Volatilidad en las perspectivas económicas

Independientemente de que reconozca el riesgo del entorno exterior, es relevante la predisposición [de la Fed] a aceptar un repunte de la inflación, asociado a la asimetría en su capacidad de actuación.

A este paso, 2016 va a ser un ejercicio que usaremos para explicar no sólo qué es la volatilidad en los mercados financieros, sino también cómo en apenas unas semanas pueden cambiar las perspectivas del entorno económico. Y es que en los primeros días de febrero el diagnóstico que se podía extraer de las cotizaciones era una cadena de riesgos sistémicos que amenazaban con meter a la economía mundial en recesión: China, petróleo, bancos europeos. El arranque del Eurostoxx en 2016 fue el peor de la historia, pero desde entonces estamos asistiendo a una recuperación de los precios de los activos financieros de no menor intensidad, aunque, de nuevo, cumpliéndose la regla: en las subidas, la volatilidad es menor que en las caídas de los precios. Es decir, cuando el mercado está en una corrección se alternan sesiones de alzas y bajas (más frecuentes las segundas que las primeras) de mayor magnitud que la que se observa en la recuperación, momento en el que, lógicamente, contamos con más jornadas de revalorización que de caídas, pero la cuantía de los movimientos es más reducida: el sesgo procíclico de la volatilidad de los mercados financieros.

Pero regresemos al entorno económico y actualicemos los factores de riesgo sistémico y los acontecimientos relevantes que explican el cambio de estado en los mercados (de *Risk off* a *Risk on*).

China. Ya a principios de mayo y las previsiones para el avance del PIB no se modifican sustancialmente respecto a las que teníamos en otoño del año pasado: crecimiento en la zona del 6,5%. Las autoridades económicas y monetarias han utilizado parte del margen de actuación con el que contaban y parece que el efecto sobre el dinamismos económico ha sido positivo. Los capitales habrían dejado de salir del país y aunque continúan produciéndose impagos (he aquí el verdadero riesgo sistémico desde China), están vinculados a compañías de menor tamaño. El *World Ecomomic Outlook* (WEO) del FMI mantiene la previsión de crecimiento del PIB del 6,5%.

Petróleo. La evolución del precio de las materias primas en general, y del petróleo en particular, está siendo otra de esas claves que, cuando menos, despista a los observadores externos ¿es bueno o malo que caiga el precio de las *commodities*? La respuesta correcta es:

David Cano es socio de Afi y asesor principal de Españoleto Gestión Global.
E-mail: dcano@afi.es

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

depende. Era bueno que el barril abandonara la zona de los 150 dólares vigente hace unos años toda vez que generaba una excesivo trasvase de renta desde los países consumidores a los productos, agudizando así la diferencia de signo en la balanza por cuenta corriente (o dificultando el proceso de corrección del déficit de algunos, como la periferia de la UME). Pero es muy negativo que el petróleo cotice en niveles que aumente las probabilidades de impago de la mayoría de compañías, generándose una cascada de impagos no solo sobre bonos emitidos por estas empresas (lo que se reflejó intensamente en los diferenciales *high yield*) sino por otros proyectos/activos de inversión.

¿Qué ha cambiado desde el 21 de enero, momento del punto de inflexión en la cotización? Parece que la clave vuelve a estar en la oferta. Así, de la misma forma que un precio alto atrajo nuevos oferentes (especialmente de técnicas no convencionales en EEUU), uno bajo estaría obligando a la cierre de un buen número de yacimientos. La recuperación de dos segmentos de la renta fija (*high yield* y emergentes) es una clara muestra de esta reducción de riesgo sistémico.

Bancos centrales. Una vez más son protagonistas al favorecer una recuperación de las cotizaciones de los activos financieros. Por un lado, la Reserva Federal, que exhibe un sesgo menos tensionador. Independientemente de que reconozca el riesgo del entorno exterior, es relevante la predisposición a aceptar un repunte de la inflación, asociado a la asimetría en su capacidad de actuación. Así, si continúan el crecimiento del PIB y la reducción de la tasa de paro con el consiguiente repunte de los salarios en un contexto en el que el petróleo regresara a cotas de 60 dólares, la tasa general de inflación se situaría claramente por encima del objetivo del 2,0%. Tras varios años de crecimiento de los precios al consumo por debajo de esa cota, la Fed se podría permitir una etapa de mayor inflación y, sobre todo, en caso de que fuera necesario, tendría margen para subir los tipos de interés. Pero en sentido contrario, en caso de que el cuadro macroeconómico se deteriore en el futuro por un excesivamente temprano endurecimiento de las condiciones monetarias, el margen de actuación del banco central sería limitado. Es esta asimetría la que parece que llevará a la Reserva Federal a esperar, al menos hasta después del verano, a elevar los *fed funds*. La reacción de la curva de tipos ha sido clara, con el consiguiente impacto positivo sobre la renta variable.

Por su parte, las dos nuevas medidas de política monetaria no convencional del BCE (TLTRO II y CSPP, ver número del mes pasado) parece que están teniendo un efecto positivo por varios frentes. Por un lado, en el mercado de renta fija privada, tanto en el que va a ser objetivo de compra directa (grado de inversión) como el que se beneficia de forma indirecta. Nos referimos al *high yield*, segmento donde parece que nos vamos a tener que desplazar los inversores como respuesta al nuevo endurecimiento de la represión financiera. Con tipos interbancarios en 0,0%, con la deuda pública en cotas negativas y con los *corporates investment grade* pagando por debajo de la inflación, está claro que la estrategia pasa por asumir riesgo de crédito, que no de duración. Esta es la estrategia que estamos siguiendo: nada de deuda pública y sí (mucha) renta fija privada BBB y, sobre todo, *high yield* ::