



adelante.

Economicwatch

1 de Marzo de 2007

“Sobre-aversión” de los mercados: una comparación con episodios anteriores

Eva Calle Abad
eva.calle@grupobbva.com
Luciana Taft
lucia.taft@grupobbva.com

Escenarios y Sistemas Financieros

- Aun es pronto para hacer una valoración precisa tras la caída de las bolsas mundiales el pasado 27 tras el desplome de la bolsa china. Sin embargo, existen algunos patrones de la actual situación que pueden dar pistas para el futuro.
- Los movimientos en la renta variable han sido en muchos casos más rápidos y bruscos en relación a episodios pasados de repunte de aversión al riesgo.
- En principio, dado que seguimos pensando que el entorno macroeconómico no ha cambiado sustancialmente, el movimiento debería ser transitorio. En choques de similares características en el pasado se corrigieron en torno a las 4 semanas posterior a la caída. De hecho, en algunas bolsas ya se observan correcciones.
- Es posible que los activos de crédito (corporativos y soberanos) sigan algo perjudicados en este episodio, en relación a otros como la renta fija soberana o los mercados de divisas. Además, es lógico pensar que con un nuevo episodio de aversión como el actual los inversores diferencien a favor de los países con mejores fundamentos externos.
- En el corto plazo, la huída hacia la calidad podría seguir presionando a la baja a las rentabilidades de largo plazo, que se han mantenido en niveles muy bajos. Sin embargo, a medio plazo, tipos en torno al 4,9% en EE.UU y con un piso del 4% en Europa son consistentes con el escenario central de estabilidad de la Fed y subidas adicionales del BCE por encima del 4%.

Renta variable, al ritmo chino

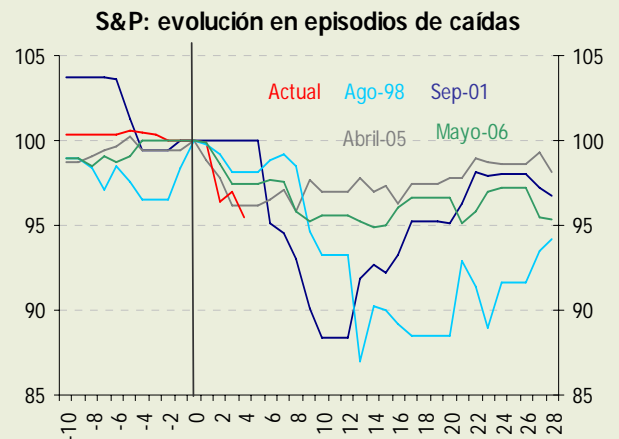
Los mercados bursátiles han experimentado en los últimos días un ajuste a la baja muy significativo. El desencadenante provino desde el mercado chino, en el que la bolsa cayó un 9% en el día 27 de febrero. Ese día se intensificaron los rumores sobre un nuevo impuesto a las ganancias de capital así como otras medidas restrictivas hacia la inversión en renta variable doméstica. Estas medidas, que están bajo estudio de las autoridades chinas, podrían aprobarse en el Congreso Legislativo Anual en el mes de marzo¹.

El contagio hacia el resto de bolsas mundiales ha sido muy rápido y significativo, tanto en mercados emergentes como desarrollados. De hecho, comparando con episodios anteriores de aversión al riesgo, el ajuste ha sido algo mayor en algunos casos (ver Gráfico 1 y Anexo 1).

Llama la atención la magnitud de los movimientos observados dado que ya a finales de 2006 se había empezado a hablar sobre la implementación de algún tipo de medidas restrictivas sobre compras apalancadas en la bolsa china (en 2007 hasta el día previo a la caída, la bolsa china crecía en torno a un 15%). Además, no debería ser un mercado que genere volatilidades sistémicas dado que sólo el 1% de está participada por fondos extranjeros, dadas las restricciones de capital existentes.

Resulta útil analizar la naturaleza de choques de aversión al riesgo más o menos recientes para intentar extraer algunas conclusiones de duración de los ajustes así como patrones de diferenciación, tanto por activos como por zonas geográficas. Evidentemente, las razones muchas veces no son totalmente independientes. En la Tabla 1, se observa que en los choques desencadenados más por episodios de aversión que por fundamentales, como en el atentado a las torres gemelas e incluso el choque actual, las caídas son más bruscas, aunque las recuperaciones también son más rápidas. Cuando, en cambio, el desencadenante tiene más relación con la situación macroeconómica o las políticas implementadas, los choques son más graduales y duraderos y las recuperaciones más lentas. La crisis rusa fue la más brusca en la caída y la más lenta en la recuperación. En ese caso, la volatilidad aumentó de forma generalizada y se surgió una fuerte preocupación por unos fundamentos macroeconómicos muy poco sólidos en el mundo emergente, dada la devaluación del rublo y el *default* de la deuda soberana. En mayo del pasado año, la incertidumbre que se generó en torno a la política monetaria de la Reserva Federal fue el primer desencadenante de los desplomes de los mercados (comunicación poco transparente, temor a la sobrerrestricción monetaria). Cabe destacar, al margen de los importantes repuntes de la volatilidad en cada uno de los episodios, los niveles de la misma son sustancialmente menores en los últimos seis años en relación a las crisis de 1998 y 2001 (ver Anexo 3)

Gráfico 1



¹ Para más detalles ver *Nota Rápida* del 28 de febrero, (Ya-Lan Liu).

Tabla 1

Episodios de repunte de aversión al riesgo con caídas bursátiles: evolución del S&P

| | | Duración caída bolsa hasta mínimos (días) | % de caída bolsa | Días recuperación (días) | Situación económica EE.UU. | Stance de la PM Fed |
|------------------------|------------------------|---|------------------|--------------------------|----------------------------|---|
| Agosto 1998 | Default ruso | 12 | -13,1% | 73 | Expansión | Ciclo restrictivo prolongado |
| Septiembre 2001 | Geopolítico | 10 | -11,6% | 30 | Recesión | Ciclo expansivo |
| Abril 2005 | Corporativo (GM, Ford) | 8 | -4,2% | 36 | Expansión | Inicio ciclo restrictivo. Tipos bajos |
| Mayo 2006 | Política monetaria | 35 | -7,7% | 110 | Expansión | Comunicación poco clara. Temor a la sobrerestrictión. Máxima incertidumbre con PM |
| Actual | China | 3 | -4,5% | --- | Desaceleración | Tipos neutrales. Mercado: entre la estabilidad y las bajadas graduales |

Incluye días no laborables.

Fuente: BBVA

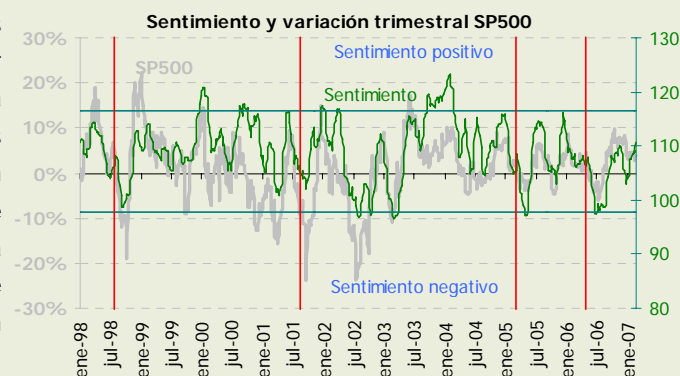
En este sentido, cabe esperar que el actual se trate de un movimiento transitorio puesto que, en principio, no parece obedecer a cambios en los fundamentos macroeconómicos. De hecho, algunas bolsas ya han comenzado a estabilizarse o incluso corregir nuevamente al alza. Los indicadores de sentimiento son útiles para analizar la reacción de los inversores en situaciones como las actuales. En episodios anteriores, a excepción de cuando anteceden a una recesión como en 2001-02, se observa que los inversores se vuelven algo más pesimistas en las semanas posteriores a la caída aunque luego retorna el sentimiento positivo. Esto parece consistente con un nerviosismo transitorio en el corto plazo y recuperación posterior (ver Gráfico 3).

Siguiendo con esta caracterización de choques, resulta también interesante analizar la evolución por activos y/o zonas geográficas. De su análisis, dos puntos podrían destacarse:

(i) Las crisis más ligadas a cuestiones de aversión al riesgo sin una fuerte relación con los fundamentos macroeconómicos, como en principio podría ser la actual, suelen ser más perjudiciales para los mercados de crédito. Tanto los spreads corporativos como los soberanos suelen deteriorarse significativamente, sobre todo, en el corto plazo. Este patrón se ha observado en los últimos días (ver Gráficos 4 y 5) Destaca con el episodio de 2006, en el que los mercados de crédito corporativo prácticamente no se vieron afectados (aunque sí los soberanos emergentes).

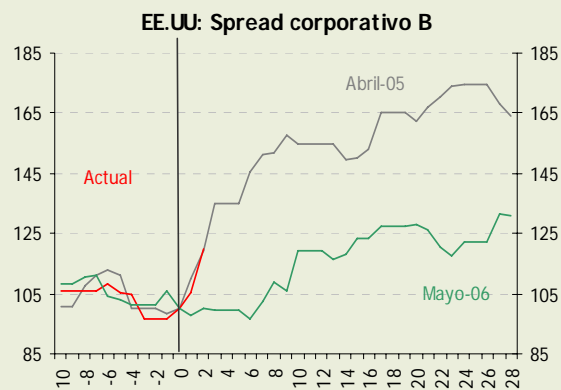
(ii) Como en la mayoría de episodios de estas características se observa cierto patrón de diferenciación por países. Así, aquellos con fundamentos menos alineados suelen ser los que más pérdidas generan. Queda más evidente analizando la evolución de las divisas. Las de países como Turquía, Sudáfrica, Hungría o Islandia, con elevados déficit exteriores y divisas aun sobrevaloradas, son de las que más se han depreciado. Las latinoamericanas como el peso

Gráfico 3



Fuente: BBVA-Capital Flows, Bloomberg y Datastream

Gráfico 4



mexicano, colombiano o el real brasilero, a pesar de tener buenos fundamentos, vuelven a ser de las divisas más perjudicadas en este tipo de episodios (ver Anexo 2).

En todo caso, la sensación es que los mercados de divisas han aguantado bastante bien sin mostrar fuertes movimientos en comparación con otros activos como la renta variable. La estabilidad del dólar en su cruce con el euro es un buen reflejo de ello.

Renta fija, más que un refugio

Tomando una perspectiva un poco más global, no parece totalmente correcto caracterizar a la situación actual de los mercados como de repunte inexplicable, fruto del nerviosismo y huida hacia la calidad. De hecho, el bajísimo nivel de los tipos de interés de largo plazo ayuda explicar esta situación. Al margen de la caída de rentabilidades en el día de las caídas bursátiles (5 p.b en EE.UU y 8 p.b. en Europa,), el bajo nivel de los tipos, sobre todo en EE.UU por debajo de 4,6, no puede atribuirse exclusivamente a un efecto refugio post-desplome bursátil. De hecho, los tipos largos vienen cayendo en EE.UU desde finales de enero en algo más de 30 p.b. La mayor parte de esta caída se explica por una importante corrección a la baja de las expectativas de política monetaria que vuelven a incorporar completamente en precio una bajada de la Reserva Federal a finales de este

año y otorga probabilidad no despreciable de una bajada adicional a comienzos del próximo año (ver Gráfico 6). La fuerte huida hacia la calidad de los últimos dos días lo que ha hecho es amplificar esta caída. En Europa, los tipos de 10 años, si bien han caído más de 15 p.b, en el último mes, parecen haber aguantado mejor el episodio de volatilidad observado.

Cabe destacar además, que ha sido el componente real de los tipos de interés el que ha provocado la caída de los tipos nominales en las últimas semanas, no sólo en EE.UU, sino también en otras zonas desarrolladas como Europa o el Reino Unido (ver Gráfico 10)

Es decir, los mercados estarían descontando un escenario algo menos favorable en crecimiento de lo que lo hacían hace unas semanas. En este sentido, las recientes declaraciones de Greenspan, posteriormente refutadas por Bernanke, hablando de una posible recesión en la economía estadounidense tuvieron bastante impacto a la baja en los tipos.

¿En qué se basa este temor sobre un menor crecimiento? Los riesgos provienen básicamente de dos vertientes. En primer lugar, el riesgo relacionado al sector inmobiliario y, sobre todo, al mercado de crédito hipotecario en EE.UU. En segundo, aunque algo menos relevante en probabilidad, un posible choque de petróleo que implique problemas de oferta en el mercado.

Respecto al primero de ellos, las noticias conocidas últimamente sobre el mercado de sub-primas en EE.UU (créditos hipotecarios con más riesgo) han generado más preocupación. Sin embargo, aunque con cautelas, no existen de momento bases sólidas para pensar que pueda generar serios problemas en la economía y en los mercados

Gráfico 5

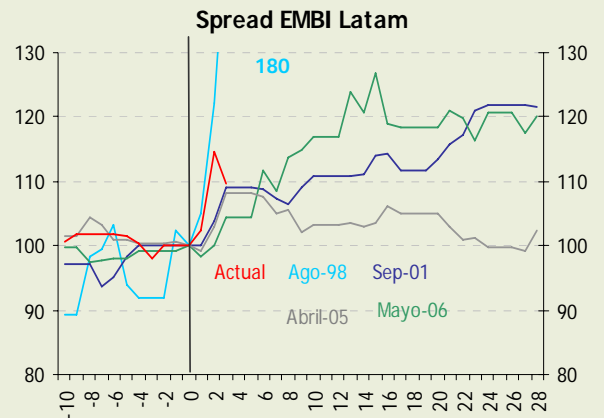


Gráfico 6

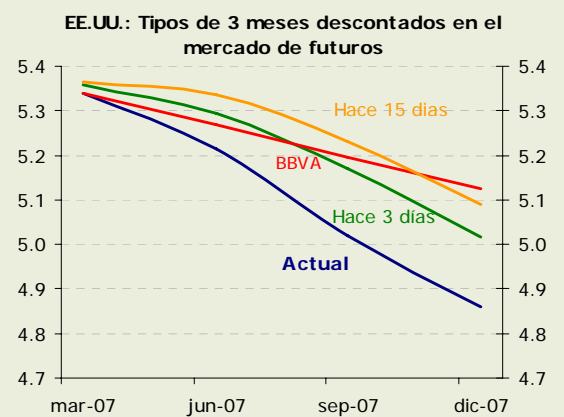
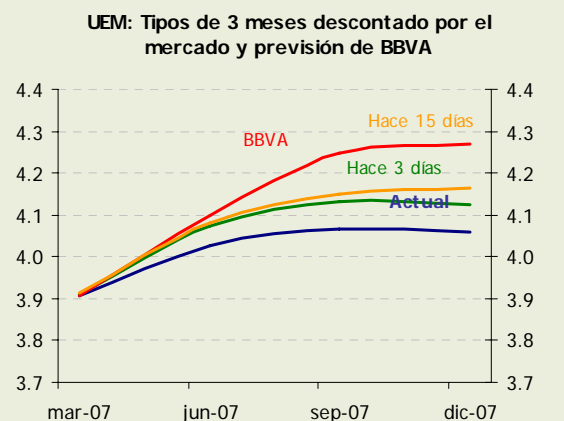


Gráfico 7



de crédito (*credit crunch*). Algunas razones son que representa sólo un 6% del total de créditos hipotecarios y los problemas en el sector parecen estar más concentrados en algunos estados y poblaciones². Además es importante destacar que los indicadores reales del sector inmobiliario estadounidense han comenzado a mostrar cierta estabilización.

Respecto al petróleo, creemos que sigue siendo poco probable un conflicto bélico que genere una nueva escalada de los precios por encima de los 80 dólares y ponga realmente en peligro la marcha de la economía global. El último repunte de precios hasta 61 \$/b nos ha debido exclusivamente a un aumento del riesgo geopolítico. Ha habido también razones coyunturales (cierre de algunas refinerías en el sur de EE.UU.) que contribuyeron a la escalada.

Con todo, los tipos de interés de largo plazo deberían retornar a unos niveles consistentes con el escenario macroeconómico de ajuste suave de las economías que, aunque con sesgos a la baja, sigue siendo el que consideramos más probable a medio plazo.

Así, tipos en torno al 4,9%-5% son consistentes con un escenario de estabilidad de la Reserva Federal para los próximos trimestres. Del lado europeo el tipo debería volver a consolidar niveles por encima del 4%. Ahora bien, en el corto plazo, la huida a la calidad podría seguir presionando los tipos largos a la baja y retrasaría la corrección de las bolsas hacia sus niveles iniciales. Pero, de confirmarse el escenario central, la evidencia de los últimos años muestra que estas correcciones se producen en períodos relativamente cortos de tiempo.

Gráfico 8

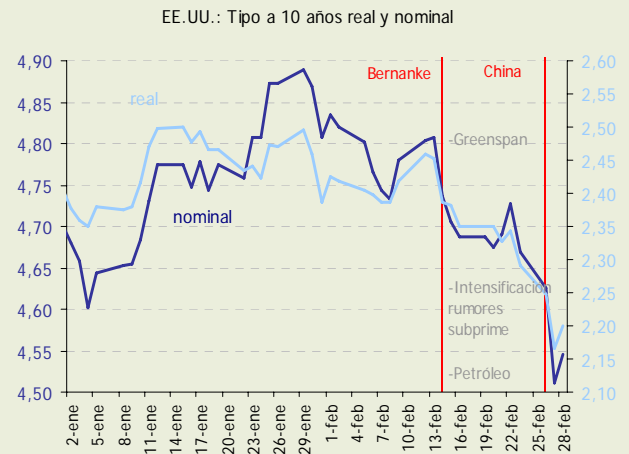


Gráfico 9

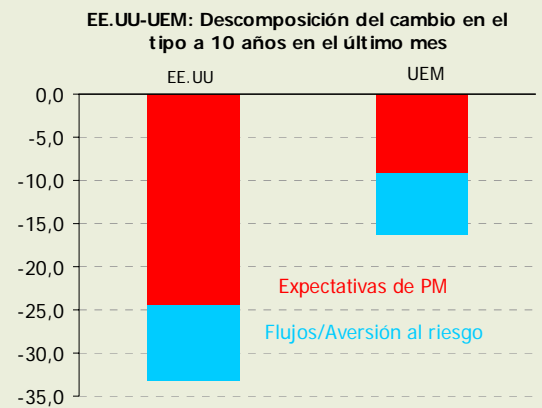
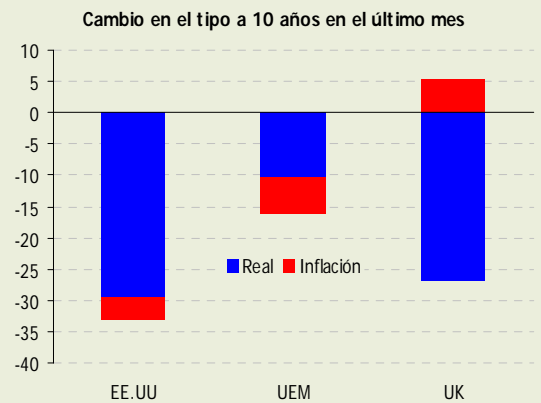
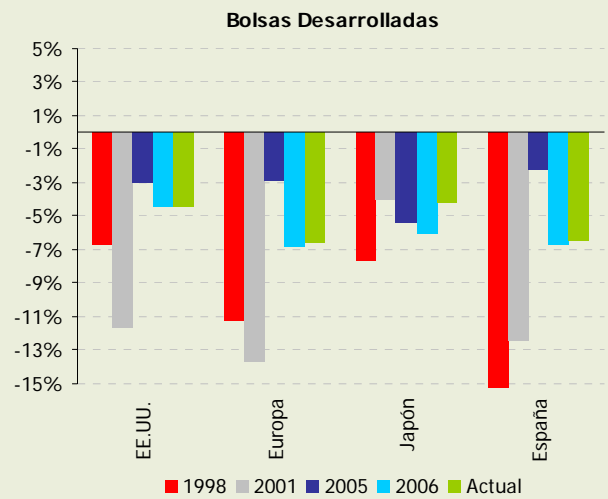
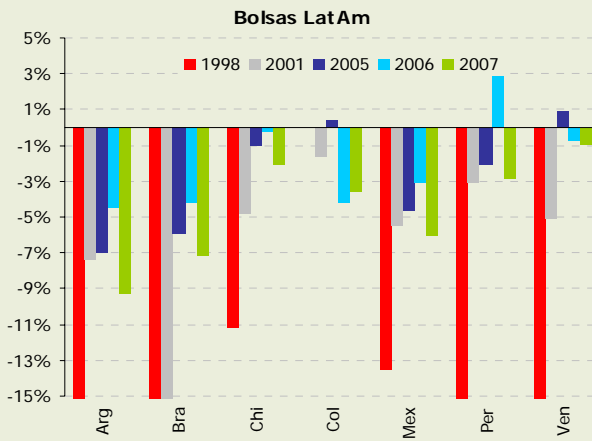
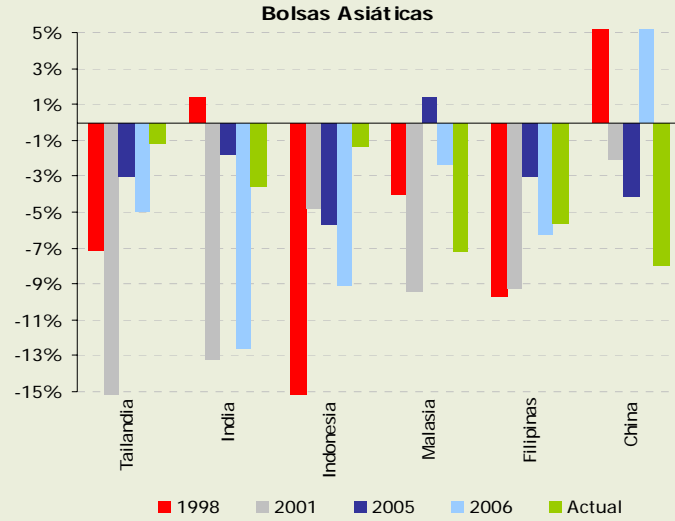


Gráfico 10



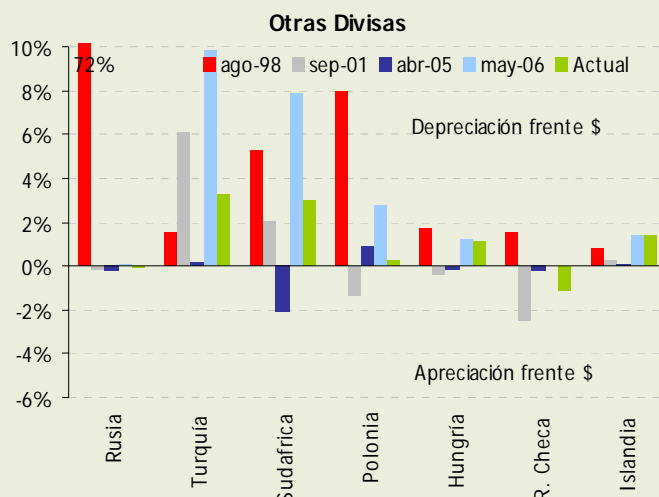
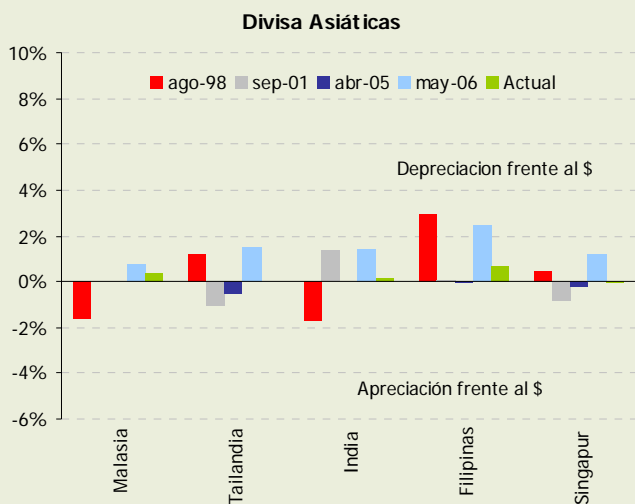
² Para más detalles ver *Economic Brief* del 28 de febrero, (Alejandro Neut y Marcial Nava).

Anexo 1: Evolución bolsas

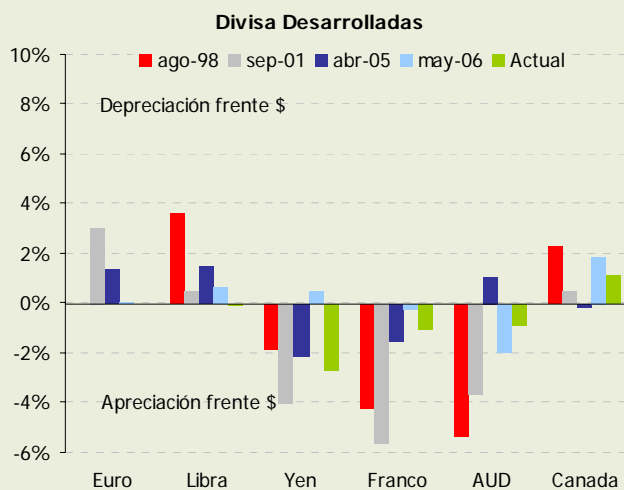
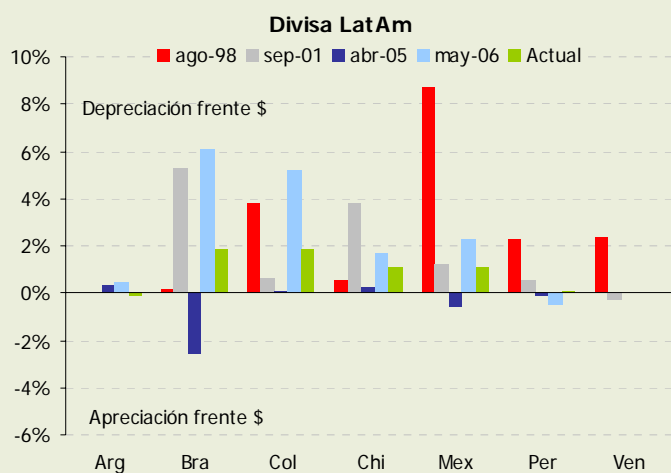


*En los episodios anteriores, se cuentan los primeros 10 posteriores al inicio de caída bursátil.

Anexo 2: Evolución divisas



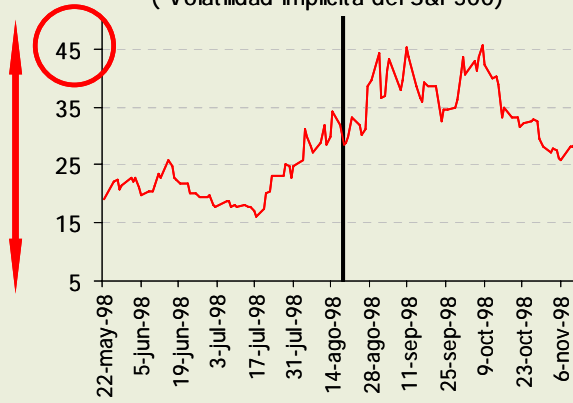
El rublo se depreció un 300% hasta finales de 1998



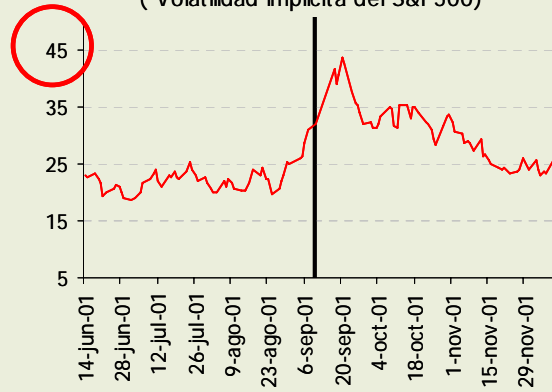
*En los episodios anteriores, se cuentan los primeros 10 días posteriores al inicio de caída bursátil. En el caso de la crisis rusa, las divisas de Argentina y Venezuela tenían tipo de cambio fijo.

Anexo 3: VIX (indicador de aversión global del riesgo)

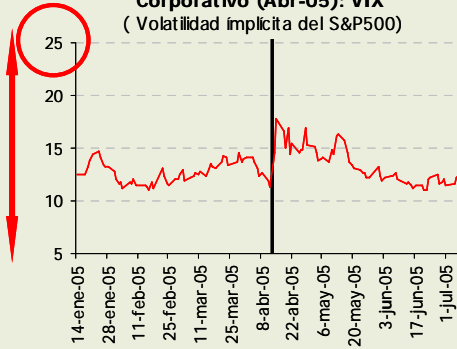
Default ruso (Ago-1998): VIX
(Volatilidad implícita del S&P500)



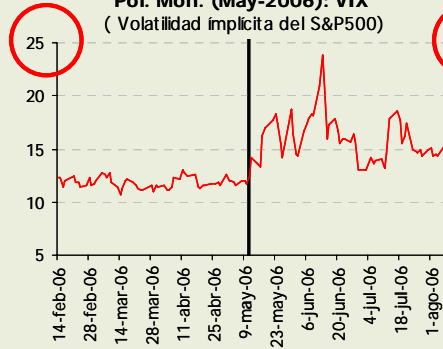
Geopolítico (Sep-2001): VIX
(Volatilidad implícita del S&P500)



Corporativo (Abr-05): VIX
(Volatilidad implícita del S&P500)



Pol. Mon. (May-2006): VIX
(Volatilidad implícita del S&P500)



China (Actual): VIX
(Volatilidad implícita del S&P500)

