

Observatorio Económico

Global

Madrid, 1 de abril de 2014
Análisis Económico

Unidad de Escenarios
Económicos

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Unidad de Escenarios
Financieros

María Martínez
maria.martinez.alvarez@bbva.com

Evolución heterogénea de las tensiones financieras en un entorno de volatilidad

Desde el comienzo de la crisis global la evolución de las “tensiones”¹ en los mercados financieros de distintas regiones ha sido similar, independientemente de dónde se haya situado el origen de las mismas. Este co-movimiento resulta muy razonable, no sólo en tiempos de crisis, considerando: i) la instantánea transmisión de información; ii) la libertad de movimiento de los flujos de capital; y iii) que no se mide el precio del activo financiero de que se trate –seguramente más ligado a las condiciones idiosincráticas de cada economía– sino el riesgo y la incertidumbre –volatilidad– en torno a esas valoraciones. No obstante, **desde el segundo trimestre del año pasado se comienzan a observar diferencias entre las tensiones financieras de mercados emergentes y desarrollados**, desacoplamiento sobre el que se centra este recuadro.

Utilizamos como proxy de la variable no observada “tensiones” los índices contruidos por BBVA Research. El índice de tensiones financieras (ITF) resume en un único indicador la dinámica de un conjunto de variables de los mercados financieros que aproximan riesgo e incertidumbre². Para este estudio comparamos el ITF de economías desarrolladas (Estados Unidos y Europa) frente al ITF de economías emergentes (agregación del ITF de Latam, Asia emergente y Europa emergente).

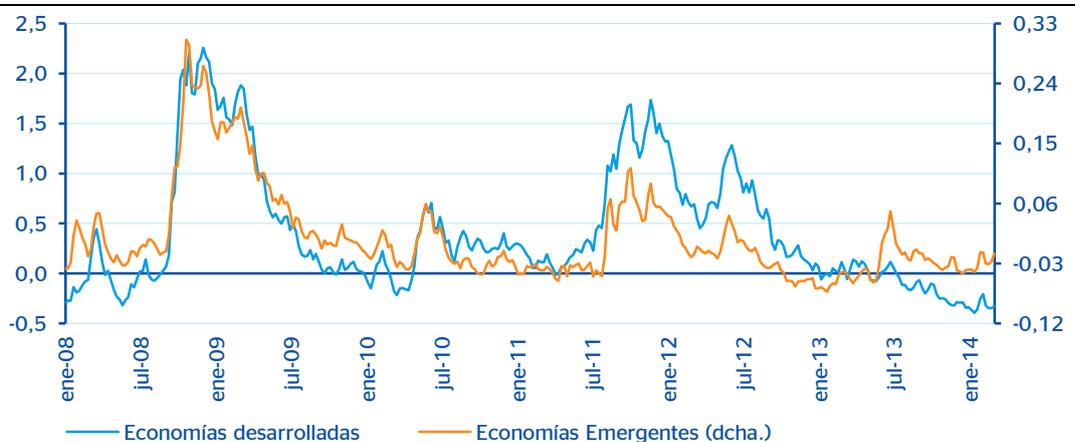
Uno de los rasgos distintivos de la presente crisis es que tiene su origen en algunas de las economías más desarrolladas, en tanto que las emergentes se encuentran en general mejor pertrechadas que en el pasado en términos de definición y manejo de sus políticas macroeconómicas como resultado de sus propias crisis en décadas pasadas. Sin embargo, las tensiones de los mercados emergentes han reflejado “uno a uno” la inestabilidad derivada de los mercados desarrollados, hecho que se manifiesta en que las tensiones financieras en emergentes imitaron la evolución de las de los desarrollados. Así, la quiebra de Lehman Brothers tuvo un alto nivel de contagio sobre todos los mercados emergentes aunque más marcadamente sobre Latinoamérica. Por otro lado, la crisis de la deuda europea y las turbulencias derivadas de la “primavera árabe” también impactaron sobre emergentes, aunque como cabe esperar, el mayor efecto se hizo sentir sobre los mercados de Europa emergente.

Sin embargo, desde mayo de 2013 existe un desacople de las tensiones financieras en las regiones consideradas. Mientras que las tensiones en los mercados desarrollados han continuado con la tendencia bajista que venían exhibiendo desde mediados de 2012, en los mercados emergentes esta tendencia favorable se revirtió para dar lugar a un incremento de las tensiones en el segundo trimestre de 2013. Actualmente, las tensiones en emergentes se mantienen en niveles similares a los de junio de 2013.

1: Las tensiones financieras no son observables directamente, pero tratan de recoger en vez de las cotizaciones de los activos, sus riesgos –a través de diferenciales sobre los activos libres de riesgo– e incertidumbre –a través de medidas de volatilidad–.

2: Para la construcción de cada índice se incorpora información sobre riesgo de crédito: soberano, bancario y corporativo (los dos últimos no aplican en el caso de mercados de emergentes por falta de información) por un lado, y volatilidad de mercados de capitales, tipos de interés y divisas por otro. Además, en el caso de mercados desarrollados se añaden medidas de tensiones de liquidez.

Gráfico 1
Evolución del ITF BBVA Research³



Fuente: BBVA Research

Esta divergencia viene fundamentalmente explicada por el impacto diferencial que tuvo en ambas áreas el cambio de expectativas sobre la liquidez global que se produjo en mayo pasado. Los programas de expansión monetaria emprendidos por los países desarrollados con el fin de apoyar a sus economías (fundamentalmente en EE.UU y el Reino Unido y más recientemente en Japón) generaron un volumen récord de liquidez a nivel mundial. Parte de esta liquidez llegó a los mercados emergentes buscando rentabilidad de modo más bien indiscriminado, sin considerar las diferencias en las perspectivas de las economías o en la valoración de los activos, y moderando por tanto, las medidas de riesgo y de volatilidad.

En mayo de 2013 ante los indicios de mejora de la actividad, la Reserva Federal (FED) anunció la posibilidad de comenzar⁴ la retirada del programa de estímulos monetarios antes de lo esperado. El anuncio de la FED generó incertidumbre a nivel global, pero fue en los mercados emergentes donde se produjo el mayor impacto como consecuencia de la gran diversidad subyacente de activos financieros que recibieron la marea de flujos derivada de la expansión previa de la liquidez. En este contexto, ante las expectativas de menor liquidez mundial, el movimiento de salidas de flujos desde los mercados emergentes dio lugar a un incremento sustancial de las tensiones financieras de acuerdo a nuestros indicadores. Una vez asimilado este hecho por los mercados, se ha producido una paulatina disminución de las tensiones, aunque actualmente, se encuentran en niveles por encima a los registrados antes del anuncio de la FED.

La volatilidad, un elemento clave en este nuevo escenario global

Tomando una perspectiva de más largo plazo lo destacable es que nos encontramos con todo en un entorno de moderadas tensiones financieras, que tienden a converger a niveles pre-crisis. Sin embargo, esto ocurre a la vez que se registra durante un cierto periodo de tiempo una alta volatilidad en los mercados financieros que no es totalmente reflejada tanto por los distintos ITFs, como por el VIX, indicador habitualmente utilizado como proxy de volatilidad global. En el caso del ITF al ser un indicador que incorpora componentes de riesgo y volatilidad, la paulatina disminución de los primeros, conforme nos alejamos de la crisis y se da paso a la recuperación, eclipsa lo acontecido en materia de volatilidad. En el caso del VIX su alcance es limitado en este contexto, pues el indicador mide la volatilidad implícita del índice de bolsa S&P 500. ¿Qué nos señalaría un indicador de volatilidad global?

3: El método utilizado para la construcción de los ITFs permite comparar la evolución de los mismos, sin embargo dado que los indicadores se encuentran estandarizados no es correcto sacar conclusiones respecto a sus niveles.

4: La fecha con la que los mercados especulaban era septiembre de 2013.

El índice de volatilidad global (IVG) elaborado por BBVA Research pretende sintetizar en una única variable la dinámica de la volatilidad de los mercados financieros de un modo más global que con los indicadores disponibles hasta la fecha. En este sentido el indicador es más global ya que cubre diversas economías⁵ pero también diferentes mercados: renta fija, renta variable y divisas.

Desde el comienzo de la crisis el IVG muestra una dinámica semejante a la exhibida por los distintos ITF, y adicionalmente como cabría esperar, al VIX. Sin embargo, desde comienzos de 2013 se ha producido un aumento significativo de la volatilidad global que tiene una correspondencia tan solo parcial en tensiones financieras y en el VIX⁶. Este incremento en el IVG, que comienza en los primeros meses del año 2013, ha estado asociado a la incertidumbre sobre las acciones de los principales bancos centrales y su impacto en mercados: i) el lanzamiento de una masiva expansión cuantitativa por parte del Banco Central de Japón, y ii) posteriormente, y principalmente, el ya comentado cambio en la comunicación de la FED respecto a la posibilidad de comenzar a reducir su tercera ronda de estímulos antes de lo previsto. De esta forma, la incertidumbre respecto a posibilidad de una reducción de la liquidez mundial generó, aparte de los hechos ya comentados sobre las tensiones financieras, un aumento de la volatilidad global en un entorno de tensiones financieras moderadas.

Gráfico 2
Evolución del IVG y VIX



Fuente: BBVA Research

A lo largo de 2014, en el que los bancos centrales de los principales países desarrollados van a seguir siendo protagonistas, resultará particularmente interesante monitorizar este indicador de volatilidad global, pues periodos de alta volatilidad podrían indicar potenciales canales de fragilidad financiera.

5: Los países incluidos son: Japón, China, EE.UU, Alemania, España, Italia, México, Brasil, Turquía y Polonia.

6: La correlación entre el IVG y el VIX desde 2004 hasta 2009 es del 90%; mientras que desde 2010 hasta enero 2014 es del 70%. La correlación baja al 30% si sólo se toma en cuenta 2013 y enero de 2014.

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.