ithurbide
Global Head of Research,
Strategy and Analysis - Amundi



Didier BOROWSKI
Head of Macroeconomics
Amundi

En el referéndum del 23 de Junio los ciudadanos británicos han votado por una importante mayoría (51.8%, con más de 1 millón de votos por contar) que el Reino Unido abandone la Unión Europea (UE). Este voto, que pone fin a 43 años de pertenencia a la UE, tendrá consecuencias económicas y políticas no sólo para el Reino Unido, sino también para la UE. Hay muchas incógnitas en esta etapa. Esta elección de los ciudadanos del Reino Unido abre un periodo de incertidumbre en el Reino Unido y Europa provocando volatilidad a corto plazo para los mercados financieros. La agenda política sigue estando cargada para el resto del año, con las elecciones generales en España este domingo 26 de junio, un referéndum constitucional en Italia en octubre y las elecciones presidenciales en EE.UU. en noviembre

1. **El artículo 50, la base jurídica de una retirada del Reino Unido.** De acuerdo con el compromiso adquirido durante la campaña del referéndum, David Cameron debería invocar sin demora el artículo 50 del Tratado de Lisboa¹, que establece las condiciones de salida. Sin embargo, no tiene obligación de hacerlo. Una vez que se inicia el procedimiento, el Reino Unido tendrá que renegociar los acuerdos comerciales con todos sus socios comerciales (incluyendo aquellos fuera de la UE) si quiere evitar caer de nuevo en las reglas minimalistas de la OMC. Para este propósito, el apartado 3 establece un período de dos años durante los cuales el Reino Unido sigue siendo miembro de pleno derecho de la UE. Este período puede ser prolongado, pero se requiere la unanimidad del Consejo Europeo para hacerlo.
2. **Es probable un cambio de gobierno en Reino Unido.** El primer ministro David Cameron ha apoyado activamente la permanencia del Reino Unido en la UE. Ha sido debilitado en su propio campo, que ha demostrado estar muy dividido sobre esta cuestión. A pesar de que en repetidas ocasiones ha dicho que, pase lo que pase, permanecería en su lugar como PM, la mayoría de los analistas políticos creen que no tiene más remedio que renunciar. La agenda política del (próximo) gobierno es completamente desconocida (¿cuándo comenzarán las negociaciones comerciales? ¿Con qué objetivo? ¿Qué política fiscal se llevará a cabo? etc.)
3. **En términos económicos, el impacto será asimétrico.** Brexit abre un periodo de incertidumbre que afectará a la demanda interna del Reino Unido y puede precipitar la recesión de la economía. Sin embargo, esta crisis de confianza no tiene ninguna razón para poner en peligro la recuperación económica actualmente en curso en la zona euro, ya que está impulsada principalmente por la demanda interna (las exportaciones de la UE al Reino Unido no son lo suficientemente altas como para marcar la diferencia). **El consenso estima el impacto en el crecimiento del Reino Unido en 1,4 pp en 2017 frente a 0,3 pp en el crecimiento de la zona euro.** Sin embargo, este impacto es muy incierto. La falta total de visibilidad puede provocar a corto plazo: (1) un aumento en la tasa de ahorro de los hogares (ahorro de precaución), (2) mayor cautela entre las empresas con respecto a su inversión y programas de contratación y (3) una desaceleración de las entradas de capital. También puede hacer acto de aparición la prima de riesgo en los activos financieros del Reino Unido y aumentar el impacto negativo en la actividad. A más largo plazo, la mayoría de los estudios apuntan a un impacto negativo duradero en el PIB y pronostican para el año 2020 una pérdida de actividad de entre el 3% y el 9% en el Reino Unido.
4. **En términos políticos, el shock sin embargo es simétrico. La decisión de abandonar la UE se aplica al Reino Unido en su conjunto.** Sin embargo Escocia, en gran medida a favor de permanecer en la UE, es muy probable que pida permiso a Londres para organizar un nuevo referéndum sobre su independencia con el fin de permanecer en la UE¹; una petición que Londres difícilmente podría rechazar. Este referéndum allanaría el camino a demandas similares en Irlanda del Norte y Gales, que, a pesar de la poca probabilidad de secesión, podría exacerbar las tensiones políticas nacionales. Por otra parte, el partido conservador que estuvo muy dividido sobre esta votación, ha salido más debilitado, lo que puede hacer más frágil el próximo gobierno. Por no mencionar que, abandonando la unión, el peso del Reino Unido en el escenario internacional disminuye. **La "Europa a la carta" puede desestabilizar la UE.** La salida del Reino Unido es un "game changer" que desplaza el centro de gravedad de la UE hacia la Europa continental. Francia y Alemania, en particular, tendrán que reforzar su cooperación. Aunque no está en el interés de ninguno de los países de la eurozona de retirarse de la moneda única, algunos países de la UE (fuera de la zona euro) pueden exigir ventajas similares a las concedidas al Reino Unido². La "Europa a la carta" - contrario a los principios fundadores de la UE - puede exacerbar las fuerzas centrífugas relacionadas con la crisis y afectar a la confianza de los inversores extranjeros. Para evitar este cambio, los gobiernos de la UE deben presentar un frente unido.

1. Téngase en cuenta que, en la práctica, Escocia tendría que volver a solicitar la adhesión a la UE pues los procedimientos establecidos en el artículo 50 se refieren a la del Reino Unido en su conjunto.

2. El acuerdo del 19/02 2016 legalizó el proceso de una Unión a varios niveles y reforzó el estatus especial (único?) del Reino Unido en la UE. En concreto, en virtud de este acuerdo, el Reino Unido negoció: (1) voz en las decisiones tomadas en el seno de la zona euro, (2) no tomar parte en los planes de rescate de la zona euro y (3) exención del proceso de integración política y una "unión cada vez más estrecha". Por otra parte, los parlamentos de la UE podrán ahora bloquear las decisiones del consejo (55% de mayoría requerida) en virtud del principio denominado "tarjeta roja". Por último, el Reino Unido negoció el derecho de limitar los derechos de los inmigrantes a nuevos beneficios de trabajo por un período de cuatro años desde su llegada al país. A fin de cuentas, estas concesiones de última hora otorgadas a David Cameron tenían como primer objetivo garantizar su apoyo y activar campaña para mantener el Reino Unido en la UE. Con el tiempo, existe el riesgo de que se hayan abierto las compuertas del edificio europeo.

5. El comienzo de un largo período de negociación de nuevos acuerdos comerciales.

El Reino Unido tiene varias opciones: unirse al Espacio Económico Europeo (EEE), basado en el modelo existente para ciertos países (Suiza, Noruega o Turquía); o de ajustarse a las normas de la OMC (la solución más costosa para el Reino Unido, ya que es la más lejana a la situación actual). Ninguna de estas soluciones será satisfactoria para ambas partes en esta etapa³. Por lo tanto, nos dirigimos hacia acuerdos "hechos a medida" con la UE, posiblemente complementados con acuerdos bilaterales. El tiempo de negociación de este tipo de acuerdos es muy largo: en promedio, entre cuatro y diez años en completarse. Así, es probable que el Reino Unido siga siendo parte de la UE durante más de dos años.

6. Servicios financieros: ¿un gran obstáculo en las negociaciones? Durante el período de negociaciones, los gobiernos tratarán de minimizar el impacto sobre la confianza mediante la garantía de que el comercio entre la UE y el Reino Unido no se va a ver afectado en gran medida. Las negociaciones sobre bienes no debería ser un motivo de preocupación, en la medida en que los intereses de ambas partes son en gran parte convergentes. Sin embargo, las negociaciones sobre los servicios financieros prometen ser largas y difíciles, ya que son estratégicos para el Reino Unido y la Unión Europea. El Reino Unido es el centro financiero más importantes de la UE: representa casi el 25% de los servicios financieros de la UE y el 40% de sus exportaciones de servicios financieros. Los servicios financieros representan el 8% del PIB del Reino Unido. Aunque no parece que ningún mercado financiero vaya a reemplazar a Londres, es probable que **la pérdida del "pasaporte europeo" para los bancos del Reino Unido conduzca a la reubicación de ciertos segmentos de negocio (a Irlanda o ciertos mercados de la UE)**. Por lo tanto, el superávit comercial de los servicios del Reino Unido (5% del PIB) podría caer en el futuro, complicando la financiación del déficit exterior, que se encuentra en un máximo histórico (-5% del PIB en promedio durante los últimos dos años).

7. La turbulencia financiera puede proporcionar oportunidades de inversión. Las turbulencias son inevitables en el corto plazo, no sólo en el Reino Unido, sino también en el resto de la UE. En el muy corto plazo, estamos posiblemente ante un debilitamiento de la libra y una caída de las bolsas. Por contagio, los rendimientos de los bonos soberanos de los países periféricos de la eurozona debería aumentar y la liquidez debería empeorar significativamente en el mercado de crédito, tanto en el Reino Unido como en la zona euro. En este caso, los rendimientos de los bonos de gobierno más seguros (Alemania, Estados Unidos) están cayendo mientras que el oro está subiendo ("flight to quality"). El euro se ha debilitado dadas las dudas sobre la cohesión de la Unión Europea.

8. Los bancos centrales son capaces de intervenir, si es necesario, de forma concertada, para garantizar el acceso a la liquidez y mantener la estabilidad financiera. Tras el aumento la subida del yen y la caída de la Bolsa japonesa (un 7,9%), las autoridades japonesas han indicado que están dispuestas a intervenir. El BCE y el Banco de Inglaterra ya han hecho saber que van a garantizar el acceso a la liquidez en ambas divisas. En caso de turbulencias muy significativas, son probables las intervenciones coordinadas con otros bancos centrales (en concreto la Fed). El BCE podría acelerar temporalmente su programa de compra de valores. Para el Banco de Inglaterra, todas las opciones estarían sobre la mesa si la estabilidad financiera se viera amenazada. Los gobiernos, por su parte, pueden tranquilizar a los inversores al mostrar su cohesión o mediante la garantía de que van a ofrecer al Reino Unido el tiempo que necesite para negociar nuevos acuerdos comerciales. En este contexto, creemos que cualquier turbulencia puede ofrecer interesantes oportunidades de inversión tácticas a través de todas las clases de activos (crédito, acciones, deuda soberana periférica, divisas), sobre todo si los mercados reaccionan en exceso colocando los precios de los activos a niveles que no tienen conexión con sus fundamentales.

Conclusión

La salida del Reino Unido de la UE es un importante “trueno” y crea desafíos tanto para el Reino Unido (evitar una recesión importante, negociar nuevos acuerdos comerciales sin exacerbar los factores de incertidumbre), **como para los países de la UE** (fuerzas centrífugas que podrían conducir a una mayor desintegración de la UE). **Sin embargo, una gran parte de este capítulo aún está por escribir.** Ni los gobiernos ni los bancos centrales están indefensos durante la fase de transición. Dentro de la UE, la respuesta política vendrá a través de una estrecha colaboración para alinear las posiciones de los gobiernos y obtener una "salida ordenada" del Reino Unido de la UE. Hasta ahora, los países de la UE siempre han logrado beneficiarse de los períodos de estrés para consolidar sus instituciones. Sin lugar a dudas, el dúo franco-alemán jugará un papel clave, en especial para reforzar la dimensión federal de la Unión Europea. Pero el reto es considerable para Europa y el camino por delante será largo y lleno de dificultades.

3. Es cierto que está en los intereses europeos no empujar al Reino Unido hacia una crisis, y por lo tanto hacer ciertas concesiones para limitar los costes del Brexit. Sin embargo, en este caso, también es en interés de Europa negociar una salida que no sea completamente indolora para el Reino Unido, con el fin de disuadir a otros países de la UE de seguir en su camino.

i Artículo 1: "Todo Estado miembro podrá decidir retirarse de la Unión de conformidad con sus propias normas constitucionales"

Artículo 2: "Un Estado miembro que decida retirarse notificará al Consejo Europeo su intención. A la luz de las directrices establecidas por el Consejo Europeo, la Unión negociará y celebrará un acuerdo con dicho Estado, estableciendo las disposiciones para su retirada, teniendo en cuenta el marco de sus relaciones futuras con la Unión "

Artículo 3: "La Constitución dejará de aplicarse al Estado de que se trate a partir de la fecha de entrada en vigor del acuerdo de retirada o, en su defecto, dos años después de la notificación mencionada en el párrafo 2, a menos que el Consejo Europeo, de acuerdo con el Estado miembro de que se trate, decida prorrogar dicho plazo. "

Posicionamiento Global



Pascal Blanqué
CIO,
Global Head of Institutional Division
Amundi



Vincent Mortier
Deputy CIO
Global Head of Multi-Asset
Amundi



Eric Brard
Global Head of Fixed Income
Amundi

Carteras de Renta Fija

Con el referéndum en Reino Unido acercándose, tomamos la decisión de no tomar una apuesta clara en un resultado que era altamente incierto. Esto habría dado lugar a un riesgo de una notable menor rentabilidad en el caso de que perdiéramos nuestra apuesta. Sin embargo, hemos creído que una victoria de la campaña del Brexit implicaba un riesgo significativo para los mercados de renta fija en los distintos niveles. Un riesgo para el mercado del Reino Unido y para el valor de la libra, pero también un importante riesgo de volatilidad para los activos de la zona euro debido a la incertidumbre política adicional que esta salida causaría en la zona.

Con esto en mente, redujimos ligeramente ciertas posiciones que habían contribuido a la evolución de los últimos meses, en particular, las posiciones largas en emisores soberanos de países periféricos de la eurozona. En términos de activos del Reino Unido (para las carteras globales), hemos reducido nuestra exposición a los bancos del Reino Unido.

Estas decisiones no están dirigidas a erradicar la volatilidad relativa a Brexit, sino a proporcionar la capacidad de reinvertir en las condiciones más favorables, a tipos más altos y con mayores diferenciales soberanos y / o crédito. Esto es por lo tanto en lo que vamos a trabajar en los próximos días y semanas.



Romain Boscher
Global Head of Equities
Amundi

Carteras de Renta Variable

En primer lugar, después de un comienzo positivo en 2015, las acciones europeas han tenido un pobre comportamiento en el último año. En igualdad de condiciones, estábamos más inclinados a aumentar nuestra exposición a Europa en lugar de reducirla durante las caídas de febrero y abril. Entonces, mientras los inversores estaban convencidos de que Brexit era posible, o al menos de que la probabilidad de Brexit era suficientemente alta, se movieron para protegerse contra sus riesgos asociados. Un porcentaje de estos riesgos fue por lo tanto descontado; en particular en el mercado de divisas, con una fuerte caída de la libra desde el comienzo del año. Vender acciones del Reino Unido, por tanto, no era la mejor estrategia de protección. Debido a su importante exposición internacional y su gran peso en commodities y finanzas, el mercado del Reino Unido está mucho más correlacionado con el ciclo global y con las exportaciones y, como resultado, se beneficia de esta debilidad de la libra.

¿Qué significa eso en términos de ratings? Creemos que los riesgos relacionados con el Brexit son, en su conjunto, sistémicos más que específicos, tal como se destaca por la presión a la baja sobre la divisa. Al mismo tiempo, no hay que subestimar las consecuencias para Europa de volver a abrir la caja de Pandora que rodea la estabilidad europea. Las víctimas colaterales pueden, una vez más, ser los países periféricos, no sólo los basados en el Reino Unido como Escocia, sino también los mercados de los países periféricos como Italia y España. Debe prestarse una mayor atención a estas zonas y, en general, al sector financiero. En este contexto, seguimos esperando una intensificación de la volatilidad, que de hecho es uno de los pocos activos capaces de jugar un papel de refugio.

En conclusión, a pesar de que nuestros vecinos del Reino Unido procurarán mantener su legendaria compostura, la hora del té tras el Brexit puede resultar algo sin resolver de forma permanente con la extensión de las negociaciones a lo largo de varios años.



Raphaël Sobotka
Global Head of Multi-Asset
Portfolios, Institutional Clients
Amundi

Carteras Multi-Activo

A modo de recordatorio, antes del referéndum, hemos reducido significativamente nuestras posiciones, tanto en el Reino Unido (acciones y bonos) y activos europeos (renta variable y deuda periférica, por ejemplo) y nos limitamos a una posición neutral en la libra. Teniendo en cuenta el resultado de la consulta popular, vamos a mantener una posición defensiva.

Pero desde un punto de vista estratégico, seguimos favoreciendo los activos de riesgo a medio / largo plazo y, en particular, la renta variable de la zona euro que se benefician de la mejora de los fundamentales económicos:

- Apoyo del BCE, que ha intensificado su programa de compra de activos ,.
- Entorno de tipos bajos,
- Repunte en el crédito bancario que ha apoyado las inversiones de empresas y el consumo de los hogares

Todo esto en un contexto de crecimiento internacional de alrededor del 3% anual.

Sin embargo, en el corto plazo, el potencial de rendimiento parece muy limitado en nuestra opinión, teniendo en cuenta el resultado del referéndum en favor de la salida del Reino Unido de la UE.

El proceso de salida será largo y costoso y puede presentar un riesgo para todos los activos denominados en euros.

Como resultado de ello, seguimos protegiendo las carteras con una menor exposición a la renta variable de la zona euro y a los bonos de los países periféricos.

Además de esta reducción de la exposición hemos llevado a cabo las operaciones en favor de:

- a) los mercados emergentes, que presentan en nuestra opinión un importante potencial al alza a medio plazo, teniendo en cuenta su valoración, rendimiento y el reciente repunte de los precios de las materias primas (en particular el petróleo);
- b) la compra “refugio seguro” de bonos del gobierno de Estados Unidos,
- c) mercado monetario

Al mismo tiempo, hemos intensificado la cobertura de la cartera mediante el aumento de nuestras posiciones en las estrategias de volatilidad.

Ahora nos centraremos en las medidas aplicadas por diversos bancos centrales y los gobiernos que podrían jugar un papel importante en la estabilización de los mercados financieros.

In the European Union, this document is only for the attention of "Professional" investor as defined in Directive 2004/39/EC dated 21 April on markets in financial instruments ("MiFID"), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a "Qualified Investor" within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA's Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. In no event may this material be distributed in the European Union to non "Professional" investors as defined in the MiFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of "qualified investors" as defined in the applicable legislation and regulation. This document neither constitutes an offer to buy nor a solicitation to sell a product, and shall not be considered as an unlawful solicitation or an investment advice. Amundi Asset Management accepts no liability whatsoever, whether direct or indirect, that may arise from the use of information contained in this material. Amundi Asset Management can in no way be held responsible for any decision or investment made on the basis of information contained in this material. The information contained in this document is disclosed to you on a confidential basis and shall not be copied, reproduced, modified, translated or distributed without the prior written approval of Amundi Asset Management, to any third person or entity in any country or jurisdiction which would subject Amundi Asset Management or any of "the Funds", to any registration requirements within these jurisdictions or where it might be considered as unlawful. Accordingly, this material is for distribution solely in jurisdictions where permitted and to persons who may receive it without breaching applicable legal or regulatory requirements. The information contained in this document is deemed accurate as at the date of publication set out on the last page of this document. Data, opinions and estimates may be changed without notice. You have the right to receive information about the personal information we hold on you. You can obtain a copy of the information we hold on you by sending an email to info@amundi.com. If you are concerned that any of the information we hold on you is incorrect, please contact us at info@amundi.com. Credit photo Alexandre Guirking. June 2016.

Document issued by Amundi Asset Management, a société anonyme with a share capital of 596 262 615 € - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

En la Unión Europea, este documento es sólo para la atención del inversor "Profesional" tal y como se define en la Directiva 2004/39/CE de fecha 21 de abril de 2004 sobre mercados de instrumentos financieros ("MiFID") o en cualquier otra legislación local aplicable, en su caso, por lo que respecta a la oferta en Suiza, un "Inversor Cualificado" en el sentido de lo dispuesto en la Ordenanza de 23 de junio de 2006 sobre esquemas de inversión colectiva suizos (CISA), la Ordenanza de 22 de noviembre de 2006 sobre esquemas de inversión colectiva suizos (CISO) y la Circular 08/8 del FINMA sobre publicidad bajo la legislación de IIC de 20 de noviembre de 2008. En ningún caso este material podrá distribuirse en la Unión Europea a inversores no "Profesionales", tal y como se definen en la MiFID o en cualquier otra legislación local aplicable, en su caso, o en Suiza a inversores no incluidos en la categoría de "inversores cualificados", tal y como se definen en la legislación aplicable correspondiente.

Este documento no constituye una oferta de compra ni una solicitud para vender un producto y no se considerará como una solicitud ilegal o un asesoramiento de inversión. Amundi Asset Management no asume responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, que puede derivarse del uso de información contenida en este material. Amundi Asset Management no podrá considerarse de ninguna forma responsable de ninguna decisión tomada responsable por cualquier decisión tomada o inversión realizada en base a la información contenida en este material. La información contenida en este documento se facilita de forma confidencial y se prohíbe su copia, reproducción, modificación, traducción o distribución sin el consentimiento previo y por escrito de Amundi, a terceras partes o a entidades en ningún país o jurisdicción en los cuales estuvieran sujetos Amundi o cualesquiera de "los Fondos" a requisitos de registro en dichas jurisdicciones o cuando pudiera considerarse ilegal. En consecuencia, este material solo será objeto de distribución en aquellas jurisdicciones dónde estuviera permitido y a personas que pudieran recibirlo sin incumplir ningún requisito legal o reglamentario.

La información contenida en este documento se considera precisa a la fecha de publicación especificada en la última página de este documento. Datos, opiniones y estimaciones pueden cambiarse sin previo aviso. Este mensaje puede contener información confidencial o legalmente protegida dirigida únicamente a su destinatario. Si lo recibe por error, le rogamos que lo elimine y se lo comuniqué al remitente. Cualquier uso, divulgación o distribución del mismo está prohibida. Amundi Iberia, SGIIC, S.A. no se hace responsable de las opiniones o información contenida en el mismo puesto que Internet no garantiza la integridad del mensaje pudiendo haber sido modificado.

En cumplimiento de la Ley 34/2002, de 11 de Julio de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico y la L.O.15/1999 de Protección de Datos de Carácter Personal, le informamos que su dirección de correo electrónico y los datos personales facilitados por usted se han incorporado al fichero del que es Responsable AMUNDI IBERIA SGIIC, SA La finalidad del fichero es poder mantener futuras comunicaciones por la relación profesional iniciada. Podrá ejercitar sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición en la sede del Responsable del Fichero: Pº de la Castellana 1, 28046 Madrid. Fotografía Alexandre Guirking. Junio 2016.

Documento emitido por Amundi Asset Management, una sociedad anónima con un capital social de 596 262 615 € - gestora de carteras regulada por la AMF bajo el número GP04000036. Domicilio social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – Francia – 437 574 452 www.amundi.com RCS Paris