

¿Qué hay detrás del reciente movimiento en mercados?

Mercados Financieros & Escenarios Económicos Globales

- La caída de las bolsas se produce después de que los principales índices acumularan importantes revalorizaciones, impulsadas no sólo por el crecimiento económico sino por un entorno excesivamente complaciente: volatilidad artificialmente baja, ajena al proceso de normalización monetaria.
- El temor a una aceleración de la inflación y subidas de tipos más agresivas fue el detonante inicial de la corrección de las bolsas. Los tipos largos que empezaron a subir por buenas “razones” (crecimiento y normalización de inflación y políticas monetarias) superaron determinados niveles y provocaron una primera corrección.
- Las caídas se han precipitado de forma muy agresiva tras el repunte de volatilidad (VIX repunta desde 13 a 35). Aspectos técnicos, en particular, el posicionamiento en instrumentos financieros apalancados sobre VIX han acelerado las caídas. Los eventuales efectos de contagio de esta subida brusca del VIX son una fuente de incertidumbre.
- Desde un punto de vista de fundamentales, el crecimiento está fuerte. El factor clave serán las expectativas de inflación y la reacción de los bancos centrales. No vemos indicios de que la inflación vaya a acelerarse rápidamente (el aumento de salarios en EE.UU. que ha desencadenado estos movimientos, entra dentro de lo normal). Tampoco una sobre-reacción de los bancos centrales aunque la llegada de Powell introduce incertidumbre.

La caída generalizada de las bolsas en estos dos últimos días se produce en un contexto en que los índices acumulaban fuertes revalorizaciones. El mercado ha estado comprando durante todo el año 2017 y principios del 2018 la mejora del entorno macroeconómico, sin mayor preocupación por la normalización de la política monetaria ni por la inflación.

La revalorización ha tenido un componente de fundamentales, pero también se ha visto impulsada por unos tipos largos (excesivamente) contenidos y, sobre todo, por un entorno de extremadamente baja volatilidad (el VIX batió record históricos el año pasado, a pesar de los elementos de incertidumbre).

En las últimas semanas ya se venía produciendo una subida de tipos largos, valorada como “saludable” (bienvenida) porque es por buenas razones (sustentada en crecimiento y normalización de inflación y política monetaria) y no por malas razones (deterioro en la percepción de riesgo de crédito). Es más, las expectativas de inflación, aunque están recuperándose, no han experimentado un deterioro significativo

A esto también se ha sumado el hecho de que los resultados empresariales, algo peor de lo esperado así como elementos idiosincráticos como la multa a Wells Fargo o el anuncio de entrada de Amazon en el sector salud.

En definitiva, una situación de complacencia que, en el caso de EE.UU. se había traducido en condiciones financieras crecientemente acomodaticias, a pesar de las subidas de tipos de la Fed.

En este contexto, la aceleración del dato de salarios en EE.UU. por encima de lo previsto el viernes pasado actuó como detonante del primer episodio de corrección de las bolsas. Básicamente porque alertó al mercado de posibles riesgos inflacionistas y, con ello, del riesgo de que la Fed suba los tipos de forma más agresiva (justo en el momento de los relevos en la Fed, Powell acaba de jurar el cargo y está pendiente de nombrar el sustituto de Fischer), lo que provocó un selloff más agresivo en bonos (los tipos largos americanos subieron por encima del 2.70-2.85%, señalados como niveles de resistencia) y la correspondiente caída de las bolsas. Y también produjo cierto repunte de la volatilidad.

Sin embargo, el proceso de **caídas bursátiles** se aceleró ayer de forma **abrupta** al cierre en EE.UU., sin que hubiera datos económicos ni declaraciones de los bancos centrales que lo justificaran, y lo hizo conforme **se disparó el índice** de volatilidad (VIX), que en cuestión de días se ha más que triplicado (de **13 a 35**, similares a los del episodio de devaluación de China en verano de 2015). Hay **cuestiones técnicas que han acelerado las caídas**: i) **estrategias apalancadas en VIX** apostando por el mantenimiento baja volatilidad (*Leveraged Volatility ETFs*), ii) ventas automáticas una vez que se superan caídas determinadas, iii) el propio peso de las estrategias pasivas –ETF– que han retroalimentado las subidas y pueden hacer lo propio en las bajadas. De hecho, en la corrección de las bolsas, las grandes compañías con mayor peso en los índices han sido las que más han caído, o iv) las propias estrategias de los *hedge funds* que están tratando de cerrar posiciones.

En medio de esta **situación de fuerte stress** se está observando i) cierta **vuelta de los inversores a la renta fija**, con caída de los tipos largos y ii) **ajuste a la baja de las expectativas** de política monetaria (**Fed**). Estos factores deberían hacer de estabilizadores del mercado. Además, en este episodio, el **spread de crédito del sector corporativo no se ha ampliado**. Los Emergentes, sorprendentemente, se están comportando relativamente bien en un contexto de (relativa) estabilidad en el mercado de divisas.

¿Cómo vemos los fundamentales? En nuestra opinión, los **fundamentales macro** tanto en EE.UU. como a nivel global son básicamente **saludables**. El crecimiento es robusto y sincronizado en buena parte de las economías. La inflación general está siguiendo los vaivenes de los precios de la energía. La subyacente está aumentando de forma muy gradual en Estados Unidos (1.5% el *core PCE* en Q4) y en Europa (1.2% en enero). Las presiones salariales son, de momento, moderadas en Europa (pero con señales más fuertes en Alemania) y más evidentes en EE.UU. (en línea con la combinación de objetivo de inflación al 2% y crecimiento de la productividad en el entorno del 1%). Desde un punto de vista más **micro**, es importante señalar que el grado de apalancamiento del sector financiero y de los hogares es moderado, no así el del **sector corporativo, cuyo ratio de deuda sobre PIB se encuentra en niveles máximos**. En particular, cabe destacar la posición de **algunos sectores, como el de real estate o energía**, más sensibles a subidas de costes de financiación y con una mayor proporción de empresas con más dificultades para afrontar el servicio de la deuda.

En resumen:

En principio, este episodio, refleja una corrección de mercados, excesivamente complacientes hasta ahora, hacia un régimen de volatilidad más “normal”, que tendrá, sin duda, su correspondiente impacto en la riqueza financiera de los agentes y que, potencialmente, podría deparar algún susto por las estrategias de apalancamiento. Pero no debería ser un choque financiero sistémico, ni necesariamente tener consecuencias macroeconómicas significativas. Los fundamentos macro son saludables, con crecimiento fuerte y sincronizado entre las grandes áreas. El factor clave será la evolución de las expectativas de inflación y la reacción de los bancos centrales. De momento, no hay indicios de que la inflación vaya a acelerarse rápidamente (aunque dado el estado avanzado del ciclo en EE.UU. es un riesgo). Tampoco parece que los bancos centrales vayan a sobrereaccionar, a pesar de que la llegada de Powell introduce cierta incertidumbre en la Fed. El BCE y el BoJ, con ciclos más retrasados y presiones inflacionistas algo más bajas, suponen un freno al tensionamiento de los tipos a nivel global.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.
