



«Que lo mejor del ciclo expansivo global queda ya atrás parece una certeza si observamos los indicadores de corte adelantado publicados en los últimos meses.»

Octubre Rojo en los mercados

Octubre se ha saldado con un intenso deterioro del sentimiento de mercado y correcciones fuertes y rápidas, del orden del diez por ciento, en la mayoría de bolsas desarrolladas. También en las principales plazas emergentes, lideradas por la continuidad del mercado bajista en acciones chinas, aunque con excepciones notables como Brasil, donde los inversores han saludado la victoria de Jair Bolsonaro en las elecciones presidenciales con ganancias en el Bovespa y el real.

No solo han sufrido las bolsas. El castigo ha sido también sustancial en la deuda corporativa de peor calidad crediticia o *high yield*, cuyo diferencial frente a la deuda soberana en dólares y euros repuntaba hasta su nivel más elevado desde 2016, generando pérdidas de cierto calado. Y como suele suceder en este tipo de entornos, los activos refugio tradicionales (yen, deuda alemana, oro y franco suizo), se han visto beneficiados.

Se trata del segundo episodio de correcciones intensas en los mercados financieros en lo que llevamos de 2018, un ejercicio que está siendo mucho más complicado para los inversores que los dos anteriores. En cierto modo, que las condiciones de mercado iban a estar este año marcadas por una mayor volatilidad era algo que a finales de 2017

muchos ya anticipamos (así lo hicimos en nuestras Jornadas de Análisis Económico y de Mercados de noviembre pasado).

Nuestro razonamiento tras dicha expectativa se basaba, por un lado, en la existencia de valoraciones de activos cada vez más exigentes y, por otro, el efecto combinado de la reducción en la provisión de liquidez incremental y avance en el proceso de normalización monetaria por parte de los principales bancos centrales, y la incertidumbre generada por una larga lista de eventos de alto riesgo de naturaleza geopolítica (*Brexit*, formación de gobierno en Italia, elecciones en México y Brasil, amenaza proteccionista por parte de EEUU). En otras palabras, el régimen o estado de las cosas de 2016-2017, en el que la política monetaria actuaba como un «bálsamo de fierabrás» ante cualquier evento de riesgo, ha tocado a su fin.

En todo caso, y más allá de este «cambio de estado», este octubre rojo en los mercados se ha gestado en un entorno de rápido desplazamiento al alza de los tipos reales en EE.UU., paralelo a la generalización de señales de debilitamiento de la expansión económica global. Que lo mejor del ciclo expansivo global queda ya atrás parece una certeza si observamos los indicadores de corte adelantado publicados en los últimos meses. Concluir que estamos ante el ini-

JOSÉ MANUEL AMOR es socio, director de Análisis Económico y de Mercados de Afi.
Twitter: @JMAafi

cio de un episodio de intensa desaceleración o incluso, como algunos colegas auguran, a las puertas de un nuevo episodio de recesión, nos parece poco justificado. En cuanto a los tipos de interés, además del alza de tipos reales a largo plazo citada arriba, su escasa flexión a la baja ante las intensas caídas de las bolsas puede interpretarse, al menos en parte, como un refrendo a la convicción mostrada por la Reserva Federal a la hora de seguir elevándolos. En el caso de los tipos en euros, el refugio en la deuda alemana provocado por el abandono de posiciones en Italia ha convivido con una mínima cesión en las expectativas de inicio de la normalización monetaria por parte del BCE. Ambos son reflejos de que, en ausencia de un hundimiento de la actividad, la normalización monetaria va a seguir su curso. La famosa put de los bancos centrales hoy apenas cotiza en los mercados.

En esta tesitura, la pregunta que la comunidad inversora se realiza ahora es si debe aprovecharse el ajuste en las valoraciones de la renta variable (que nos devuelve a niveles promedio de los últimos diez años en muchos índices) para elevar la exposición a este activo. En nuestra opinión, una desaceleración moderada del ritmo de expansión del ciclo global –en ningún caso recesión sin existir de forma previa una materialización de los riesgos de cola en materia geopolítica– debiera permitir que el crecimiento de beneficios, si bien a menor tasa que la observada en los últimos dos años, continúe ejerciendo una tracción positiva sobre el precio de las acciones. Ahora bien, el nivel de exposición debería ser, o bien algo inferior a la mantenida en los últimos años, o bien cubrirse con un mix de liquidez y deuda del Tesoro EE.UU. a corto y medio plazo ::