

Análisis Macroeconómico

EEUU después del Brexit: mezclado, no agitado

Nathaniel Karp / Amanda Augustine / Kan Chen / Kim Chase / Marcial Nava

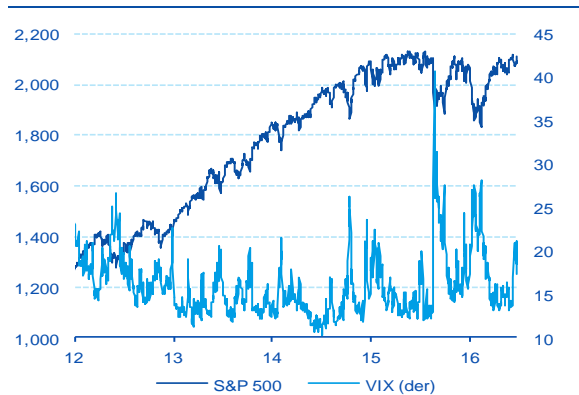
- **El Brexit supone un riesgo adicional a la baja en un entorno donde ya existe una elevada incertidumbre**
- **Es probable que las tensiones financieras retrocedan cuando los bancos centrales reaccionen inyectando liquidez**
- **Los efectos negativos sobre la actividad económica de EEUU serán modestos**
- **Las perspectivas para la normalización de la política monetaria se inclinan aún más a la baja**

Una competición sumamente reñida dejó a todo el mundo boquiabierto cuando el Reino Unido votó el jueves por salir de la Unión Europea. Ahora, con el Brexit convertido en algo no hipotético sino real, nos enfrentamos al reto de valorar su posible impacto en la economía de EEUU.

Mercados financieros

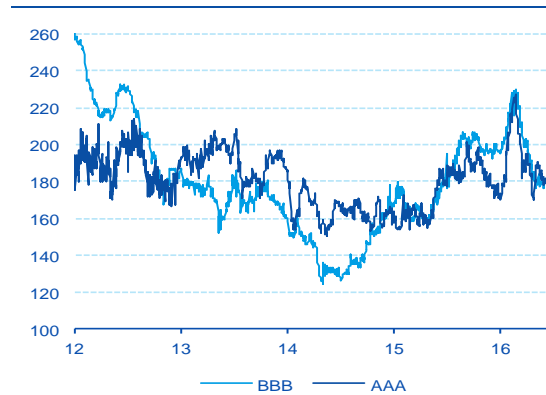
Las Bolsas de EEUU cayeron con fuerza mientras los inversores iban en busca de refugios como el oro, los bonos del Tesoro y otras divisas más fuertes. El S&P 500 cayó 3.6%, el Dow Jones 3.4% y el Nasdaq 4.1%. Por sector, las financieras fueron las que más se contrajeron (-4.7%), seguidas de los materiales (-4.6%), la tecnología de la información (-4.3%) y la industria (-4.2%). A pesar de estos ajustes, el nivel de "pánico" parece ser menor que en ocasiones anteriores, al menos según el VIX, que subió 49.3% con respecto a los niveles de ayer pero que todavía está por debajo de los máximos alcanzados en febrero. Por otro lado, el rendimiento de los valores del Tesoro de EEUU bajó a 1.40%, cerca de los mínimos históricos en las primeras operaciones comerciales. Pero volvió a subir a 1.56% por la tarde.

Gráfica 1
Índice S&P500 y VIX



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 2
Diferenciales corporativos, puntos básicos



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

El ajuste de los mercados financieros estadounidenses parece haberse producido de manera ordenada, lo que indica que los inversores podrían haber empezado a asimilar los efectos del Brexit antes del referéndum. No obstante, no se puede descartar que aumente la volatilidad, dado que hay varios análisis de las consecuencias del Brexit y que el proceso político en torno a la salida es muy incierto, no solo con respecto a Gran Bretaña, sino también con respecto

a lo que podría suceder en otros países y en el propio proceso de integración de la UE. Aun así, la probabilidad de que se produzcan nuevas "ventas masivas por el pánico" del Brexit podrían disminuir si los gobiernos y los bancos centrales fomentan la confianza y se da más información sobre cómo van a manejar la transición el Reino Unido y la UE. A medida que se suavice el efecto del choque del Brexit, la atención de los mercados volverá a girar en torno a las medidas pendientes de la Fed, la calidad de los datos económicos de EEUU, las condiciones económicas globales y el proceso electoral de EEUU.

Cuadro1

Impacto del Brexit en los mercados financieros

Variación %	Brexit	Caída mercado de valores chino	Colapso Lehman Brothers	Mini caída 1997	Caída mercado de valores 1987
Acciones (Dow Jones)	-3.4%	-3.6%	-4.4%	-7.2%	-22.6%
VIX	49.3%	45.3%	23.5%	0.8%	N/A
Rend. Futuros de Fondos Fed (Dic'16)	-28.3%	-11.2%	N/A	N/A	N/A
NT 10 años	-10.6%	-1.1%	0.1%	-0.3%	-2.6%
Diferenciales Corporativos (AAA)	0.0%	1.4%	2.3%	0.7%	3.7%
Diferenciales Corporativos (BBB)	11.1%	-1.0%	5.9%	N/A	N/A
Índice USD	2.0%	0.6%	-1.9%	0.1%	1.4%
Oro	4.7%	-0.5%	9.0%	-1.8%	-0.4%
Precio del Brent	-4.9%	8.2%	2.3%	2.1%	N/A
Mat. Primas (índice GS)	-3.1%	-1.7%	-0.6%	-0.4%	N/A

Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Comercio

Aunque el Reino Unido ha sido siempre un socio importante para EEUU, el impacto del Brexit sobre los flujos de comercio exterior del país será modesto. En 2015, el Reino Unido fue el 5º mayor importador de bienes de EEUU, por detrás de Canadá, México, China y Japón, lo que representó 5.5% del total de las exportaciones de bienes y servicios de EEUU. Además, las importaciones de bienes y servicios de EEUU procedentes del Reino Unido representaron alrededor de 4% del total.

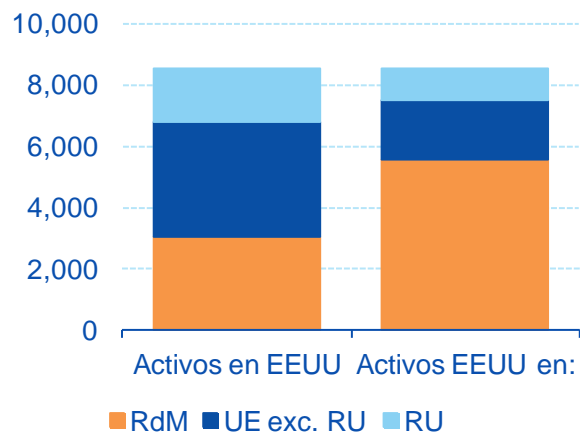
Aunque en teoría la depreciación de la libra esterlina provocada por el referéndum del Brexit debería impulsar las exportaciones del Reino Unido y contener sus importaciones, el resultado real puede ser complicado. El efecto de la depreciación del yen durante los años de las políticas "Abenómicas" podrían dar algunas ideas sobre las consecuencias del debilitamiento de la libra esterlina. En 2013, el yen se depreció 12% y pasó de cotizarse de abajo de 90 frente al dólar estadounidense a situarse por encima de 100. A pesar del espectacular cambio que se produjo en el valor de la divisa de 2012 a 2013, el valor de las exportaciones de EEUU a Japón solo bajó de 70 mil millones de dólares (mmd) a 65 mmd, mientras que las importaciones bajaron de 146 mmd a 139 mmd. En otras palabras, los flujos comerciales entre EEUU y Japón se mantuvieron notablemente estables a pesar de la importante depreciación del yen. Dada la gran complejidad de la estructura de entradas y salidas de la economía global, prevemos que el comercio entre EEUU y el Reino Unido se mantendrá estable bajo unos tipos de cambio volátiles.

En términos de flujos de capitales, el impacto del Brexit podría ser más significativo dada la relativa importancia del Reino Unido en las finanzas globales. No obstante, es posible que los efectos no sean muy grandes si la transición se produce de manera ordenada y se mantiene la mayoría de las ventajas financieras. Los datos de 2015 revelan que los activos de los bancos del Reino Unido sobre EEUU representan el 21% del total, mientras que los activos de los bancos de EEUU sobre el Reino Unido ascendían al 12% de los activos de EEUU en el extranjero. Además, es probable que la inversión directa extranjera (IED) entre EEUU y el Reino Unido se desacelere, al menos a corto plazo, aunque la proporción de flujos de IED del Reino Unido a EEUU no es más que el 5% del total. Es un nivel bastante más bajo que el de la IED de EEUU al Reino Unido, que representa casi el 10% del total de los flujos de salida de IED de EEUU.

Gráfica 3

Activos internacionales consolidados de los bancos del BIS

Activos extranjeros + otras posibles exposiciones, miles de millones de USD

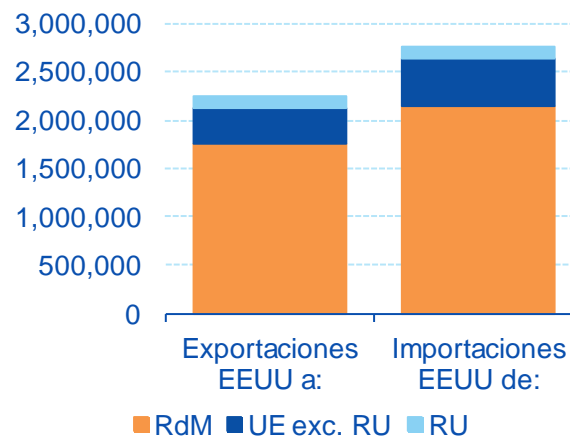


Fuente: BBVA Research y BIS

Gráfica 4

Comercio exterior de EEUU en bienes y servicios

Miles de millones de USD, 2015



Fuente: BBVA Research y BEA

Crecimiento e inflación

El Brexit aumenta las presiones a la baja existentes que ya se habían tenido en cuenta en nuestro escenario central sobre la economía de EEUU. Aunque es posible que no tengan un impacto directo importante en el crecimiento, la influencia indirecta de una mayor incertidumbre económica inclina nuestras previsiones a la baja, especialmente en lo que concierne a las ya lentas aportaciones de la inversión y las exportaciones netas. La mayor volatilidad de los mercados financieros limita el aumento de la confianza económica, y la apreciación prevista del dólar estadounidense reducirá la demanda de exportaciones de productos de EEUU (como sucedió en 2015 y en el 1T16). Aunque el dólar se ha depreciado durante el 2T16, prevemos que la tendencia cambiará de nuevo a partir del 3T16, dirigiéndose otra vez hacia los niveles elevados alcanzados al inicio de este año. A su vez, esto anula nuestras expectativas anteriores de que se produjera una mejora en las exportaciones de EEUU. Además, dado que la demanda interna se mantiene relativamente en buen estado, el crecimiento de las importaciones será probablemente positivo, lo que aumentará la balanza comercial aún más. Por otro lado, las probabilidades de que los responsables políticos tomen medidas fiscales para contrarrestar las presiones bajistas cíclicas y los posibles daños derivados del Brexit parecen bajas en el futuro previsible, de forma que no cabe esperar un gran aumento en el gasto del gobierno. Aun así, la magnitud del impacto general dependerá de los efectos negativos en el crecimiento del PIB de la UE, así como de los daños colaterales procedentes de los movimientos del tipo de cambio de la moneda de China y del crecimiento de su PIB.

En lo que se refiere a la inflación, la mayor fortaleza del dólar estadounidense limitará la modesta tendencia alcista que se había producido en lo que va de 2016. Como resultado, se tardará probablemente más de lo que se esperaba para llegar al objetivo de inflación de 2% de la Fed. No obstante, los principales impulsores de la inflación subyacente (es decir, el alojamiento y la atención sanitaria) no se verán muy afectados por el Brexit y la consiguiente apreciación del dólar estadounidense, de forma que se prevé que la inflación de los servicios fundamentales se mantenga en unos niveles expansivos saludables, en torno al 3%. El problema procede de las materias primas, lo que en última instancia afectará a la confianza de la Fed en cuanto a la trayectoria futura de la inflación.

Política monetaria

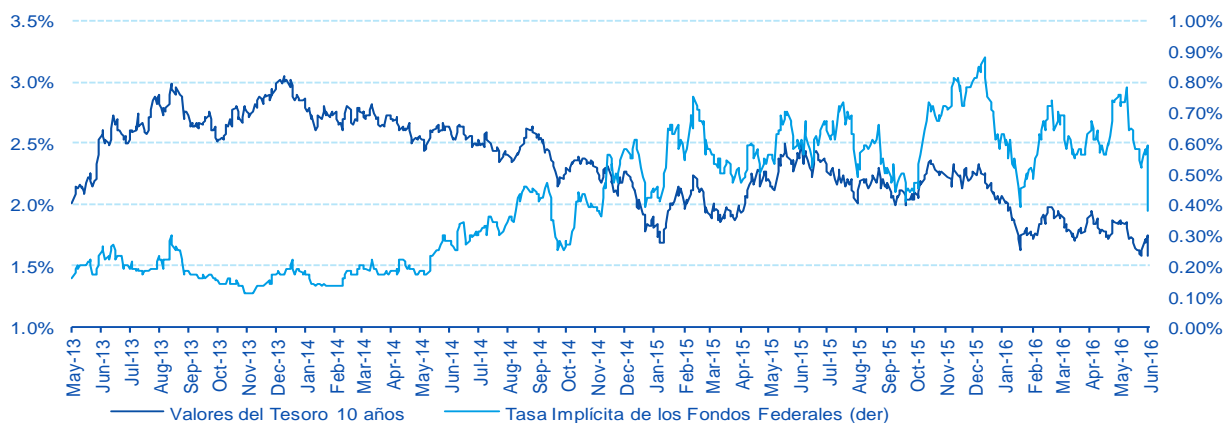
Como sucede en todos los bancos centrales principales, la Fed vigilará estrechamente las condiciones de los mercados financieros tras el Brexit, partiendo del supuesto de que actuarán para compensar las presiones sobre los mercados de divisas si es necesario. Esto ya pasó en diciembre de 2007, por ejemplo, cuando la Fed autorizó líneas *swap* de liquidez del dólar con el BCE y el SNB para proporcionar liquidez de dólares estadounidenses a los mercados internacionales, y posteriormente autorizó líneas similares con otros 12 bancos centrales. Aunque estos acuerdos terminaron el 1 de febrero de 2010, en mayo de ese año el FOMC volvió a autorizar líneas *swap* de liquidez con cinco bancos centrales importantes y convirtió estos acuerdos en acuerdos permanentes en octubre de 2013.

Aparte de tratar de contener la volatilidad de los mercados financieros, es probable que la Fed reevalúe sus perspectivas económicas. Aunque los mercados financieros vuelvan a unas condiciones más normales, se producirá un impacto modesto en el crecimiento y la inflación debido a la mayor fortaleza del dólar estadounidense y la mayor debilidad de los flujos de comercio exterior. Si las tensiones financieras se prolongan más y las repercusiones en la confianza y en la actividad real son más profundas, la Fed estará más inclinada a adoptar una postura más agresiva. En cualquier caso, es importante tener en cuenta que incluso antes de que se votara el Brexit, la mayoría de los miembros del FOMC ya se inclinaban por una postura más moderada a causa de la mayor debilidad de las condiciones del mercado de trabajo y la mayor incertidumbre con respecto a las perspectivas a largo plazo (crecimiento de la productividad, nivel de equilibrio de las tasas de interés reales, producción potencial y tasa de desempleo a largo plazo). Además, la Fed también estaba debatiendo las repercusiones de unas presiones inflacionarias apagadas y el bajo nivel de las expectativas de inflación. Por consiguiente, parece muy poco probable que la Fed suba las tasas de interés dos veces antes del final del año, aunque no deberíamos sorprendernos si la comunicación sigue apuntando en esa dirección.

Tasas de interés a largo plazo

La combinación de una mayor aversión al riesgo, una normalización de la política monetaria a un ritmo más lento, un crecimiento más débil y una inflación más baja ejercerán presiones bajistas sobre la curva de rendimiento de EEUU. Esto facilita un escenario de un periodo prolongado de búsqueda de refugio en valores seguros por parte de los inversores, lo que mantendrá el rendimiento de los valores del Tesoro a 10 años relativamente plano, entre 1.5% y 2%, al menos a lo largo del próximo año. A largo plazo, es posible que solo veamos un rendimiento de los valores del Tesoro a 10 años que sube unos pocos centenares de puntos básicos en vez de regresar a niveles cercanos a los que había antes de la crisis.

Gráfica 5
Tasas implícitas de los fondos de la Fed a 12 meses y NT 10 años
% Tasa y rendimiento

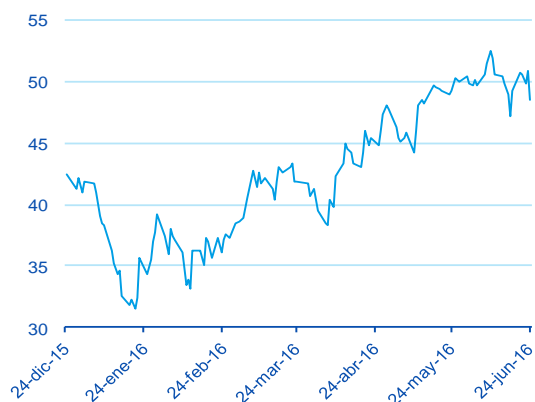


Fuente: BBVA Research, CME, y FRB

Petróleo

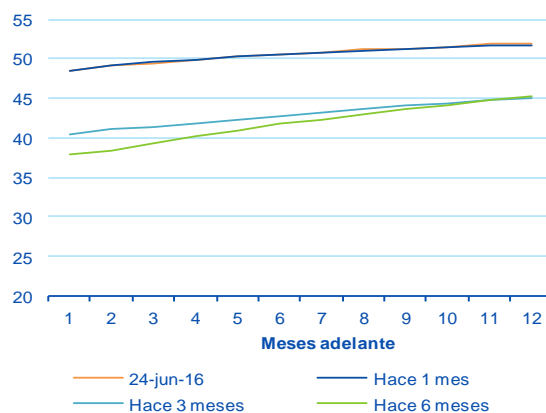
Los precios del petróleo reaccionaron a la baja con una importante volatilidad. El Brent ha operado a tan solo 47.54 \$ por barril, 7% por debajo de los precios del jueves. El ajuste ha sido pronunciado; sin embargo, los precios llegaron a estos niveles recientemente, el 16 de junio, cuando los mercados evaluaron un entorno económico más incierto y surgieron expectativas de un repunte de la producción de petróleo en EEUU. A fecha de hoy, el Brent está 71.4% por encima de su último punto más bajo en enero y 34.8% por encima del mínimo alcanzado durante la Gran Recesión. De cara al futuro, el Brexit podría afectar a los precios del petróleo a través de su impacto en el tipo de cambio y en la demanda global. Si el dólar continúa apreciándose con respecto a la libra y otras monedas, los precios del petróleo podrían caer aún más. Asimismo, un crecimiento mundial más lento significaría menor demanda de energía y, por tanto, presiones bajistas sobre los precios del petróleo. No obstante, si los efectos del Brexit tienen corto recorrido, los precios del petróleo podrían volver a repuntar un poco.

Gráfica 6
Precios del petróleo Brent \$ por barril



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 7
Futuros del petróleo Brent \$ por barril



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Conclusiones

A pesar de la inmediata reacción volátil al Brexit, tardaremos tiempo en saber cuál es el impacto final de tal evento histórico. No es de extrañar que el aumento de la incertidumbre sea lo que más prevalezca a corto tiempo. Sin embargo, la incertidumbre debería desaparecer a medida que las reacciones de todas las partes implicadas se aclaren con el tiempo.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.