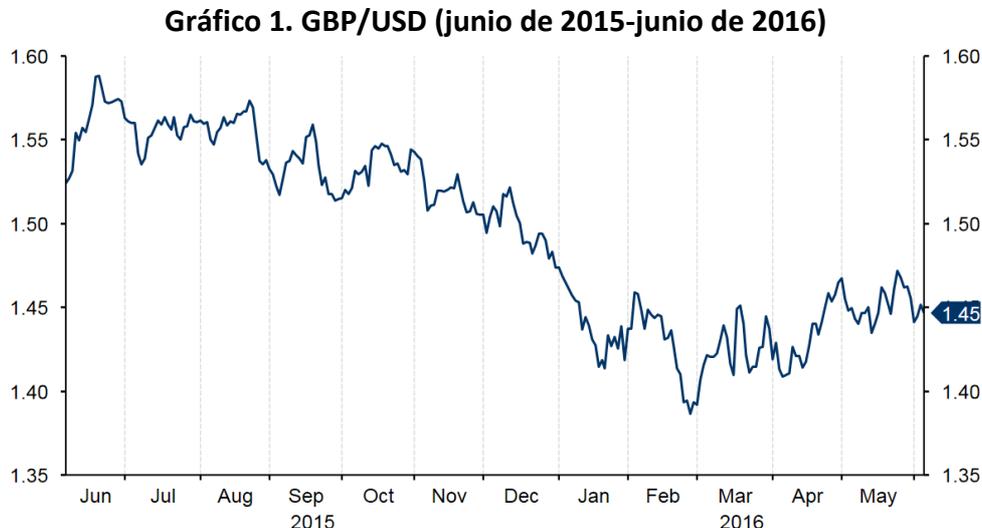


Volatilidad de la libra esterlina ante el inminente y crucial referéndum sobre la permanencia en la UE

En estos días previos al referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, la volatilidad de la libra esterlina sigue siendo muy elevada, ya que cada nueva encuesta provoca fuertes oscilaciones en los mercados.

Con el cambio de año, la libra esterlina se hundió un 8% en términos ponderados hasta alcanzar su posición más débil frente al dólar estadounidense de los últimos siete años, en un momento en que las encuestas preveían que el resultado del referéndum podría estar demasiado igualado como para vaticinar un pronóstico.

No obstante, la disminución del respaldo al *Brexit* en las últimas encuestas de mayo alivió parcialmente la incertidumbre, suponiendo un impulso significativo para la divisa del Reino Unido. El mes pasado, la libra esterlina alcanzó su posición más fuerte frente al euro desde febrero y ya ha recuperado alrededor de la mitad de sus pérdidas respecto al dólar estadounidense desde comienzos de diciembre (gráfico 1).



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 07/06/2016

La creciente inclinación hacia el voto por la permanencia en mayo fue resultado de una serie de advertencias lanzadas por diversas organizaciones internacionales. Sin ir más lejos, la OCDE, la Confederación de la Industria Británica (CBI) y el Instituto Nacional Británico para la Investigación Económica y Social (NIESR) han reducido sus previsiones de crecimiento para el Reino Unido; mientras que el FMI ha manifestado que el *Brexit*

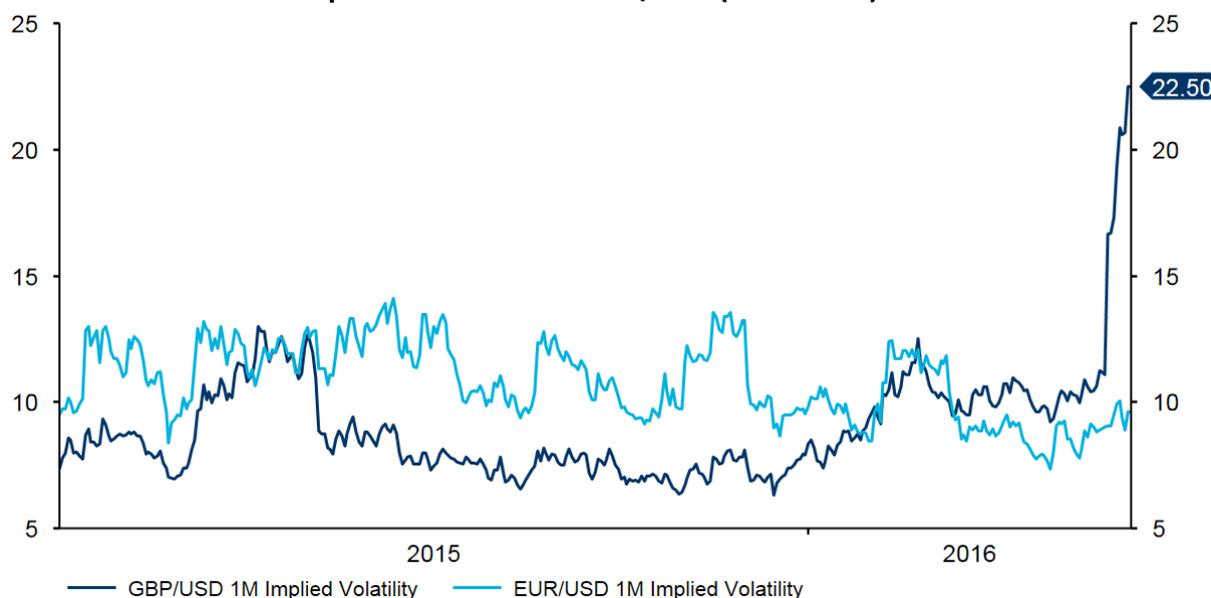
representa un "importante riesgo" y que podría suponer un futuro descenso del PIB de entre el 1% y el 9% en Gran Bretaña.

El mes pasado, el Banco de Inglaterra también intensificó sus advertencias sobre las consecuencias del *Brexit* al sugerir que un desenlace favorable a la salida de la UE podría derivar en una depreciación pronunciada de la libra esterlina, un aumento del desempleo y una posible recesión de la economía del Reino Unido.

La probabilidad implícita de que se materialice el *Brexit* según las casas de apuestas –un baremo fiable para los economistas a la hora de valorar la posible salida de la UE– descendió en mayo hasta el 20%, aunque se ha visto incrementada recientemente hasta rozar el 40%. No obstante, creemos que Number Cruncher proporciona el mejor indicador, calificación que contempla los sesgos de cada una de las encuestas, y que actualmente calcula la probabilidad de un *Brexit* ligeramente por encima del 39%.

Sin embargo, la incertidumbre sobre el resultado del referéndum sigue siendo el principal factor de riesgo para las empresas en el Reino Unido. La volatilidad implícita de la libra esterlina a un mes se ha disparado y muestra ahora su nivel más alto desde 2009, muy por encima de la del EUR/USD (gráfico 2). La volatilidad implícita mide el coste de adquisición de cobertura de seguros frente a las oscilaciones de una divisa.

Gráfico 2. Volatilidad implícita a un mes de GBP/USD (2015-2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 07/06/2016

La misma medida para EUR/GBP también ha alcanzado su nivel más alto en siete años, y es probable que la volatilidad de ambos pares se mantenga muy elevada hasta después del referéndum.

En un intento por protegerse ante los efectos negativos provocados por las oscilaciones de la libra tras el *Brexit*, las empresas del Reino Unido han seguido cubriendo su exposición a la libra esterlina en el periodo previo al referéndum del 23 de junio. Una encuesta reciente de East & Partners ha revelado que el 80% de las principales empresas de Gran Bretaña ha tomado medidas de protección ante el riesgo de una posible salida de la UE.

La falta de precedentes históricos dificulta la evaluación del impacto a corto plazo de un posible *Brexit* sobre la libra esterlina. No obstante, el consenso de estrategias de mercado sitúa dicho impacto en una inmediata depreciación de en torno al 10%, lo cual parece razonable, a pesar de que confiamos en un resultado favorable a la permanencia.

Con independencia de los resultados tan igualados que arrojan las encuestas, mantenemos la opinión de que, en el referéndum de este mes, Gran Bretaña votará a favor de la permanencia en la UE. Al igual que ocurrió en el referéndum de independencia escocés, los precedentes demuestran que en el periodo previo a este tipo de decisiones electorales suele tener a una importante fracción del voto indeciso. En esta línea, las encuestas actuales estarían subestimando la fuerza del voto favorable a la permanencia. En este escenario, y según las probabilidades que los mercados adjudican a una salida, esperamos un repunte aproximado de la libra de un 3% o 4% frente al dólar estadounidense en el caso de permanencia.

La reacción del tipo de cambio EUR/USD al resultado del referéndum es aún más difícil de predecir, ya que ha tendido a moverse en un 20% de la fluctuación del tipo GBP/USD, en reacción a las encuestas más recientes. Si extrapolamos estos movimientos, cabría esperar que el tipo EUR/USD baje un 2% en el supuesto de un resultado favorable al *Brexit* y aproximadamente entre un 0,5% y un 1% si, como esperamos, gana el voto por la permanencia.

En nuestra opinión, el voto por la permanencia también debería permitir al Banco de Inglaterra subir los tipos de interés en el cuarto trimestre por primera vez desde la crisis financiera. Esto permitiría que la libra mantuviera el ritmo de revalorización del dólar estadounidense y cerrara el año mucho más fuerte frente al euro.

Por el contrario, la sorpresa de un voto favorable a la salida también aumentaría la presión para que el Banco de Inglaterra anunciara un recorte inmediato de los tipos de interés, posponiendo una posible subida de los mismos a un futuro lejano.

20/06/2016