

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

**BBVA** Research

# Situación Fondos Globales Surcando aguas revueltas

Noviembre 2018

Creando Oportunidades

## Principales mensajes

- Los fondos de inversión globales (GIFs) registraron salidas netas por segundo trimestre consecutivo. Tal y como esperábamos, el flujo hacia fondos de países emergentes siguió siendo negativo ante un contexto global más incierto. Por otra parte, las salidas de flujos de fondos de países desarrollados fue una sorpresa negativa.
- Los inversores continúan con un posicionamiento prudente hacia mercados emergentes y han sido capaces de discriminar entre países: los más vulnerables -en términos de financiación externa y desequilibrios presupuestarios- se han comportado claramente peor pero se ha evitado un episodio de pánico. De hecho, las salidas en este episodio suponen en torno a un 15% de las fuertes entradas registradas en 2017.
- Las salidas de flujos de cartera son una cuestión cada vez más preocupante para Europa. Las nuevas turbulencias financieras causadas por la incertidumbre fiscal en Italia y las negociaciones sobre “*Brexit*” están pesando. Las salidas de flujos en Europa se han acelerado significativamente, a un ritmo mayor que tras el referendun del “*Brexit*” y en línea con el de la crisis de la deuda europea en 2011.
- Persiste un sentimiento generalizado de poco apetito por el riesgo en los mercados globales, con un alcance cada vez mayor, afectando recientemente a los activos en EEUU y puntualmente a los fondos del mercado monetario -estrategias defensivas-.
- De cara al futuro, y en un contexto de desaceleración cíclica global, normalización de la política monetaria y retorno de la volatilidad, es probable que las salidas de cartera de mercados emergentes se intensifiquen en los próximos trimestres.

# Fondos de Inversión Globales (GIF)



Analizamos los datos EPFR sobre los flujos de los fondos globales durante el trimestre

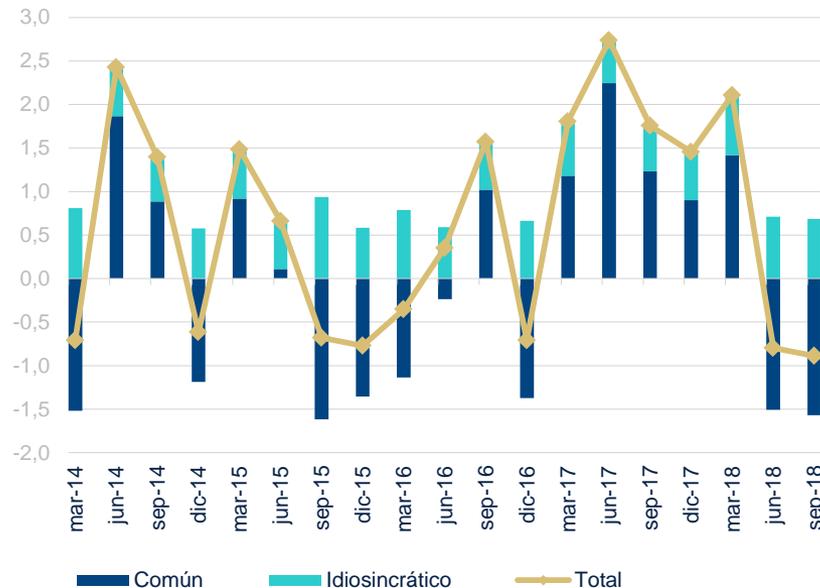
- para evaluar los volúmenes de activos
- para describir las reasignaciones netas en las distintas regiones y clases de activos
- para identificar los factores comunes subyacentes a estas dinámicas

# ¿Qué ha pasado durante el último trimestre?

## Los fondos de inversión globales registraron salidas por segundo trimestre consecutivo mientras que la diferenciación entre emergentes y desarrollados se diluye

Los inversores siguieron retirando capitales de los fondos globales ante un panorama cada vez más incierto: las amenazas sobre proteccionismo han aumentado, la Fed prosigue con su normalización de la política monetaria y los riesgos políticos han resurgido en Europa. Los EM sufrieron una nueva oleada de turbulencias financieras, si bien por el momento se ha logrado evitar una parada repentina.

### Flujos de GIF y su composición (flujos trimestrales, todos los países, % AUM)



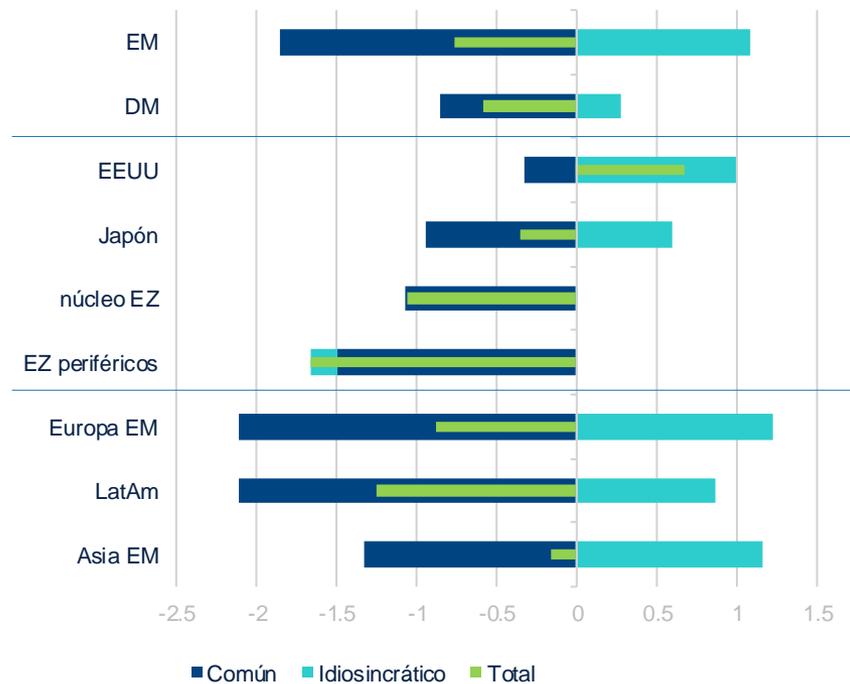
### Flujos de GIF hacia Mercados Emergentes y Desarrollados (flujos semanales, promedio móvil 4 semanas, % AUM)



## ¿Qué ha pasado durante el último trimestre?

Los inversores están cada vez más preocupados por Europa, mientras que las preocupaciones por EMs parecen remitir por el momento. EE. UU. continúa atrayendo flujos

### Flujos de GIF en las distintas regiones en 3T18: factores comunes frente a factores idiosincráticos (media mensual, % AUM)



Todas las inferencias comparativas entre países se basan en las entradas de recursos relativas a los activos bajo gestión (AUM) totales de cada país. NO se basan en flujos efectivos en USD, que suelen ser considerablemente superiores en EE. UU. respecto a las demás economías. 3T18 Incluye Octubre

Fuente: BBVA Research, EPFR

- El ritmo de las salidas de EM se ha moderado, a pesar del persistente endurecimiento de las condiciones de financiación globales. Los países más vulnerables de EM (Turquía, Argentina) están adoptando medidas (presupuestarias y monetarias) para reducir las renovadas tensiones financieras. Por su parte, China está tratando de compensar el impacto negativo de los aranceles estadounidenses mediante medidas de flexibilización
- Las salidas de la zona euro aumentaron bruscamente debido a los temores que suscita el presupuesto de Italia y las negociaciones sobre el *brexit*, con cierta discriminación entre países “core” y periféricos
- Los fondos de EE. UU. se han consolidado como el destino predilecto de los flujos durante 2018. No obstante, el reciente repunte de la volatilidad y la corrección de la renta variable están empezando a reducir el apetito de los inversores

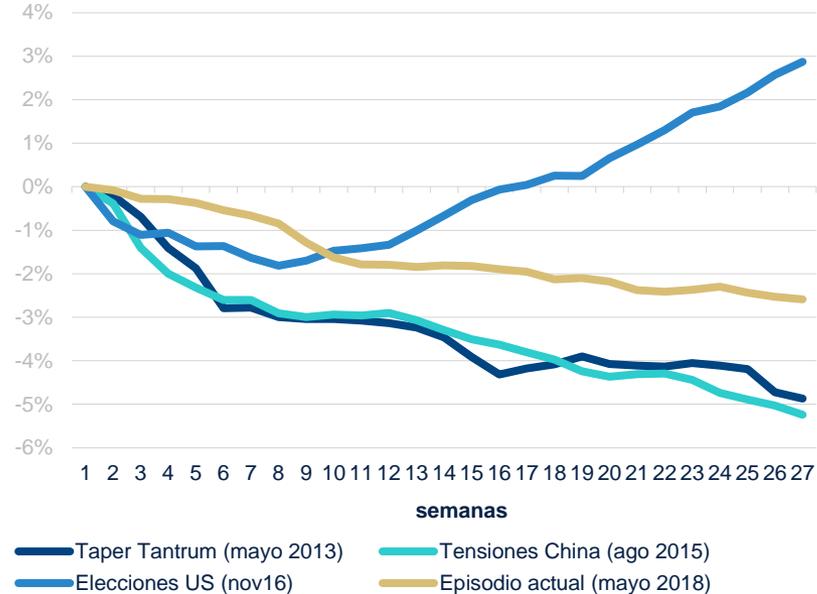
# ¿Qué ha pasado durante el último trimestre?

## Salidas de EM, motivos para ser optimista: los GIF han evolucionado según nuestras expectativas, y se aleja del peor escenario, un “sudden stop”

Aunque los EM llevan sufriendo persistentes salidas de cartera desde mayo de 2018, no puede hablarse de un episodio de “huidas de capitales”. La dinámica y cuantía de las salidas ha sido ordenada y manejable, lo que apunta a que todavía hay cierto margen para que los inversores continúen reduciendo exposición a este mercado progresivamente.

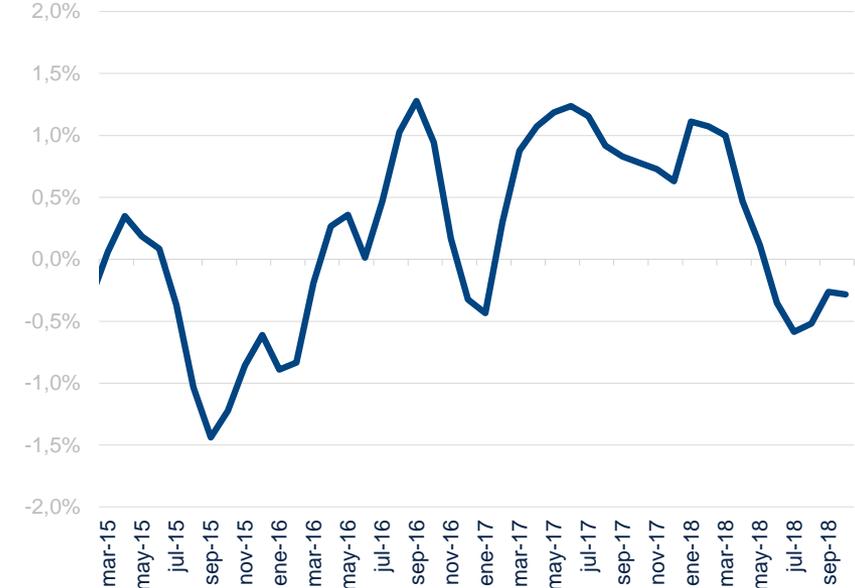
### Salidas de Emergentes en otros episodios

(flujos acumulados en otros episodios, % AUM)



### Flujos mensuales de GIF hacia Emergentes

(promedio móvil 3 meses, flujos mensuales, % AUM)

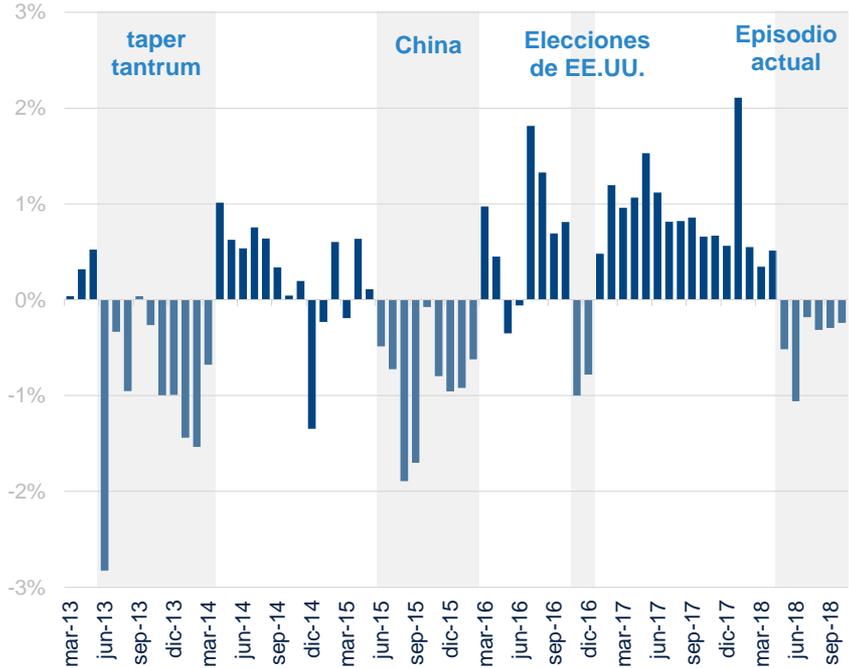


# ¿Qué ha pasado durante el último trimestre?

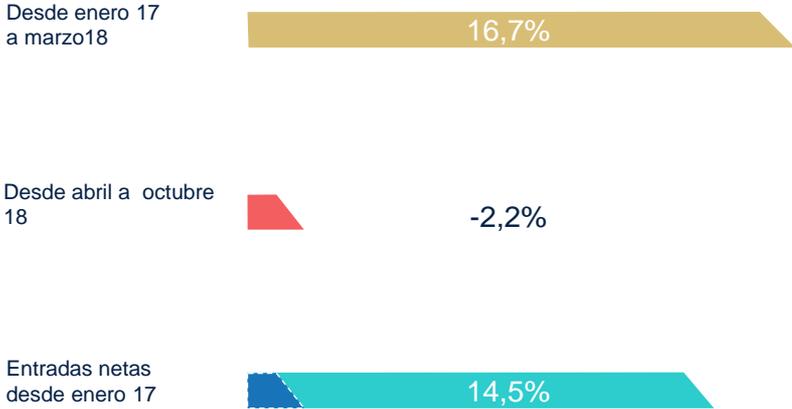
## Salidas de EM, motivos para estar alerta: en el acumulado solo constituyen una parte pequeña de las abundantes entradas registradas durante 2017; ¿podrían persistir?

El gran número de entradas hacia EM registradas durante 2017 y las escasas (y progresivas) salidas del trimestre elevan las probabilidades de que éstas persistan durante 2019. En los últimos eventos de riesgo, los episodios duraron aprox.12 meses

### Flujos de cartera hacia EM (% de AUM, datos mensuales)



### Colchón de flujos de cartera acumulado desde inicios de 2017 (% de AUM a ene-17)

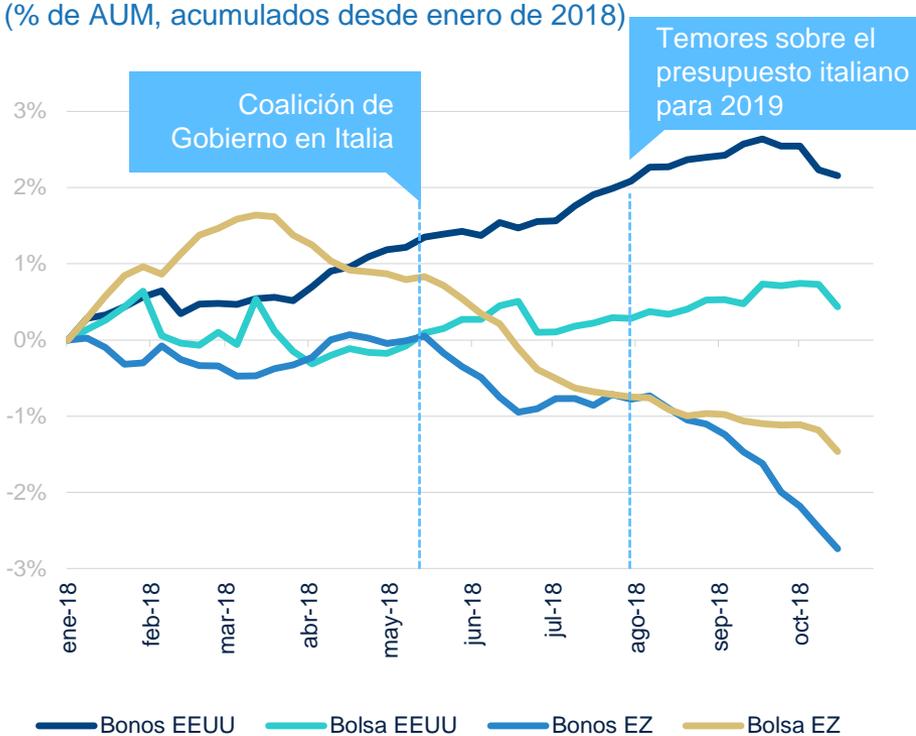


# ¿Qué ha pasado durante el último trimestre?

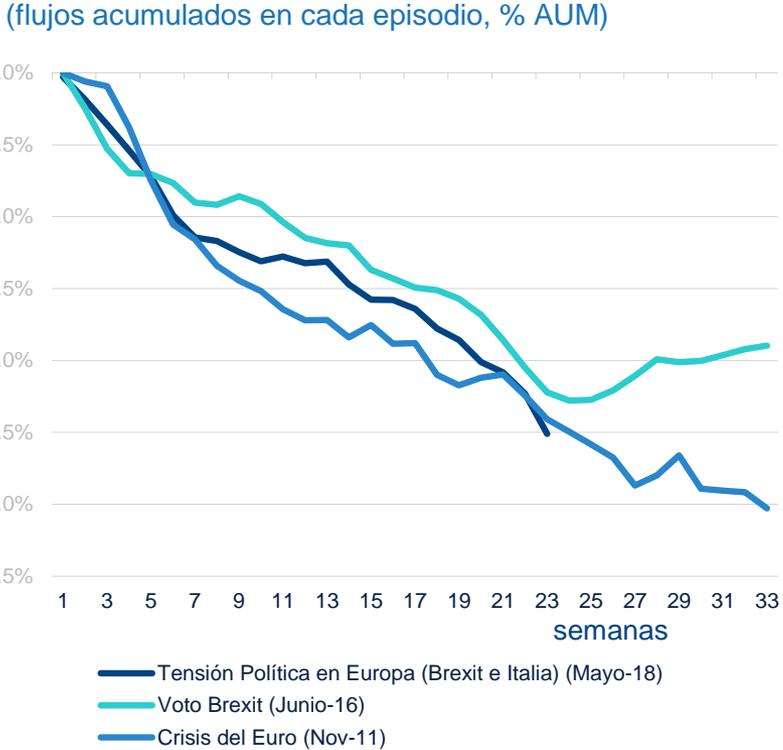
## Las renovadas turbulencias en Italia y el *Brexit* están pasando factura: las salidas de Europa se aceleraron y muestran una dinámica preocupante

Mientras los fondos estadounidenses siguieron captando nuevos flujos, los inversores continuaron reconfigurando sus asignaciones de cartera en detrimento de Europa. Las salidas de los fondos europeos superan ya las registradas durante el episodio del *Brexit* y siguen una senda muy similar a la vivida durante la “crisis del euro” (2011)

### Flujos de GIF a mercados desarrollados



### Flujos de GIF hacia fondos de la zona euro



Fuente: BBVA Research, EPFR

# Principales determinantes de los flujos de GIF



Identificamos los factores macro mundiales e idiosincráticos de los flujos de entrada netos de GIF hacia Emergentes y Desarrollados

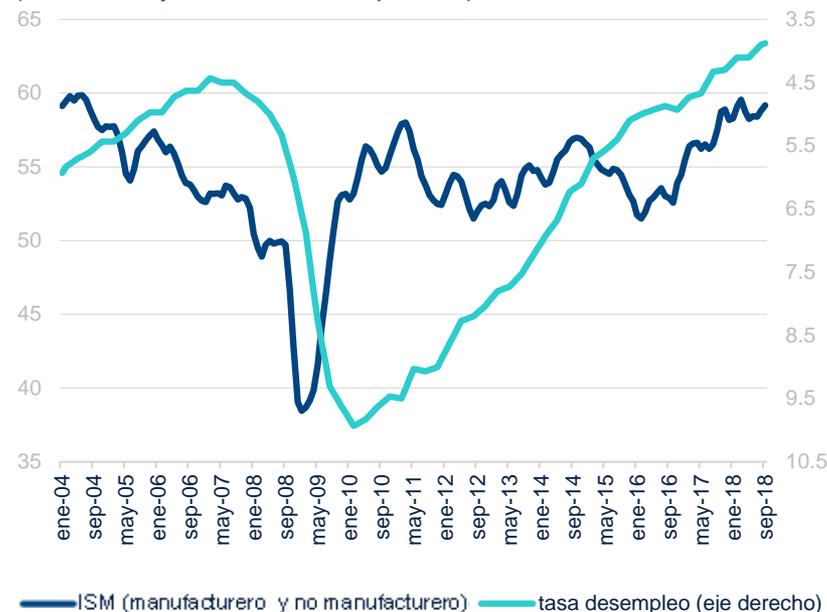
# Principales determinantes de los flujos de GIF

## Entre los factores globales, el crecimiento global continuó siendo sólido, impulsado principalmente por EE. UU., y avalando la progresiva normalización de la Fed

Las condiciones económicas estadounidenses siguen siendo consistentes con un elevado crecimiento en 2018 y 2019. En la misma línea, la tasa de desempleo está cerca del mínimo de los últimos 50 años. En este contexto, se ha producido un incremento en las expectativas del mercado sobre la senda futura de la Fed más allá de la subida que se espera en Diciembre.

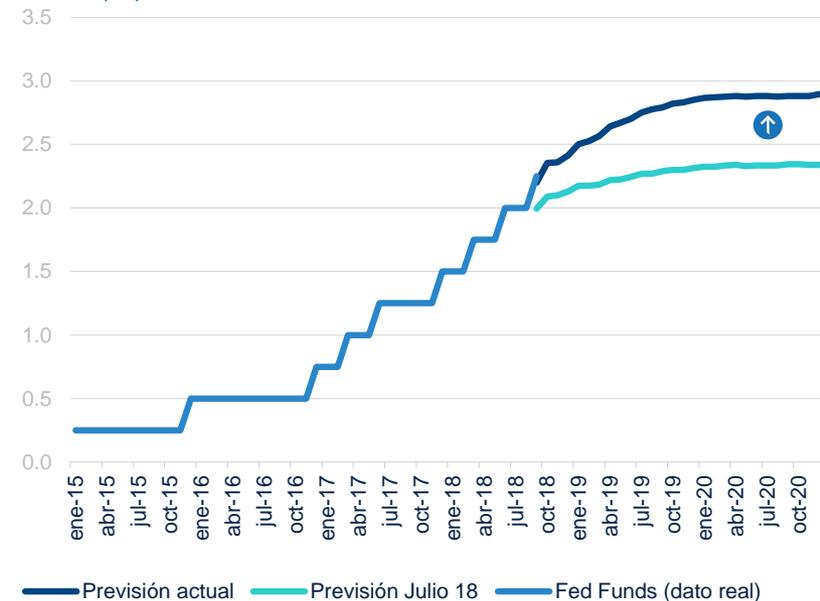
### Estados Unidos: indicador de confianza y tasa de desempleo

(ISM, nivel y tasa de desempleo %)



### Estados Unidos: tipos implícitos de los futuros sobre los fondos de la Fed

(%)

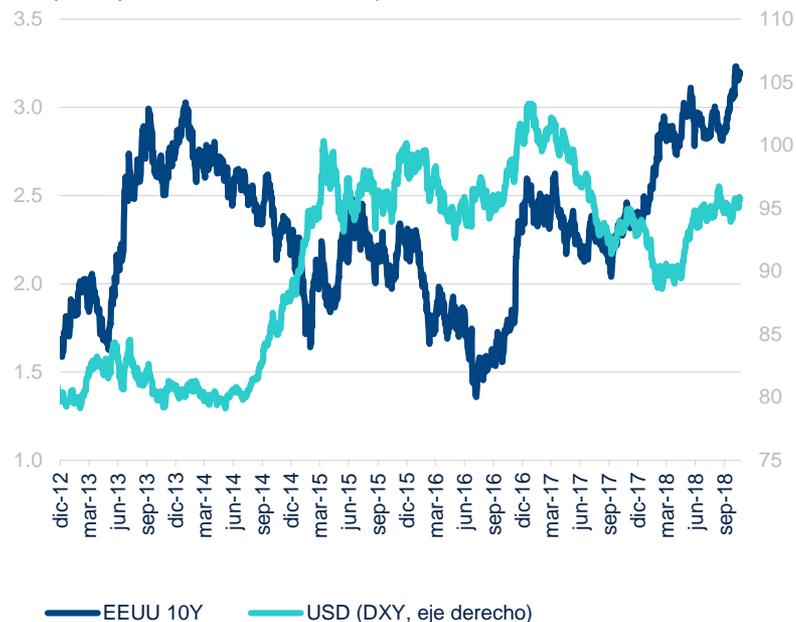


# Principales determinantes de los flujos de GIF

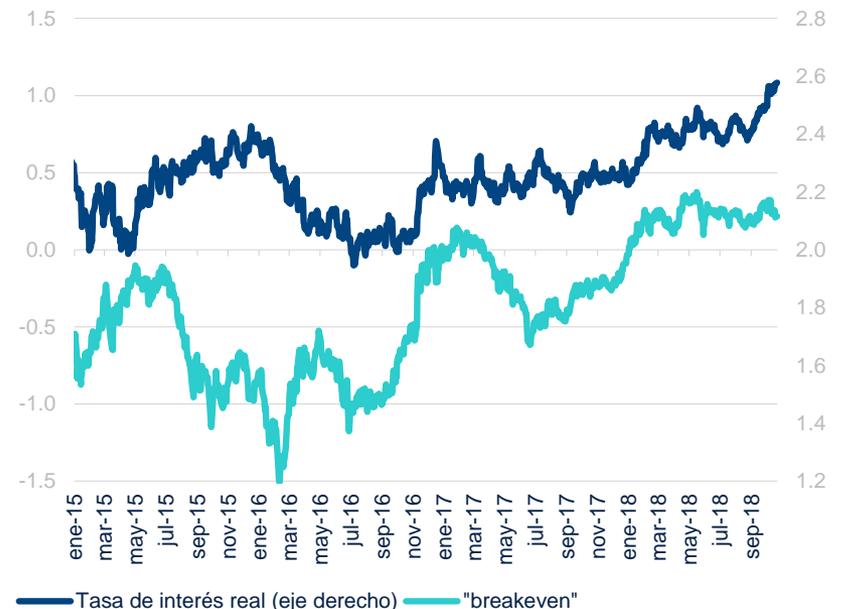
## Las condiciones financieras globales han seguido endureciéndose a causa del repunte de los tipos de interés en EEUU y la fortaleza del dólar estadounidense

En la medida que los mercados han ido incorporando una perspectiva más restrictiva en relación con la Fed, el rendimiento del bono del tesoro a 10 años ha ido subiendo hasta alcanzar el 3,20 %, nivel máximo en siete años. A diferencia de lo sucedido en el repunte que tuvo lugar a principios de año, éste se explica principalmente por movimientos en los tipos reales (mientras que las expectativas de inflación se han mantenido ancladas)

### Condiciones financieras globales: dólar estadounidense y rendimientos de los bonos de EE. UU. (Índice DXY: dólar estadounidense frente a divisas de principales países desarrollados, %)



### Desglose bonos tesoro EE. UU. a 10 años (%)



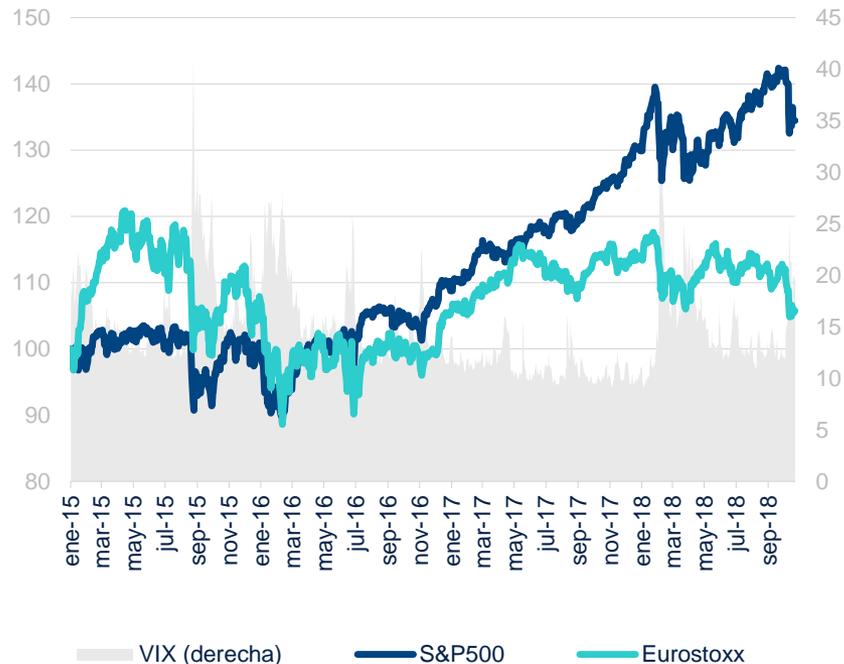
# Principales determinantes de los flujos de GIF

La volatilidad se mantuvo reducida y bolsa continuó subiendo gracias a que la solidez del crecimiento, que está amortiguando el potencial impacto de los riesgos globales

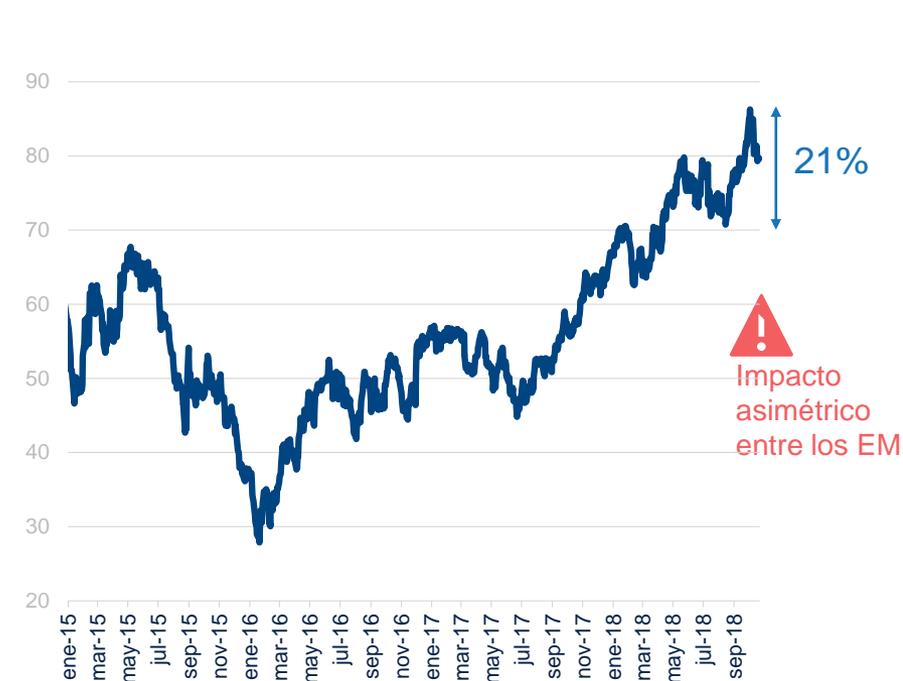
Recientemente la percepción del riesgo se ha incrementado de forma repentina y la volatilidad ha vuelto a aparecer. Los mercados bursátiles se han ajustado al aumento de los tipos provocados por una Fed ligeramente más agresiva. De aquí en adelante los inversores se moverán en un entorno más complicado

## Principales índices de renta variable desarrollados y volatilidad (VIX)

(índices de renta variable Ene15=100; Volatilidad, %)



## Precios del Brent (USD)



# Principales determinantes de los flujos de GIF

Las vulnerabilidades macro-financieras en mercados emergentes están desempeñando un papel destacado y han generado cierta diferenciación entre países

## Monitor de vulnerabilidades macro-financieras en mercados emergentes

		Sector exterior			Sector público	Sector privado
		Balance por cuenta corriente (% PIB, 1T18)	Deuda externa (% PIB, 1T18)	Reservas / Deuda externa corto plazo (%)	Deuda pública (% PIB, 4T17)	Deuda sector no financiero (% PIB, 4T17)
LatAm	Argentina	-5.2	40	1.0	55	21
	Brasil	-0.5	33	4.0	83	69
	Chile	-1.0	66	1.6	25	139
	Colombia	-3.1	40	2.8	49	65
	México	-1.3	39	3.4	36	43
	Perú	-1.3	32	6.3	25	41
Europa EM	Hungría	3.2	112	1.1	81	101
	Ucrania	-2.1	104	1.0	76	40
	Polonia	0.0	75	1.6	51	81
	Rusia	2.7	33	4.9	16	66
	Turquía	-6.3	55	0.7	28	85
Asia	China	0.9	15	3.8	47	209
	India	-1.9	21	4.0	69	56
	Indonesia	-2.0	35	2.3	29	39
	Malasia	3.7	73	1.3	51	134
	Tailandia	10.6	33	3.4	33	116

## Índice de Tensiones Financieras BBVA: mercados emergentes



# Principales determinantes de los flujos de GIF

## Los emergentes más vulnerables han adoptado algunas medidas (monetarias y presupuestarias) para recuperar la confianza del mercado

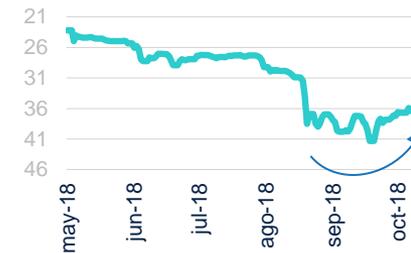
La adopción de medidas de corte monetario y presupuestario en los países emergentes más vulnerables ha permitido alcanzar una cierta estabilización. En México, el acuerdo comercial suscrito con EE. UU. y Canadá (USMCA) ha sido un factor favorable. En Brasil, la incertidumbre a corto plazo sobre las elecciones presidenciales ha desaparecido. Por su parte, China ya está implementando medidas fiscales y monetarias para compensar el impacto negativo de los aranceles comerciales.

### Indicador sobre política monetaria en EM

(Número de subidas de tipos menos número de recortes de tipos realizados por 23 bancos centrales promedio móvil de 6 meses)



### ARS/USD



### Argentina

- Política monetaria muy restrictiva: subidas de tipos (+1.500 p.b.) sin crecimiento monetario
- Saneamiento presupuestario robusto
- Programa FMI

### TRY/USD



### Turquía

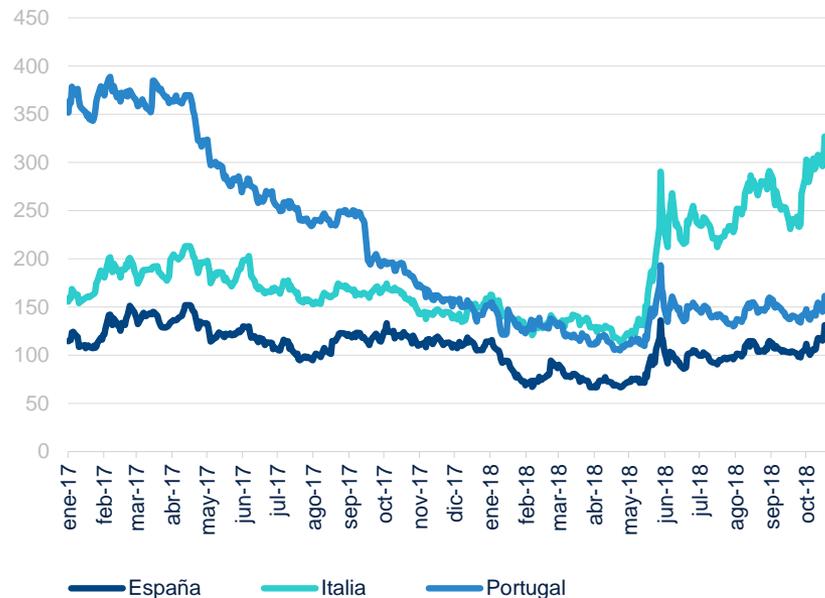
- Aumento de tipos: +650 p.b.
- Plan presupuestario moderado
- relajación de las tensiones geopolíticas

# Principales determinantes de los flujos de GIF

## Tiempos difíciles para los activos europeos en medio de las negociaciones sobre el *Brexit* y el resurgimiento de las preocupaciones sobre el presupuesto italiano

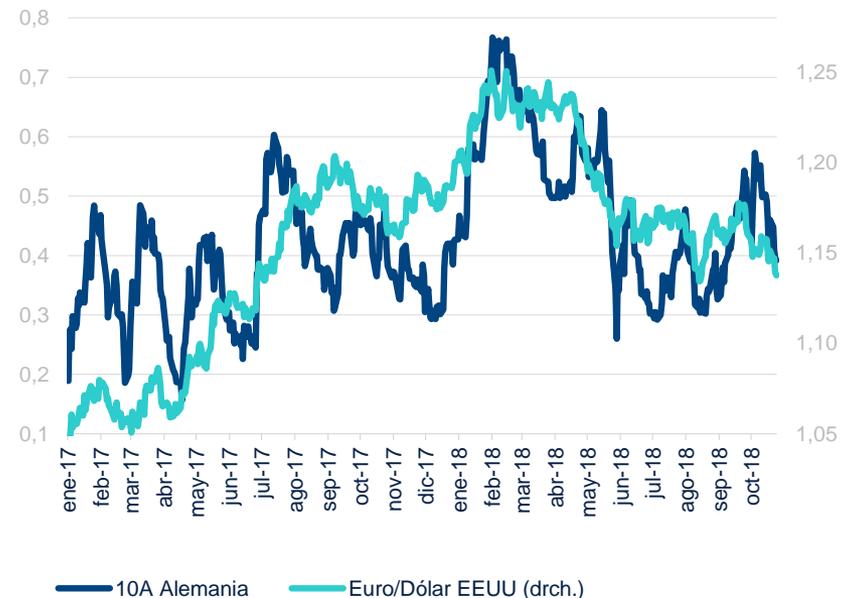
La prima de riesgo italiana se ha consolidado en torno a los 300 p.b. después de que el nuevo Gobierno presentara sus presupuestos. Por el momento, el contagio a otros periféricos ha sido limitado.

### Prima de riesgo de los países periféricos (diferencial de rendimiento de los bonos a 10 años frente a Alemania)



La creciente incertidumbre está lastrando al EUR (en mínimos de comienzos de 2017) y mantiene anclados los tipos de interés de Alemania.

### Rendimientos de la deuda soberana a 10 años de Alemania y euro (% y nivel contra el USD)

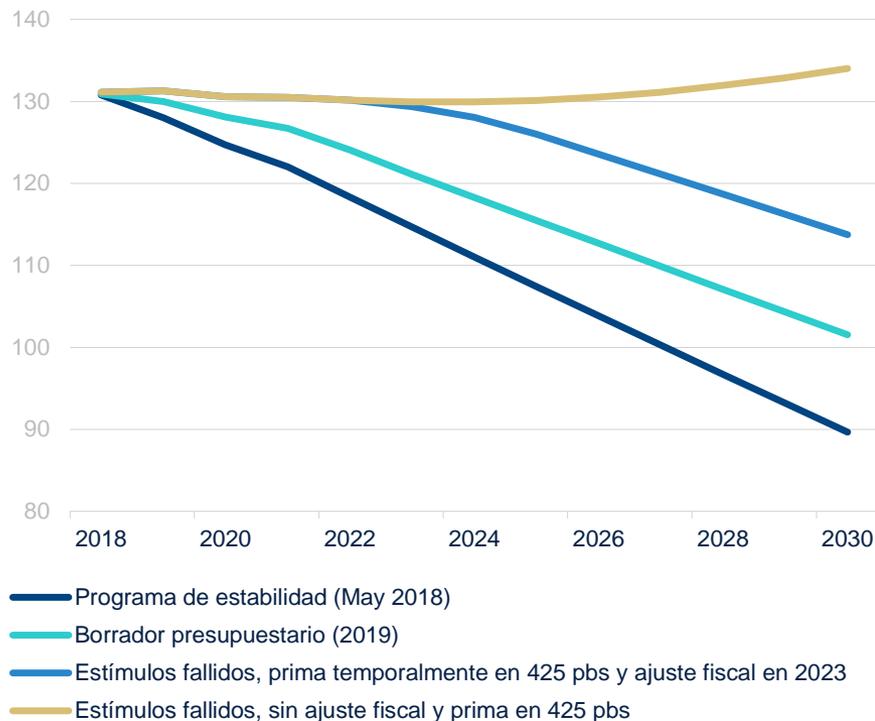


# Principales determinantes de los flujos de GIF

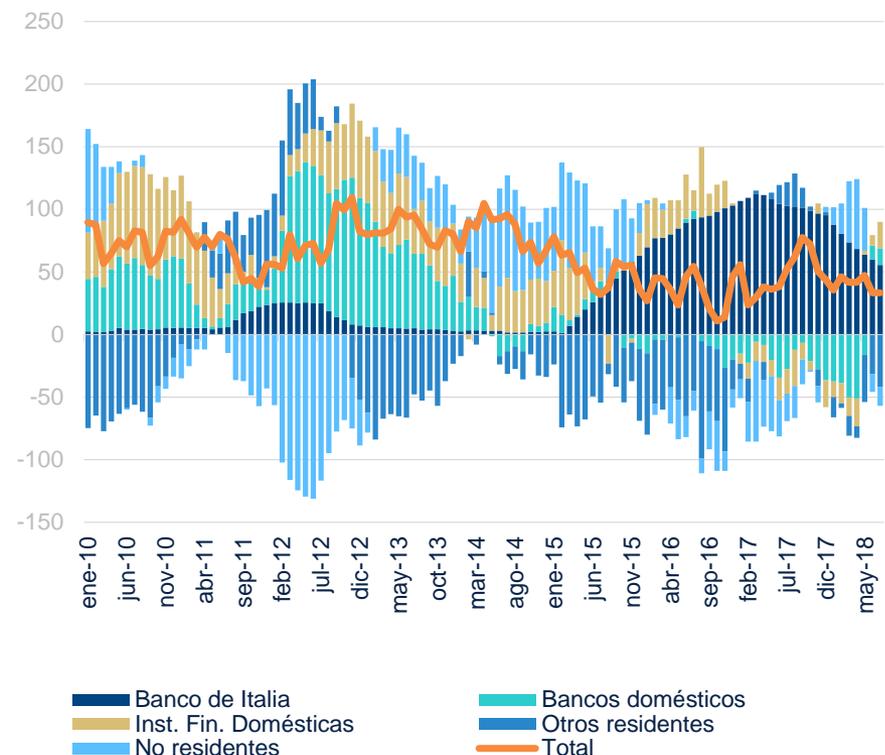
## Se complica el horizonte para Italia: incertidumbre política en un entorno de aumento de los costes de financiación con el BCE en proceso de salida (fin del QE)

Según el borrador de presupuesto italiano para 2019 la deuda pública continúa siendo sostenible. No obstante la nueva senda de déficit incrementa sus vulnerabilidades en un momento en que cuenta con un margen de maniobra bastante limitado.

### Italia: deuda pública (% del PIB)



### Variación en 12 meses en la deuda pública por inversor (EUR, miles de millones)



# Sentimiento de los inversores



Hemos desarrollado un conjunto de indicadores que combinan los precios de los activos y los datos de flujo GIF de EPFR a fin de identificar

- episodios de propensión al riesgo y
- de aversión al riesgo, de los que existen tres tipos (aversión al riesgo, reembolso y huida hacia activos seguros)

Además, evaluamos el apetito de los inversores por los fondos de mercados emergentes frente a los de mercados desarrollados, así como por los de renta variable frente a los de renta fija

# Indicadores de sentimiento de los inversores

## La confianza de los inversores se mantiene en territorio de “aversión al riesgo”. Además, los últimos datos apuntan a un nuevo deterioro

El deterioro en la confianza del mercado parece haberse detenido en septiembre, aunque la inquietud ha vuelto a los mercados financieros principalmente por la corrección en la renta variable en EE.UU.

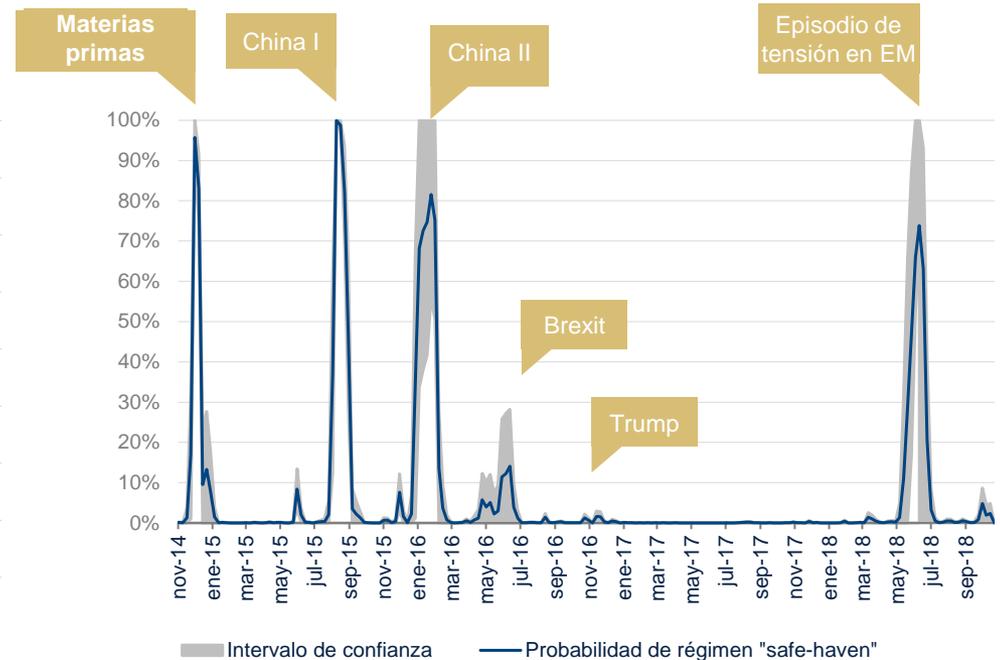
Según nuestro modelo *probit*, durante el pasado verano la probabilidad de que los mercados pasaran al modo de huida hacia activos refugio era elevada, si bien se moderó durante el transcurso del trimestre

### Índice de estado de ánimo de los inversores\* (por encima (debajo) de cero = preferencia (aversión) al riesgo)



### Probabilidad de que se produzca una huida hacia activos “refugio”

basada exclusivamente en los datos de flujos de cartera



(\* ) véase el anexo para obtener más detalles

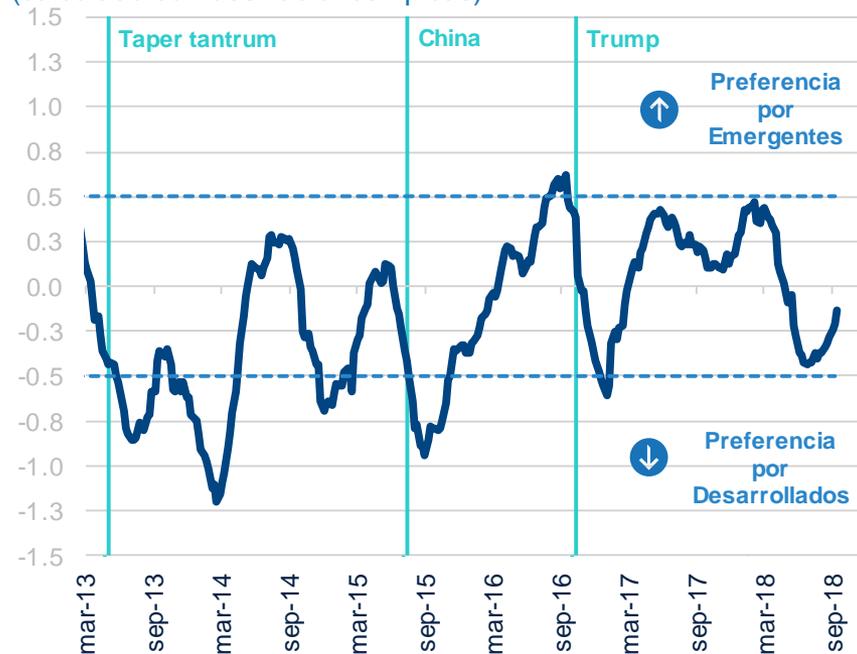
# Indicadores de sentimiento de los inversores

## La preferencia por los mercados desarrollados frente a los emergentes se está desvaneciendo en la medida que el apetito por activos europeos cae durante el trimestre

Las fuertes salidas de los fondos europeos junto con las entradas mucho más moderadas a EE.UU. han disminuido la preferencia por activos desarrollados

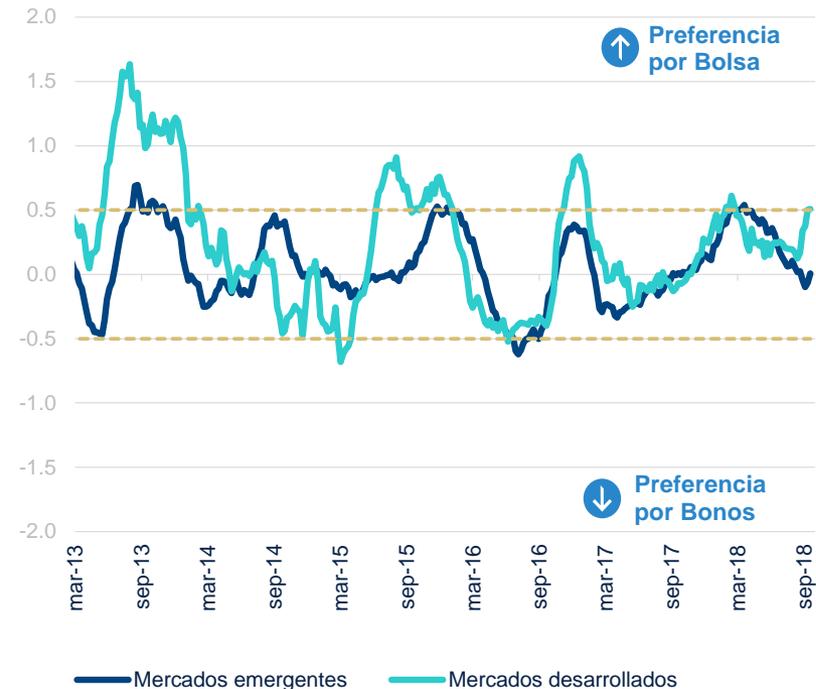
### Indicador de preferencia mercados emergentes frente a desarrollados

(calculado con desviaciones típicas)



La rotación desde bolsa a bonos continúa en mercados emergentes mientras que las salidas de desarrollados fueron lideradas por activos de renta fija

### Indicador de preferencia por bolsa frente a bonos (calculado con desviaciones típicas)





**¿Y ahora qué?**

# Nuestras perspectivas macroeconómicas

## Perspectiva económica mundial

- El crecimiento global se mantiene pujante, aunque moderando y menos sincronizado. El pico de crecimiento ha quedado atrás
  - La positiva evolución de EE. UU. contrasta con la estabilización en la zona euro y China
- Escalada en la guerra comercial EE.UU./China
  - Impacto todavía limitado, pero se avecinan nuevos escollos. Lo positivo: las tensiones entre EE. UU. y otros países se han calmado
- **Sesgo a la baja.** Los riesgos globales se intensifican
  - Proteccionismo y salida de la Fed, en un entorno de incertidumbre en Europa. Las ventas masivas de activos de EM pueden amplificar un potencial impacto

## Política monetaria de los principales bancos centrales

- Normalización en curso de la política monetaria:
  - Los balances de los bancos centrales seguirán reduciéndose en 450.000 mln USD en 2019
  - La Fed y el BCE se encuentran en fases muy distintas: la Fed está al final de su ciclo de endurecimiento, mientras que el BCE no iniciará el suyo hasta 2019
- Se espera que la **Fed** vuelva a aumentar los tipos en 25 p.b. en diciembre, y en 75 p.b. en 2019
- El **BCE** pondrá fin al QE al cierre de 2018 (mantendrá la reinversión) y comenzará a elevar los tipos de interés en septiembre de 2019

## Condiciones financieras globales

- La volatilidad financiera ha regresado debido a los persistentes temores sobre el entorno global y la progresiva reducción de liquidez.
- Se espera que los **tipos de interés a largo plazo** en EE. UU. y la zona euro aumenten gradualmente, con cierta presión a la baja sobre los tipos alemanes a causa de los flujos que buscan refugio.
- Se prevé que el **dólar estadounidense** se deprecie frente al EUR, siempre que los riesgos políticos en Europa se reduzcan
- Los precios del petróleo se mantendrán elevados a corto plazo (principalmente debido a factores de oferta, como las sanciones impuestas a Irán). Convergencia paulatina hasta el punto de equilibrio a largo plazo estimado (60 USD/barril)

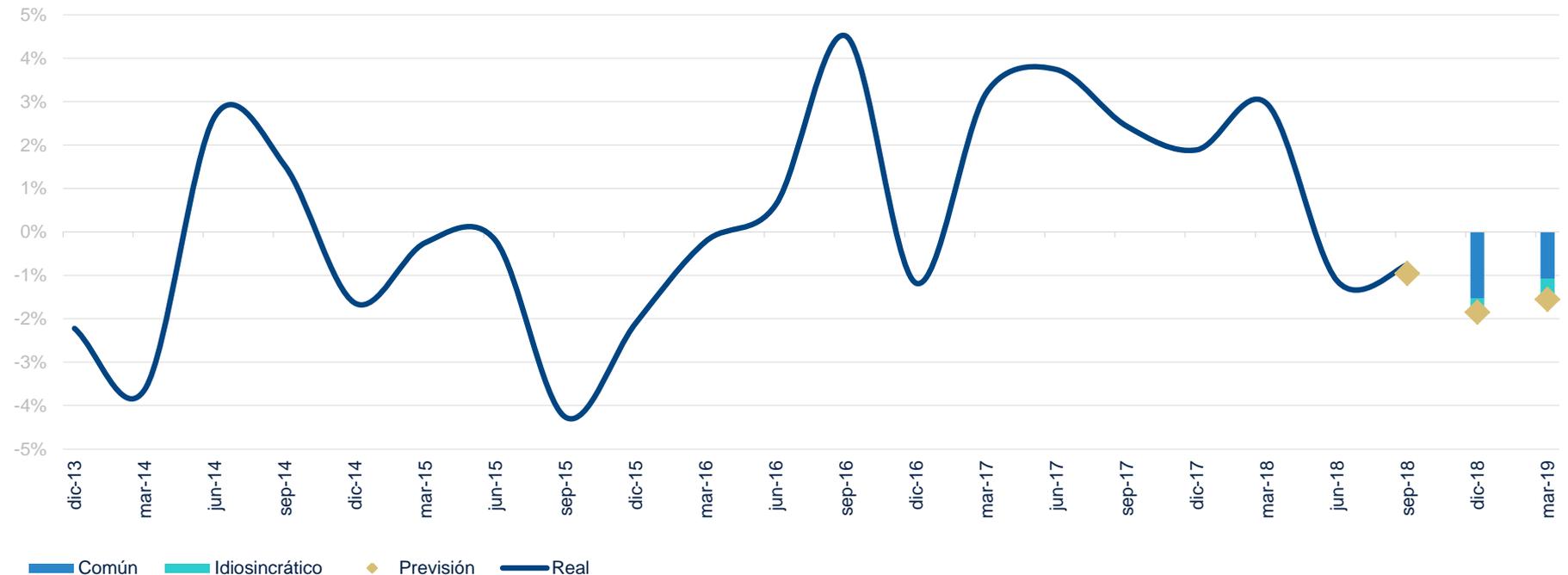
# ¿Qué esperamos?

## Las salidas en mercados emergentes han sido persistentes, pero nos alejamos de un escenario de “sudden stop”

- Las salidas de emergentes ascendieron a un 1 % de los activos gestionados en el 3T18, en línea con nuestras previsiones, debido sobre todo a la retirada de liquidez global que los principales bancos centrales están llevando a cabo
- Según nuestras estimaciones, estas salidas podrían intensificarse, ya que está previsto que las condiciones globales empeoren. En concreto, la volatilidad financiera está aumentando, y cada vez existen más pruebas de que el pico del ciclo global ha quedado atrás. Por otra parte, el incremento de tensiones financieras podría pesar a los mercados emergentes.

## Flujos de Fondos de Inversión Globales hacia Mercados Emergentes

(% de AUM, t/t)

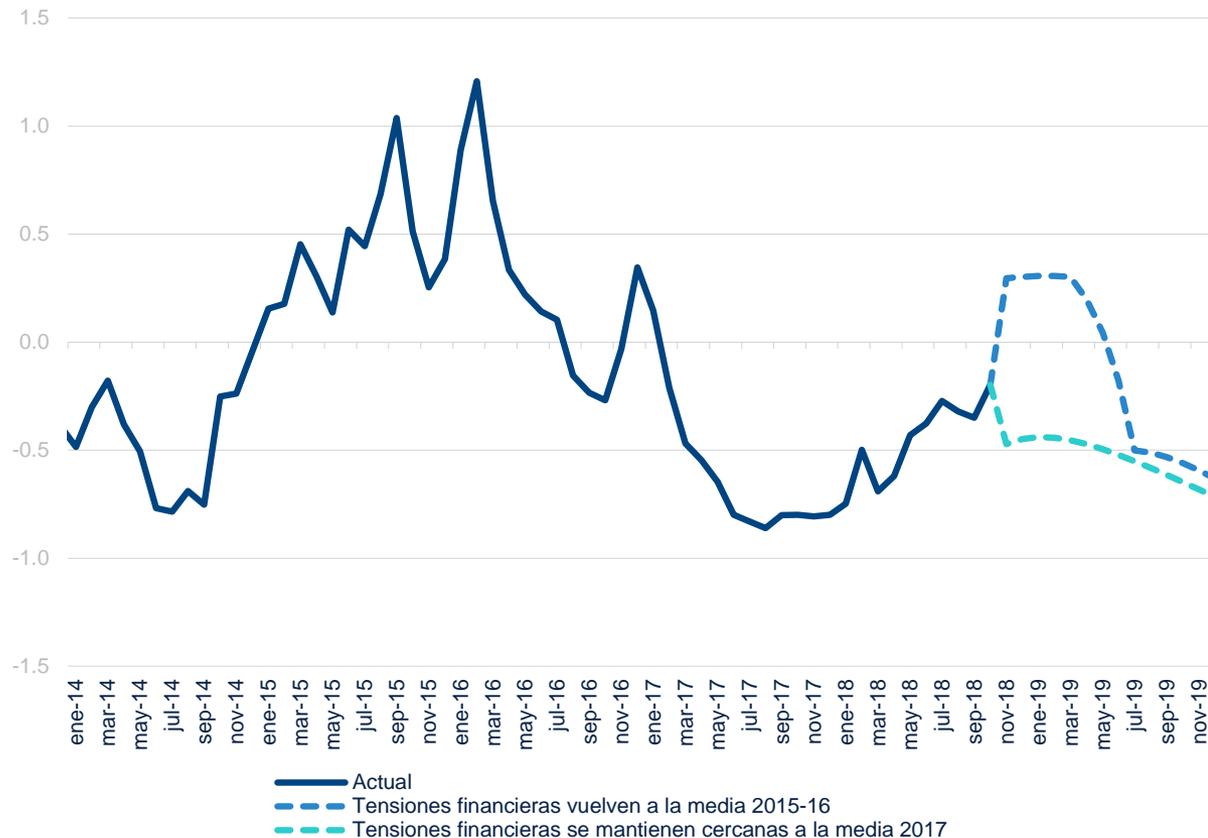


# Factores a vigilar

El efecto de tensiones financieras elevadas durante un periodo prolongado de tiempo podría tener un impacto considerable en crecimiento, especialmente en los mercados emergentes

## Simulación del Índice de Tensión Financieras en emergentes : Regresan a niveles de 2016 o vuelven a niveles de 2017

(Índice normalizado)



### Efecto del aumento del estrés financiero sobre el crecimiento del PIB en Emergentes

(efecto acumulado a lo largo de los próximos 4 trimestres, p.p.)

**-0,7%** ↓

# Factores a vigilar

## Factores a vigilar: La guerra comercial (EE. UU./China) podría poner en peligro la perspectiva económica global. Hasta el momento, su impacto ha sido moderado

EE. UU. y China han elevado sus aranceles. Pese a que el efecto de canal comercial sobre el crecimiento del PIB derivado de las medidas aprobadas hasta la fecha podría ser limitado, los efectos indirectos en los ámbitos financiero y de confianza podrían ser considerables, sobre todo para China y las economías emergentes

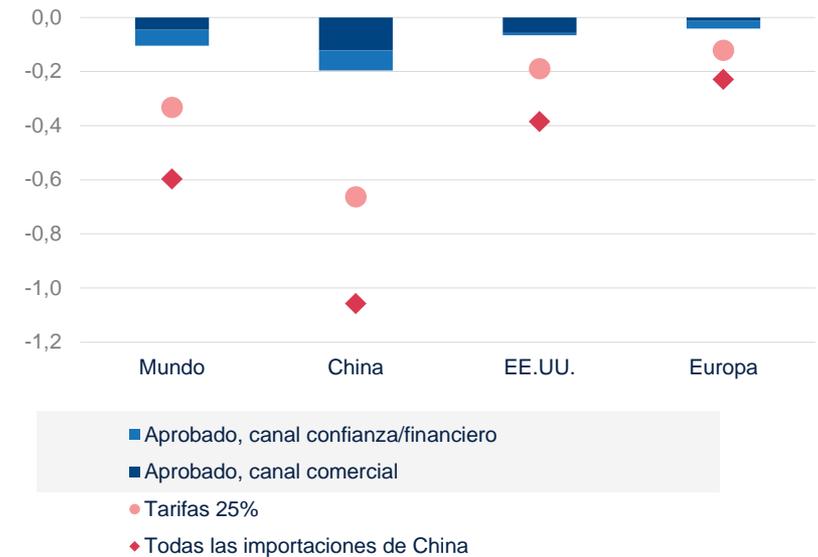
### Aranceles a las importaciones aplicados frente a anunciados por EE. UU.

(volumen bajo amenaza de nuevos aranceles, miles de millones de USD)



### Efecto de las subidas de aranceles aprobadas por EE. UU. y de las medidas en represalia sobre el crecimiento del PIB. Septiembre de 2018

(2018-20, pp)



Simulación: Incremento del 25 % de los aranceles sobre el acero, del 10 % sobre el aluminio, del 25 % sobre importaciones chinas por valor de 50.000 millones de USD y del 10 % sobre importaciones por valor de 200.000 millones de USD. Medidas de represalia de China: aumento de aranceles del 25 % sobre importaciones valoradas en 50.000 millones de USD y del 10 % sobre productos por valor de 60.000 millones de USD

# Factores a vigilar

¿Cómo reaccionará China ante EE. UU.? Gestionar una depreciación del RMB constituye una importante amenaza potencial para la estabilidad financiera

## China: Renminbi e índice de bolsa



- La guerra comercial es una vertiente más del conflicto geopolítico entre EE. UU. y China.
- El dilema de China : ¿cómo reducir el impacto de los aranceles sin poner en riesgo la estabilidad financiera?
- Las opciones en materia política para contrarrestar los aranceles estadounidenses son limitadas
- Si depreciase drásticamente su divisa, podría generar salidas de capitales a gran escala, así como un recrudecimiento del conflicto con EE. UU.



# Anexo

# Glosario

- **GIF:** Fondos de Inversión Globales: se trata de los fondos cubiertos por la base de datos EPFR en la asignación de «flujos de país», con los importes mostrados en millones de dólares estadounidenses. Esta base de datos incluye los flujos en fondos denominados por países y los importes proporcionales en los fondos conceptuados como globales o supranacionales
- **AUM:** Activos bajo gestión en la base de datos EPFR
- **DM:** Los mercados desarrollados incluidos en nuestra muestra son Austria, Australia, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hong Kong, Irlanda, Italia, Japón, los Países Bajos, Noruega, Portugal, Singapur, España, Suecia, Suiza, el Reino Unido y los Estados Unidos
- **EM:** Los mercados emergentes incluidos en nuestra muestra son Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Hungría, la India, Indonesia, Corea, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Eslovenia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

**BBVA** Research

# Anexo metodológico

Noviembre de 2018

Creando Oportunidades

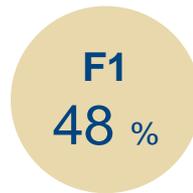
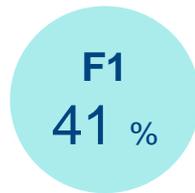
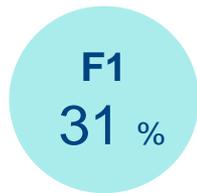
# Análisis de los factores detrás de los flujos EPFR, desglose de factores globales e idiosincráticos

% de 42 **Renta variable** flujos explicados

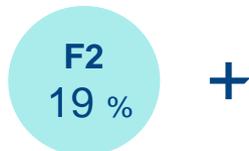
% de 42 **Bonos** flujos explicados

Implícitamente, el % de 42 flujos **totales** explicado

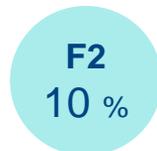
**Los flujos de GIF pueden explicarse por tres factores identificados y por diferencias idiosincráticas**



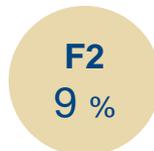
**Global:** Capta movimientos comunes en todos los países (en la misma dirección), por ejemplo, debido a los cambios en la tolerancia al riesgo del mercado



+



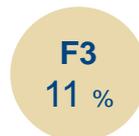
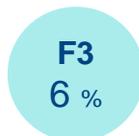
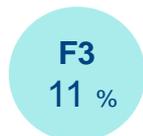
=



>



**Reasignación de activos** (renta fija y renta variable) Variación explicada por reasignaciones entre activos dentro de una misma región geográfica. El efecto en cada país variará según la composición de sus valores entre renta variable y renta fija. Factor positivo en favor de la renta variable sobre los bonos.



↓



**Reasignación regional de activos** (ME frente a MD) Explica la variación causada por el apetito hacia un área frente a la otra. Efecto inverso entre MD y ME

# Determinantes macrofinancieros de los flujos EPFR

01 Metodología: Datos de panel GLS

02 Muestra: 42 países , datos trimestrales desde octubre de 2005 a junio de 2017

03 Variables dependientes: Renta variable (EQ), Renta fija (BN) y Flujos Totales para cada país.

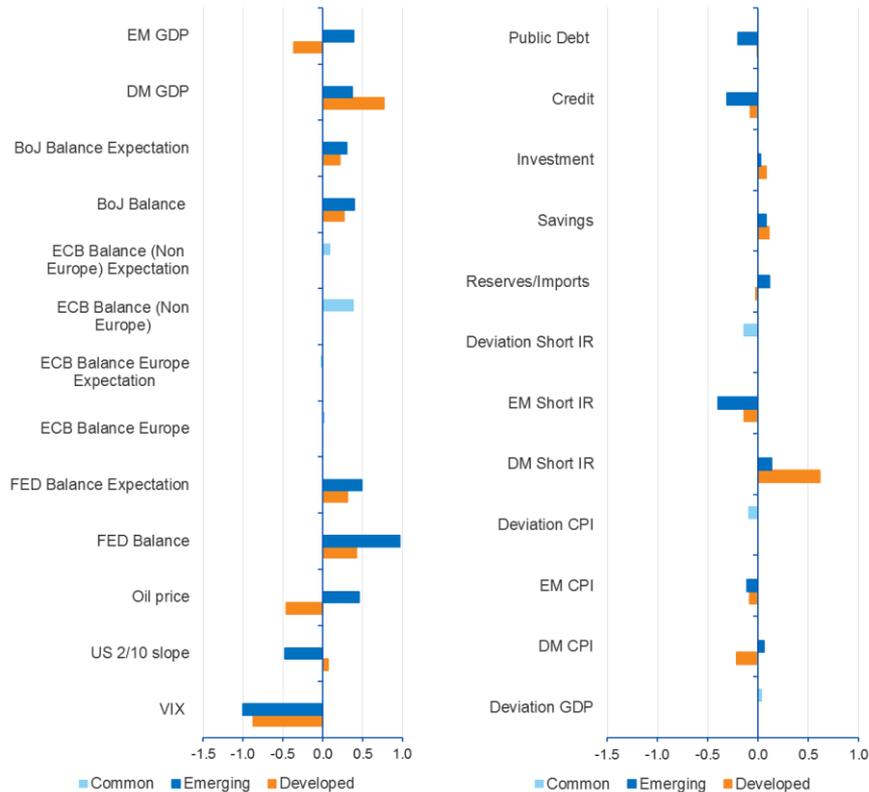
04 Permitimos que cada variable explicativa tuviera un efecto distinto en los mercados desarrollados frente a los mercados emergentes

05 Variables explicativas (primeras diferencias)

- VIX
- Curva de Estados Unidos a 2-10 años
- Crecimiento del PIB (ME, MD, idiosincrático)
- Inflación (ME, MD, idiosincrático)
- Tipos de interés a corto plazo (ME, MD, idiosincrático)
- West Texas Intermediate (WTI)
- Balance de la FED, el BCE y el Banco de Japón
- Expectativa de variaciones en el balance de la FED, el BCE y el Banco de Japón
- Deuda pública con respecto al PIB
- Brecha de crédito con respecto al PIB\*
- Inversión con respecto al PIB
- Ahorros con respecto al PIB
- Reservas con respecto a las importaciones

# Determinantes macrofinancieros de los flujos EPFR

## Resultados de regresiones del panel (coeficientes)



- Las variables globales son, con diferencia, los determinantes más importantes de los flujos totales, de renta variable y de renta fija.
- Las variables idiosincráticas desempeñan un papel limitado
- Los mercados parecen diferenciar claramente entre países emergentes y países desarrollados, pero la diferenciación entre países parece bastante limitada

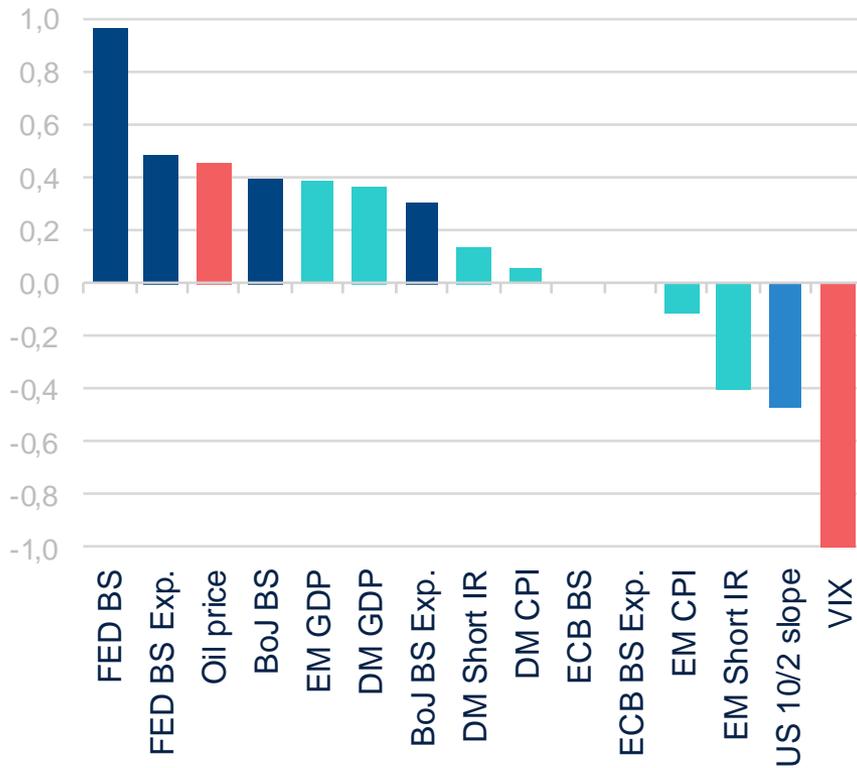
$R^2 = 0,54$

(\*) Coeficientes de las variables estandarizadas

# Impulsores macroeconómicos mundiales

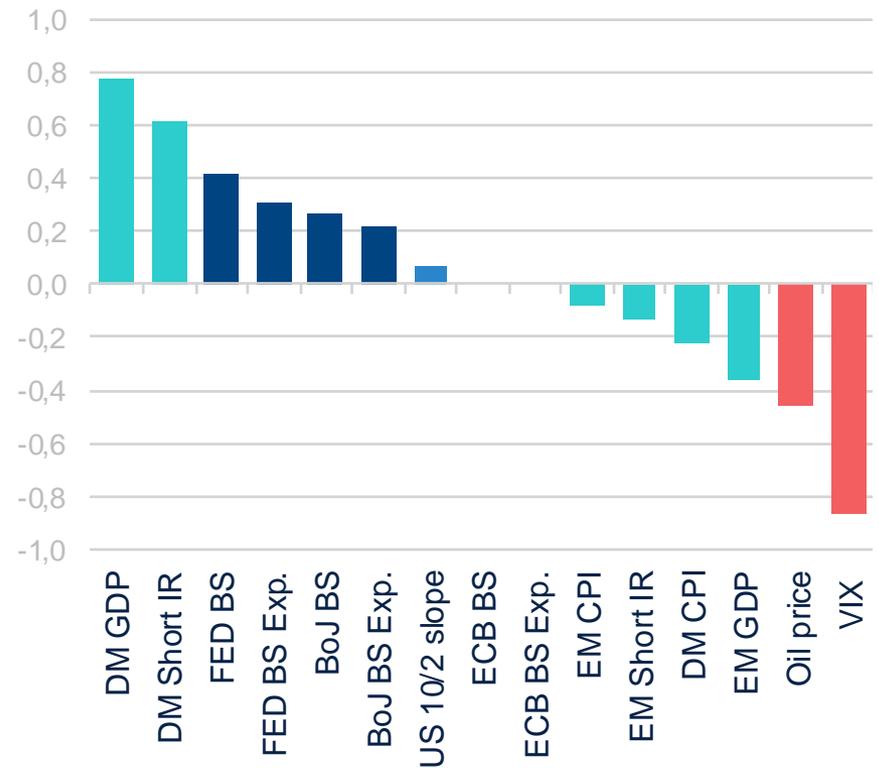
## Sensibilidad de los flujos de GIF hacia ME

(Coeficiente de variables estandarizadas en regresiones del panel)



## Sensibilidad de los flujos de GIF hacia MD

(Coeficiente de variables estandarizadas en regresiones del panel)



# Indicador de refugio seguro

El punto de partida para desarrollar el indicador es identificar períodos de aversión al riesgo en los mercados financieros. Determinamos estos períodos en función de movimientos significativos en variables financieras seleccionadas. Es decir, definimos un período  $t$  de aversión al riesgo de la siguiente manera:

$$t \text{ is a risk aversion period} \Leftrightarrow (\Delta T10 < 0 \text{ or } \Delta GER10 < 0 \ \& \ \Delta VIX > 0 \ \& \ \Delta EquityEM < 0)$$

Donde:

- $\Delta T10$  se refiere al cambio semanal del Tesoro a 10 años
- YTM
- $\Delta GER10$  se refiere al cambio semanal del bono alemán a 10 años YTM
- $\Delta VIX$  se refiere al cambio semanal del índice VIX
- $\Delta EquityEM$  se refiere al cambio semanal del índice MSCI de mercados emergentes

En resumen, un período de aversión al riesgo es tal que somos testigos de menores tipos a largo plazo en la deuda pública de los mercados desarrollados, mayor volatilidad en el capital de los mercados desarrollados y pérdida en el capital de los mercados emergentes (EM).

Una vez que hemos definido el conjunto de episodios de aversión al riesgo, categorizamos los períodos de refugio seguro como un subconjunto. Para hacerlo, seguimos dos pasos.

- Primero, utilizamos los datos EPFR para determinar la distribución condicional de los flujos de bonos de los inversores institucionales a los países de refugio seguro (EE. UU., Alemania y Japón) y la distribución condicional de los flujos de renta variable a los países emergentes (ME) de los inversores minoristas, ambos basados en el cambio promedio móvil de cuatro semanas de los activos bajo gestión (AUM). Estamos interesados en las distribuciones en períodos de aversión al riesgo dado que su comportamiento es diferente cuando se considera la muestra completa. Además, separamos las distribuciones por tipo de inversor, dado que encontramos una diferencia significativa en su comportamiento en condiciones de incertidumbre (véanse las gráficas 1, 2 y 3, 4). Es decir, observamos que los inversores institucionales tienden a huir hacia los bonos del Estado, mientras que los inversores minoristas tienden a reducir significativamente su exposición a la renta variable de ME. Estos patrones podrían estar asociados con los diferentes objetivos de inversión y los horizontes de inversión de este tipo de inversores
- En segundo lugar, sobre la base del análisis de las distribuciones por tipo de inversor en los episodios de aversión al riesgo, definimos los episodios de refugio seguro como aquellos períodos  $t'$  como

$$t' \text{ is a safe haven period} \Leftrightarrow (\text{Bond flows to haven countries from Institutional Investors} > p50) \ \& \ (\text{Equity flows to EM from Retail Investors} < p50) \ | \ t' \in \text{risk aversion episode}$$

Es decir, dado que estamos en un episodio de aversión al riesgo, esto se puede considerar en el subconjunto de episodios de refugio seguro únicamente **si los flujos de los inversores institucionales hacia los bonos de refugio seguro durante el período aumentan más que la media de la distribución; y si los bonos de los inversores minoristas hacia el capital de los mercados emergentes disminuyen durante el período más que la media de la distribución**. Todo ello está medido por la variación del promedio móvil de cuatro semanas de los activos bajo gestión

Un segundo subconjunto de episodios **de aversión al riesgo viene dado por la categoría de reembolso**. Esto trata de captar todos los episodios de aversión al riesgo en los que los inversores venden la mayoría de los activos financieros buscando no solo un refugio seguro, sino también liquidez. En resumen, definimos episodios de reembolso de la siguiente manera:

$$t'' \text{ is a redemption} \Leftrightarrow \text{Bond flows} < 0 \ \& \ \text{Equity flows} < 0 \ \& \ \text{Money market flows} > 0 \ | \ t'' \in \text{risk aversion episode}$$

Es decir, dado que estamos en un episodio de aversión al riesgo, esto se puede considerar en el subconjunto de episodios de reembolso, si y solo si se cumplen dos condiciones:

- 1) Los flujos hacia la renta fija y la renta variable durante el período disminuyen.
- 2) Los flujos hacia los mercados de capitales aumentan.

Todo ello está medido por la media mensual de activos bajo gestión.

# Reasignación regional

Este ejercicio consiste en un indicador simple para medir la preferencia del inversor por una determinada región a lo largo del tiempo. En base a datos EPFR\* El indicador se ha creado con los datos EPFR (desde 2005) en USD, pero los flujos de la cartera se han relativizado por los activos bajo gestión (de cada período) para que sean comparables.

El indicador nos permite captar la dinámica a corto plazo y cuantificar y comparar los efectos en los flujos de cartera de la realización de algunos eventos de riesgo de una manera muy simple. Nos permite identificar fácilmente las regiones que más sufrieron y permite medir el impacto relativo.

Se trata de un indicador relativo ya que compara los flujos hacia diferentes regiones para crear [una medida relativa](#).

El paso anterior es crear un indicador para EM y DM. Dichos índices se obtienen al «suavizar» (promedio móvil 3M) [los flujos normalizados a cada región](#) (ponderados por el activo bajo gestión de cada país o área) para crear un indicador más estable para cada región, dado que nuestro objetivo es captar la tendencia más que los picos semanales. Como los flujos se han estandarizado, esos índices se deben entender como una desviación estándar de su media histórica (desde 2005). Estos indicadores parciales [permiten desglosar las áreas o la contribución de los países](#) al indicador.

La diferencia entre los índices de mercados desarrollados y mercados emergentes muestra el apetito relativo de cada región, y una [desviación de 0,5 de la media significa una marcada preferencia por una región](#) sobre la otra.

- [Variación semanal de los flujos totales de cartera por país](#) (% de los activos bajo gestión)

$$x_i = \frac{\text{Weekly total flows (USD)}}{\text{Total assets under management (USD)}}$$

- [Normalización](#)

$$Z_i = \frac{x_i - \bar{x}}{\sigma}$$

- [Promedio móvil de 3 meses](#)

$$\frac{1}{n} \sum_{i=0}^n Z_i$$

n: 12 semanas

- [Promedio móvil ponderado por su peso relativo en la base de datos EPFR](#)

$$\bar{x}_{DM} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{DMi} * w_{DMi})}{\sum_{i=1}^n w_{DMi}} \quad \bar{x}_{EM} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{EMi} * w_{EMi})}{\sum_{i=1}^n w_{EMi}}$$

W: es el peso de cada país o área en los activos bajo gestión en cada área (MD o ME)

X: es el promedio móvil de 3 meses del flujo estandarizado a un país o región

i: son los países o el área en el índice regional (MD o ME)

- [Preferencia relativa:](#)

$$Y = \bar{x}_{EM} - \bar{x}_{DM}$$

## Ponderación de cada país en la región

Region	Country	Weight	
DM	United States	73%	100%
	Eurozone	13%	
	Japan	6%	
	United Kingdom	5%	
	Switzerland	3%	
EM	Latin America	31%	100%
	Asia (ex China & Japan)	51%	
	Emerging Europe	18%	

# Tipo de reasignación de activos

Consisten en un indicador simple para medir la preferencia del inversor por un determinado tipo de activos (renta variable o renta fija) a lo largo del tiempo. En base a datos EPFR\* El indicador se ha creado con los datos EPFR (desde 2005) en USD, pero los flujos de la cartera se han relativizado por los activos bajo gestión (de cada período) para que sean comparables.

El indicador nos permite captar la dinámica a corto plazo y cuantificar y comparar los efectos en los flujos de cartera de la realización de algunos eventos de riesgo de una manera muy simple. Nos permite identificar fácilmente el tipo de activos que más sufrieron y permite medir el impacto relativo.

Se trata de un indicador relativo ya que compara los flujos hacia distintos tipos de activos para crear **una medida relativa**.

El paso anterior va dirigido a crear un indicador para Renta Fija y Renta Variable. Dichos índices se obtienen al «suavizar» (promedio móvil 3M) **los flujos normalizados a cada tipo de activo** (ponderados por el activo bajo gestión de cada país o área) para crear un indicador más estable para cada región dado que nuestro objetivo es captar la tendencia más que los picos semanales. Como los flujos se han estandarizado, esos índices se deben entender como una desviación estándar de su media histórica (desde 2005).

La diferencia entre la renta fija y la renta variable muestra el apetito relativo de cada tipo de activo, y una **desviación de 0,5 de la media significa una marcada preferencia por una clase de activo** sobre la otra.

- Variación semanal en los flujos de cartera hacia renta fija y renta variable (% de activos bajo gestión)

$$x_i = \frac{\text{Weekly total flows (USD)}}{\text{Total assets under management (USD)}}$$

- Normalización

$$Z_i = \frac{x_i - \bar{x}}{\sigma}$$

- Promedio móvil de 3 meses

$$\frac{1}{n} \sum_{i=0}^n Z_i$$

n: 12 semanas

- Promedio móvil ponderado por su peso relativo en la base de datos EPFR (ejemplo para DM)

$$\bar{x}_{DM\ bond} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{DMi} * W_{DMi})}{\sum_{i=1}^n W_{DMi}}$$

$$\bar{x}_{DM\ equity} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{EMi} * W_{EMi})}{\sum_{i=1}^n W_{EMi}}$$

W: es el peso de cada país o área en los activos bajo gestión en cada área (DM o EM)  
 X: es el promedio móvil de 3 meses del flujo estandarizado a un país o región  
 i: son los países o el área en el índice regional (MD o ME)

- Preferencia relativa:

$$Y(DM) = \bar{x}_{DM\ equity} - \bar{x}_{DM\ bond}$$

## Ponderación de cada país en la región

Region	Country	Weight	
DM	United States	73%	100%
	Eurozone	13%	
	Japan	6%	
	United Kingdom	5%	
	Switzerland	3%	
EM	Latin America	31%	100%
	Asia (ex China & Japan)	51%	
	Emerging Europe	18%	

## 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 u obtenidos de BBVA, o bien 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 clase, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.