



NOTA PARA EL ANALISIS

Posicionamiento en las carteras ante el referéndum británico y elecciones generales en España.

En los próximos días se sucederán 2 acontecimientos que pueden marcar en gran medida, sobretodo en el lado negativo, la evolución de los mercados en los próximos meses.

En primer lugar, este jueves se celebra el referéndum en el Reino Unido para decidir sobre su permanencia o no en la Unión Europea. En las últimas semanas las probabilidades de un triunfo del Brexit se han reducido de forma considerable, sobre todo a raíz del asesinato de Joe Cox, parlamentaria laborista firme defensora de la permanencia del Reino Unido en la UE, a manos de un extremista partidario del Brexit.

En el gráfico adjunto se muestra la probabilidad implícita de una salida de la UE que se puede obtener a través de las cuotas que se pagan en las casas de apuestas en el Reino Unido (este sistema se ha visto con más capacidad de predicción que las encuestas). Se puede observar que, tras el asesinato de Joe Cox, las probabilidades de un triunfo del Brexit bajan desde algo más del 38% hasta un 25,50% que se puede inferir en la actualidad.



Es decir, el riesgo de salida del Reino Unido de la UE parece bastante lejano de acuerdo a los datos proporcionados por las casas de apuestas (no así por las encuestas en las que la situación sigue estando mucho más ajustada). Esto ha provocado una importante recuperación de los mercados en las últimas sesiones con subidas desde mínimos cercanas al 5%.

Las consecuencias en los mercados de una salida del Reino Unido de la UE serían, al menos en el corto plazo muy negativas, con una volatilidad extrema tanto en divisas como en renta variable.

Aparte del riesgo económico que dicha salida pudiera suponer que aunque parece claro que sería muy negativa en términos de crecimiento, parece de difícil medición de antemano, los efectos que más preocupan son los de un posible contagio a otros países, que provoque una nueva oleada de euroescepticismo en unos momentos en los que el populismo, en muchos caso anti UE, está subiendo como la espuma en Europa.

En el caso de un triunfo de los partidarios de la permanencia, las bolsas tendrían un buen comportamiento (parcialmente descontado), así como la libra, que corregiría al alza las importantes caídas que lleva en 2016. Por el contrario, los bonos con un perfil más conservador (deuda soberana alemana, francesa, etc...) sufrirían pérdidas ya que en las últimas semanas han actuado como valor refugio. En cualquier caso, los

movimientos en el caso de la permanencia del Reino Unido en la UE pensamos que serán de mucha menos magnitud que los ocasionados por una posible salida.

Por otro lado, este fin de semana tenemos elecciones generales de nuevo en España. El resultado de las mismas, a tenor de todas las encuestas (aquí no tenemos la alternativa de las casa de apuestas...) parece indicar un nuevo triunfo del PP con un porcentaje ligeramente superior a las anteriores y un fuerte avance de la coalición Podemos-IU superando al PSOE como 2ª fuerza política. En cualquier caso, aunque con una baile en el 2º y 3er puesto, la correlación de fuerzas sigue muy similar a la de las anteriores elecciones sin que parezca posible que una coalición PP-Ciudadanos o PSOE- Ciudadanos (las alternativas preferidas por los mercados) pudieran alcanzar la mayoría. Por lo que seguirían siendo necesario una acuerdo entre los actuales 2 principales partidos bien de forma activa, bien de forma pasiva (abstención) o una coalición PodemosUI-PSOE y partidos nacionalistas, alternativa esta última a la que más temen los mercados.

Cualquier gobierno formado por la combinación de PP-PSOE-Ciudadanos sería muy bien recibido y la bolsa española podría tener un comportamiento muy bueno, principalmente aquellos sectores que se han visto más penalizados hasta ahora como son el bancario, inmobiliario (socimi's) y sector eléctrico.

Por el contrario, un gobierno del que formara parte Podemos-IU sería muy mal visto por los mercados y las caídas de la bolsa española serían muy importantes y la subida de la prima de riesgo sería inevitable en el corto plazo (las compras del BCE, pensamos que acabarían mitigando las mismas en gran medida).

Por tanto vemos unos riesgos muy asimétricos, una conjunción de triunfo del Brexit y fuerte avance de la extrema izquierda en España podría desembocar en fortísimas caídas en Europa en general y en España en particular. Mientras que la permanencia del Reino Unido en la UE y un gobierno moderado en España siendo bueno para los mercados, no implicaría, a nuestro entender, unas subidas tan grandes ni tan inmediatas como las posibles caídas en el escenario negativo.

Aún asignando muchas más probabilidades al escenario positivo que al

negativo consideramos que no vale la pena asumir el fuerte riesgo de cola que supondría el escenario negativo ante lo que hemos adoptados las siguientes medidas en las sicav´s asesoradas:

- Cobertura total de la parte de renta variable a través de futuros del Eurostoxx-50.
- Cierre de algunas posiciones en bonos High Yield que podrían ver reducida de forma considerable su liquidez ante un escenario negativo.
- Cierre de la cobertura que se tenía en el dólar en las últimas semanas ya que ante un escenario negativo consideramos que el dólar puede actuar como divisa refugio y podría mitigar parcialmente las posibles pérdidas de la cartera.
- Exposición a libra, en este caso hemos dejado abierta la exposición de las SICAV´s a la libra (alrededor del 10%), siendo la única posición de riesgo que hemos dejado abierta.
- Posiciones de liquidez entre el 10-15%.

En las carteras asesoradas, por su parte, hemos reducido la exposición a renta variable alrededor de a la mitad del mandato establecido en cada una, otorgando más peso a USA del que veníamos dando en los últimos meses ya que es un mercado que se verá menos afectado en el caso negativo y la subida del dólar como activo refugio también debería reducir parcialmente las pérdidas. También se ha reducido la exposición a activos High Yield por los motivos antes expuestos