

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

Tiempos más difíciles
con la normalización
de la volatilidad y los tipos de interés

Abril 2018

Creando Oportunidades

Resumen

- En el 1T18, los Fondos de Inversión Globales (GIF, por sus siglas en inglés) atrajeron nuevos flujos por un monto considerable por las fuertes entradas de enero. Sin embargo, los flujos se moderaron en los dos meses siguientes tras el fuerte repunte de la volatilidad financiera y la creciente amenaza del proteccionismo.
- La reducción de los flujos se concentró, sobre todo, en los fondos de renta variable de los mercados desarrollados (MD). Los mercados emergentes (ME), apoyados por condiciones de financiación todavía favorables (mercados de crédito) y por el buen ritmo de crecimiento mundial, aguantaron relativamente, si se compara con otros episodios previos en los que aumentó la volatilidad -históricamente, los flujos de los ME están negativamente correlacionados con la volatilidad-.
- Nuestras herramientas analíticas muestran que este episodio de volatilidad ha sido diferente. A diferencia de episodios anteriores, el contagio financiero ha sido moderado, las perspectivas económicas se han mantenido sólidas y no hemos entrado en un episodio genuino de huida a la calidad, aunque el apetito de los inversores por el riesgo se ha moderado (zona «neutral»). El ciclo económico y los precios de las materias primas probablemente han contribuido a compensar la mayor volatilidad. No obstante, según nuestro modelo basado exclusivamente en factores fundamentales, estos factores no son suficientes para explicar la aceleración de las entradas hacia ME en el primer trimestre, por tanto, la sostenibilidad de los flujos es cuestionable.
- El entorno financiero es, sin duda, crecientemente complicado para los ME, ya que la volatilidad y los tipos de interés se «normalizan» en un contexto de altos niveles de deuda. La continuación del impulso económico mundial sigue siendo clave para sustentar la continuidad de los fuertes flujos, aunque se espera cierta reversión. Dos riesgos particularmente preocupantes son la posible adopción de medidas proteccionistas y/o una normalización más rápida de tipos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos.

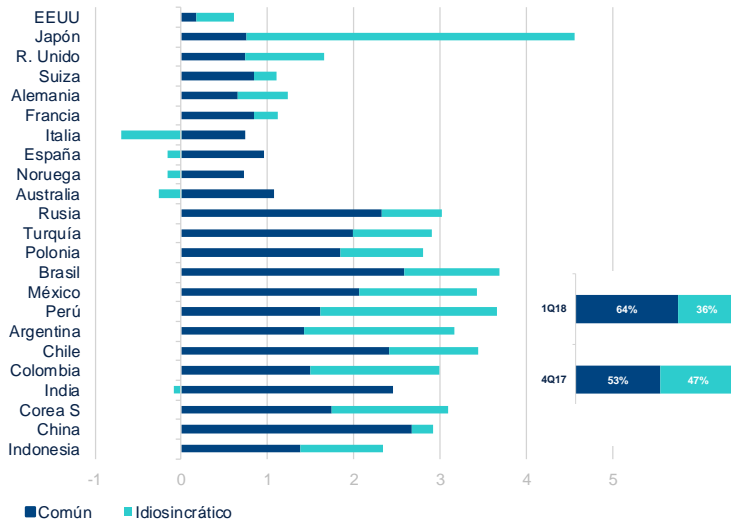
Fondos de Inversión Globales (GIF)

- Analizamos los datos EPFR de flujos de fondos globales durante el trimestre:
 - para dar seguimiento al volumen de flujos;
 - para tener un mapa de reasignación de flujos entre regiones y clases de activos;
 - para identificar los factores comunes que están detrás de estas dinámicas.

En el 1T18, los GIF siguieron atrayendo considerables entradas. El trimestre estuvo muy influido por las fuertes entradas registradas en enero

GIF, flujos por países en 1T18: Factor común vs. idiosincrático

(Variación mensual, media del 1T18, % AUM)



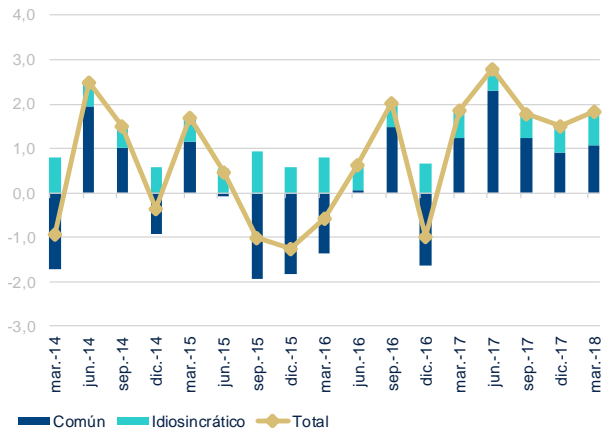
*La comparación entre países se basa en entradas de flujos relativas a los activos bajo gestión (AUM) de cada país. NO se basan en flujos efectivos en USD, que suelen ser considerablemente superiores en EE.UU. que en las demás economías

Fuente: BBVA Research, EPFR.

- Los GIF registraron **entradas fuertes a principios de año**, favorecidas por factores globales que estimularon el apetito de los inversores. No obstante, **según ha ido avanzando el año, las incertidumbres globales y los consecutivos episodios de volatilidad han llevado a una moderación**, especialmente para los MD (a excepción de Japón)
- Por ahora, todavía se observa un **posicionamiento favorable en los ME frente a los MD**
- En relación a los activos, **la moderación de los flujos se concentró fundamentalmente en los fondos de renta variable de los MD**. El repunte de los tipos de interés desarrollados también ha contribuido a reducir las entradas en fondos de renta fija.

Los flujos se están ralentizando. Las entradas en GIF cayeron fuertemente tras el episodio de volatilidad “VIX tantrum”

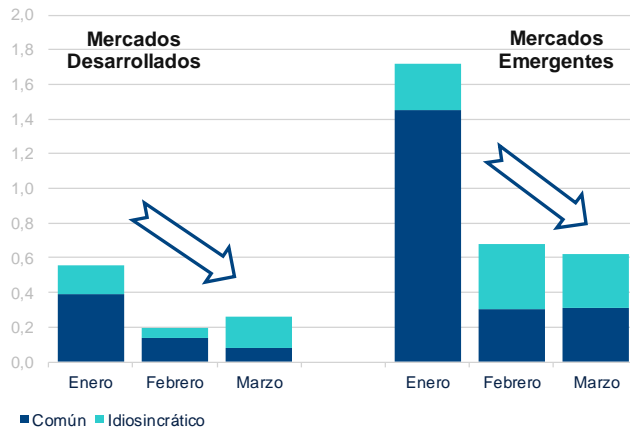
GIF, flujos totales y su composición (flujos trimestrales, todos los países, % AUM)



Fuente: BBVA Research, EPFR.

En enero, los GIF registraron fuertes entradas de capitales (las más elevadas desde 2005) ya que los recortes impositivos en EE.UU. se sumaron a los vientos de cola.

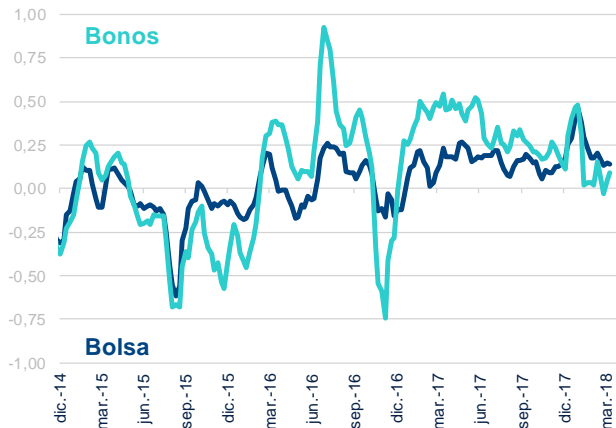
1T18: flujos por regiones y su composición (flujos mensuales, % AUM)



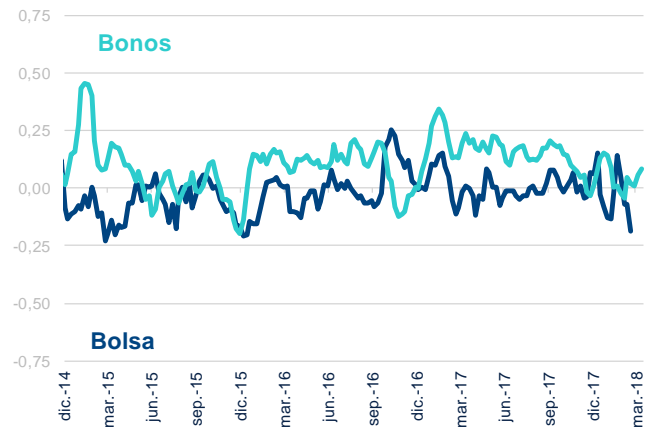
Desde febrero, la creciente preocupación en los mercados financieros (sobre la inflación, las medidas comerciales y la normalización de la Fed) ha provocado un fuerte aumento de la volatilidad que ha perjudicado a los GIF

El sentimiento de los inversores hacia renta variable en MD se ha deteriorado. Sorprendentemente, los fondos de ME evitaron salidas de capitales

GIF, flujos a Mercados Emergentes
(flujos semanales, promedio móvil 4 semanas, % AUM)



GIF, flujos a fondos estadounidenses
(flujos semanales, promedio móvil 4 semanas, % AUM)



Fuente: BBVA Research, EPFR

Moderación en las entradas de los ME: las estrategias de carry fueron perdiendo atractivo a medida que los tipos de interés de EE.UU. continuaron aumentando, mientras que los flujos de entrada a renta variable siguieron siendo positivos, como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas y del crecimiento mundial

Frente a la coyuntura de elevada volatilidad en renta variable y altas valoraciones, las salidas se han concentrado en su mayoría en los fondos de renta variable estadounidenses. El apetito por los bonos no se ha disipado.

Principales determinantes macro de los flujos de GIF

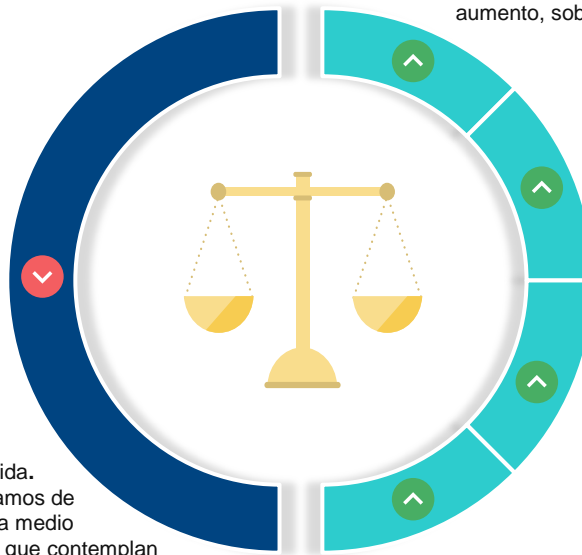
- Identificamos los factores macro globales e idiosincráticos que determinan los flujos a ME y MD

Una mirada más cercana a los determinantes de los flujos muestra que el impacto negativo de la alta volatilidad se ha visto más que compensado por otros factores positivos

Repunte en la volatilidad de la renta variable

La volatilidad ha vuelto de forma repentina a los mercados

tras un inusual año de volatilidad extraordinariamente reducida. En nuestro último informe ya alertábamos de que esta situación no era sostenible a medio plazo. Según nuestras estimaciones, que contemplan una correlación negativa entre los flujos de entrada a los ME y la volatilidad, el repunte en el índice VIX de 9 a 20 en el 1TR18 (durante el que alcanzó un máximo del 40%) habría reducido los flujos de entrada a ME en un 1,5%



Fortaleza del crecimiento mundial a comienzos de 2018, impulsado adicionalmente por el programa de estímulo fiscal en EE.UU.. Si bien, la incertidumbre ha ido en aumento, sobre todo por la amenaza proteccionista

La liquidez mundial continua siendo favorable

y, medida como activos en los balances de los bancos centrales expresados en USD, sigue siendo abundante. Con todo, teniendo en cuenta la reducción paulatina del balance de la Fed y de la disminución en las compras de otros grandes bancos centrales, como el BCE y el BoJ, la liquidez ha empezado a moderarse.

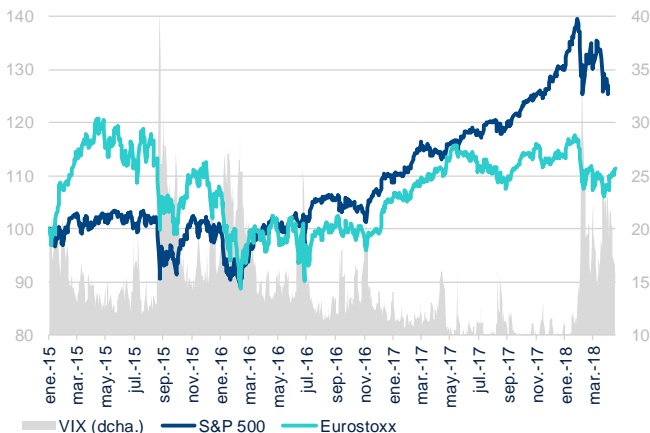
Las condiciones financieras mundiales

continuaron siendo acomodaticias. Aunque la subida de los tipos en EE.UU. resta atractivo a las estrategias de búsqueda de rentabilidad, según nuestros modelos, el aplanamiento de la curva de rentabilidades de EE.UU. presenta una correlación positiva con los flujos de entrada a los ME

La debilidad del dólar estadounidense ha sido, sin duda, un importante e inesperado factor positivo para los ME

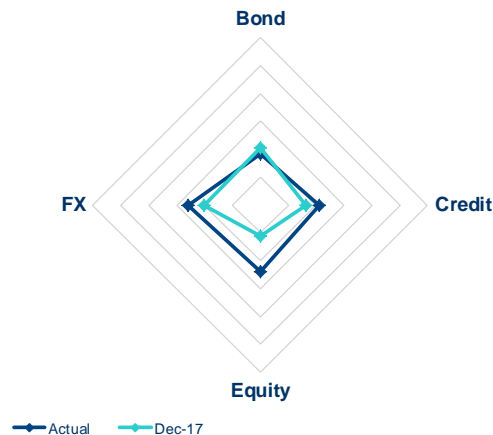
La volatilidad ha regresado a los mercados de renta variable, produciendo fuertes correcciones bursátiles. El contagio a otros segmentos ha sido moderado

Principales índices de renta variable desarrollados y volatilidad (VIX) (100: enero de 2015, volatilidad: %)



Fuente: BBVA Research, EPFR.

Índice de volatilidad de BBVA Research por activos (Desviación de la volatilidad histórica)



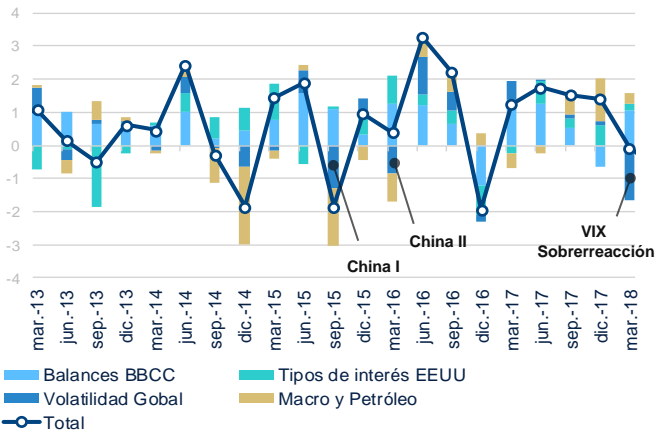
Durante el 1T18 se produjeron varios episodios de volatilidad, impulsados por la preocupación por la inflación, la reacción de la Fed y una posible guerra comercial. En un entorno de menor liquidez, las perturbaciones relacionadas con la volatilidad puede ser más persistentes.

A diferencia de otros episodios de volatilidad, el contagio a otros mercados ha sido limitado, sobre todo en el mercado de crédito.

¿Qué diferencia al “VIX *tantrum*” de otros episodios de volatilidad?

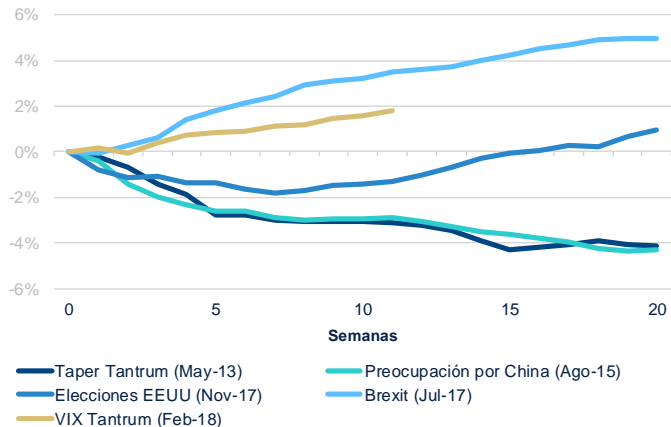
GIF, flujos a ME y detalle de sus principales determinantes

(factor común, % AUM)



GIF, flujos a ME en distintos episodios de volatilidad

(0: semana del acontecimiento, % AUM)

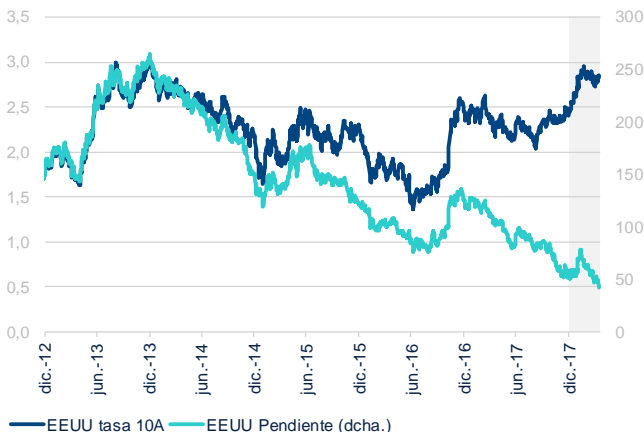


Fuente: BBVA Research, Bloomberg

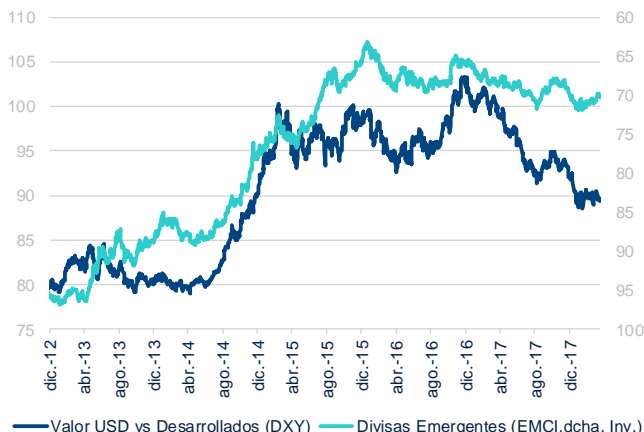
Durante el verano de 2015 y principios de 2016, los mercados financieros mostraron dos episodios de fuerte aumento de la volatilidad provocados por el miedo a que se produjera un aterrizaje brusco de China. De hecho, el aumento de la volatilidad se unió a un deterioro de las perspectivas económicas. Como resultado, se redujo el apetito por los flujos de los ME. No obstante, esta vez el entorno ha sido diferente: las perspectivas macroeconómicas han seguido siendo positivas

El aplanamiento de la curva de tipos estadounidense y la depreciación del dólar han apoyado los flujos a ME

Tipos de interés a 10 años en EE. UU. y pendiente de la curva (10-2 años)
(%, pb)

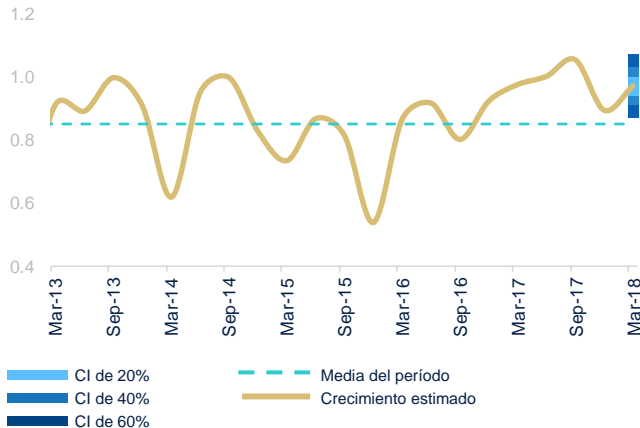


Dólar estadounidense a las divisas desarrolladas y emergentes
(Índice)



El sólido crecimiento económico y el aumento de los precios del petróleo también están siendo factores de apoyo

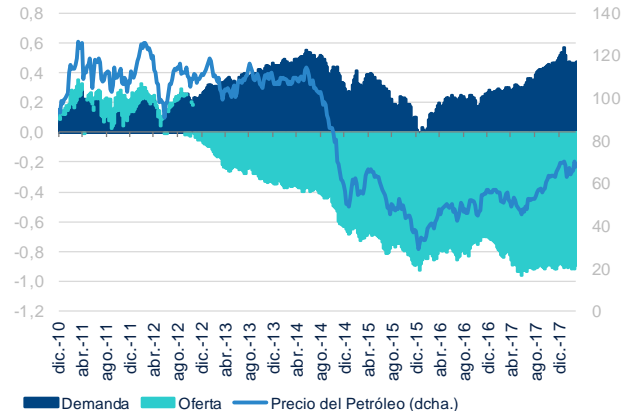
Previsión de crecimiento del PIB mundial basada en BBVA-GAIN (% t/t)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Fed de Nueva York

Precios del petróleo y desglose entre demanda y oferta

(USD y variación semanal acumulada desde enero de 2010, Fed de Nueva York)



A pesar del aumento de la incertidumbre vinculado con las medidas proteccionistas, el crecimiento mundial se mantiene sólido, en parte debido al paquete fiscal de EE. UU. El repunte de los precios del petróleo por encima de los 70 USD/b empieza a estar asociado a factores de oferta, incluyendo el riesgo geopolítico.

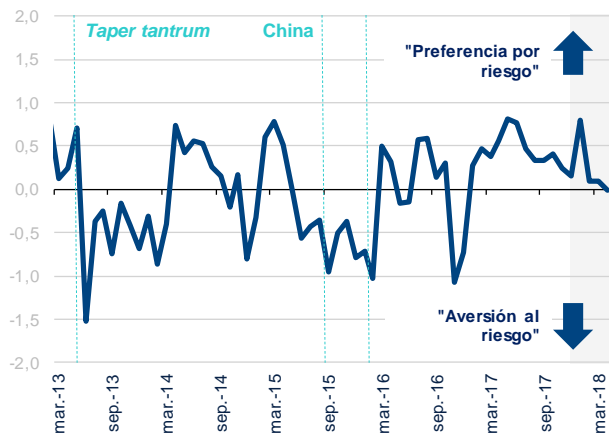
Sentimiento de los inversores

- Hemos desarrollado un conjunto de indicadores que combinan los precios de los activos y la información de flujos de EPFR para identificar:
 - episodios de apetito por el riesgo y
 - de aversión al riesgo, entre los que hay tres tipos: de pura aversión al riesgo, demanda de activos refugio-huida a la calidad y retirada de dinero-huida a la liquidez
- Además, evaluamos el apetito de los inversores por los fondos de mercados emergentes frente a los de mercados desarrollados, así como el apetito por renta variable frente a renta fija

El tono del mercado ha regresado al territorio neutral, todavía está muy alejado de un episodio de aversión al riesgo o huida a la calidad

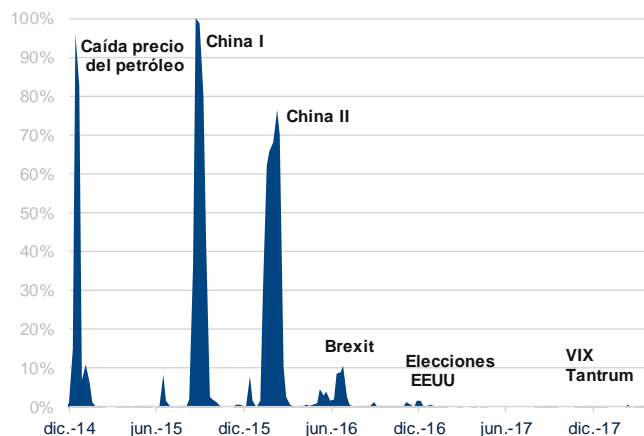
Indicador de sentimiento de los inversores

(Factor 1 de análisis de factores, véase el anexo)



Fuente: BBVA Research, EPFR

Probabilidad de entrar en un episodio de huida a la calidad (basada exclusivamente en los datos de flujos de fondos)*



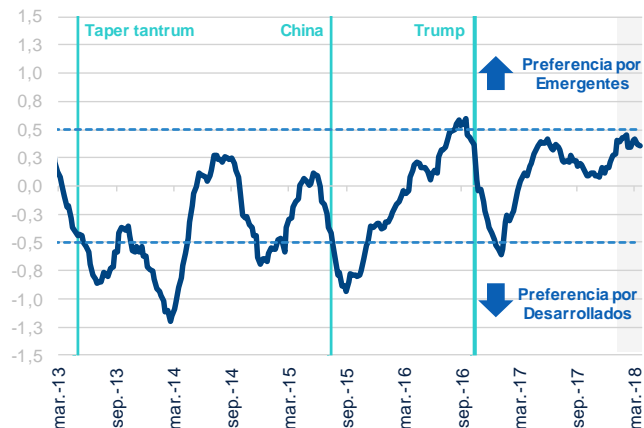
El apetito por el riesgo que prevaleció durante 2017 se ha disipado. Durante el 1T18, tras un mes de enero marcado por un tono inusualmente positivo, los inversores se volvieron más cautelosos, aunque lejos del territorio de aversión al riesgo

Según nuestro modelo *probit*, la probabilidad de que los mercados transiten a una situación de huida a la calidad es muy baja

El menor apetito por el riesgo afectó sobre todo a los mercados desarrollados, provocando una reducción de las entradas hacia los fondos de renta variable

Apetito de los inversores por MD frente a ME

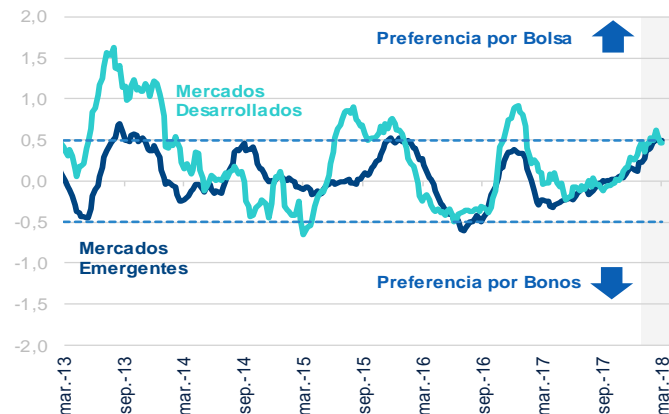
(indicador expresado como desviación estándar de la media histórica)




Fuente: BBVA Research, EPFR

Apetito de los inversores por renta fija frente a renta variable

(indicador expresado como desviación estándar de la media histórica)



La mayor volatilidad ha pesado negativamente en los MD, sobre todo en los fondos de renta variable y *High Yield* -que en EE. UU. registraron retiradas fuertes en el 1T18-. No obstante, los fondos de renta variable de ME han estado registrando entradas significativas, contrarrestando el menor interés de los inversores por la deuda (estrategias de búsqueda de rendimiento se vuelven menos atractivas). Como resultado, la preferencia por Se me ha mantenido (en este “singular” episodio de volatilidad)



**¿Qué pasará
después?**

Nuestro escenario macroeconómico central



Perspectiva económica mundial

- El crecimiento mundial se mantiene **sólido**, en parte debido al paquete de medidas financieras de EE. UU., mientras que la inflación sigue contenida.
- Hemos revisado al alza el crecimiento del PIB en las principales economías avanzadas: EE. UU. al 2,8% en 2018 y 2019, Europa al 2,3% y 1,8%, respectivamente
- En China, esperamos una **ralentización gradual**, con menor incertidumbre política (6,3% y 6% en 2018 y 2019, respectivamente)
- No obstante, la **incertidumbre ha aumentado**, debido al **proteccionismo**. Las medidas aprobadas por EE.UU., por ahora, no han tenido un efecto directo significativo, pero no pueden descartarse medidas más agresivas



Política monetaria de los principales bancos centrales

- La normalización de la política monetaria de los bancos centrales, esperamos que sea algo más rápida en el caso de la Fed, mientras el BCE está dando los primeros pasos
- Esperamos que la Fed, tras la subida de marzo, aumente los tipos en otros 75 pb en 2018 (al 2,50%) y otros 50 pb en 2019 (al 3%)
- El BCE ha reducido sus compras de activos desde enero. Esperamos que finalice el QE a finales de año. No esperamos subidas de los tipos de interés hasta 2019 (en marzo los tipos de depósito y en junio los tipos de referencia)

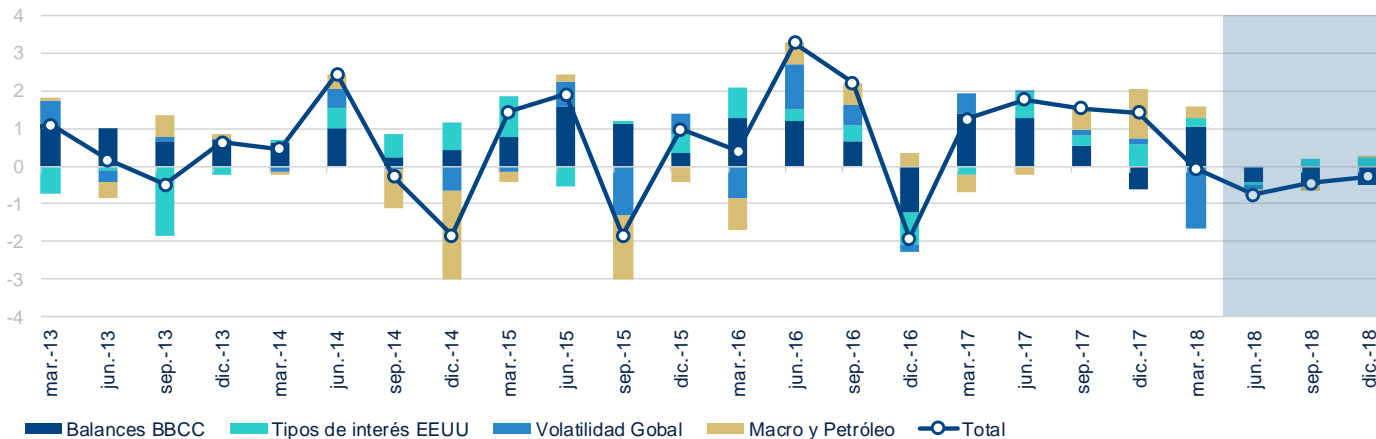


Condiciones financieras globales

- Mayor volatilidad financiera, volviendo a niveles más “normales”. El entorno de volatilidad inusualmente baja (en particular en 2017) ha quedado atrás.
- Se espera que los tipos de interés a largo plazo se eleven paulatinamente tanto en EE. UU. como en Europa.
- Mantenemos la previsión del precio del petróleo, esto es, cierta moderación de los precios actuales (66 dólares/barril promedio 2018)
- Se espera que persista la debilidad del dólar estadounidense frente a las principales divisas, debido a las expectativas sobre la política monetaria y la incertidumbre sobre las políticas estadounidenses

Nuestro escenario central para los flujos a ME: La baja volatilidad, los tipos bajos y las entradas masivas de flujos a ME han quedado atrás

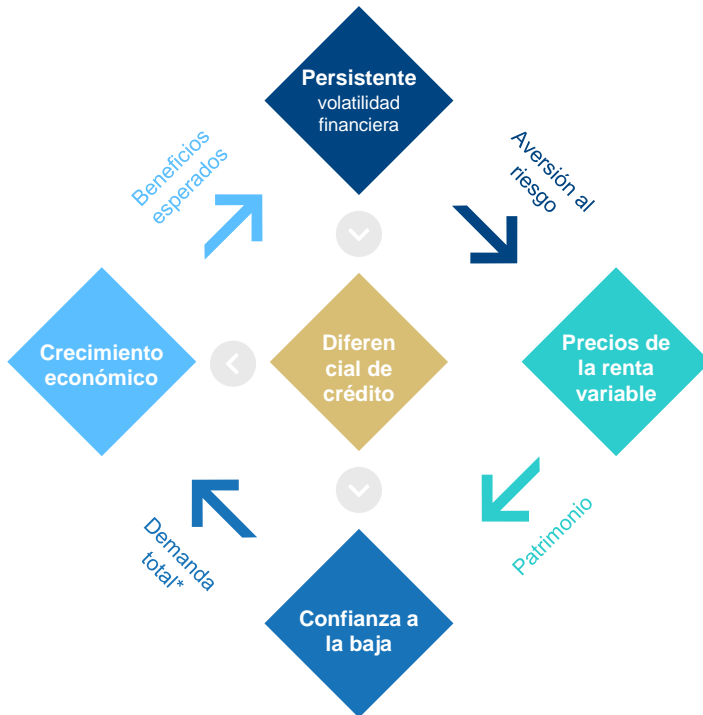
GIF, flujos estimados hacia ME (factor común, % AUM)



Fuente: BBVA Research, EPFR

Aunque las perspectivas de crecimiento han mejorado a corto plazo, el entorno financiero se ha complicado para los ME. En la medida que la volatilidad ha abandonado la zona de mínimos de 2017 y hay mayor certeza sobre las subidas de tipos de interés en EE.UU., los vientos de cola para ME podrían convertirse en vientos de cara.

¿Qué cabe esperar? Efectos de la alta volatilidad financiera sobre otros segmentos del mercado, confianzas y crecimiento económico



- El aumento de la volatilidad financiera (que se produjo en medio de elevadas valoraciones y exposición a productos apalancados) está mostrando mayor persistencia conforme aumentan las fuentes de incertidumbre :
 - Miedo al proteccionismo
 - Regulación del sector tecnológico
 - Estrategia de salida de los bancos centrales
- **Los principales canales de contagio de los mercados financieros a la economía real son:**
 - **Efecto riqueza:** las caídas de los índices de renta variable podrían mermar la riqueza de las familias y provocar una caída de las confianzas.
 - **Restricciones crediticias:** hasta ahora, el contagio al mercado de crédito ha sido limitado, pero si las tensiones comerciales se intensifican, el endurecimiento de las condiciones de financiación podría ser significativo



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
- **MD:** 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.
- **ME:** 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 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

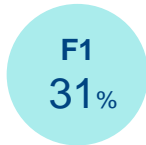
Anexo metodológico

Noviembre de 2017

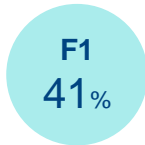
Creando Oportunidades

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

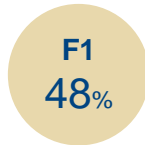
% de 42 **Renta variable** flujos explicados



% de 42 **Bonos** flujos explicados



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



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

1

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

F2
19%

+

F2
10%

=

F2
9%

2

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.

F3
11%

F3
6%

F3
11%

3

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.

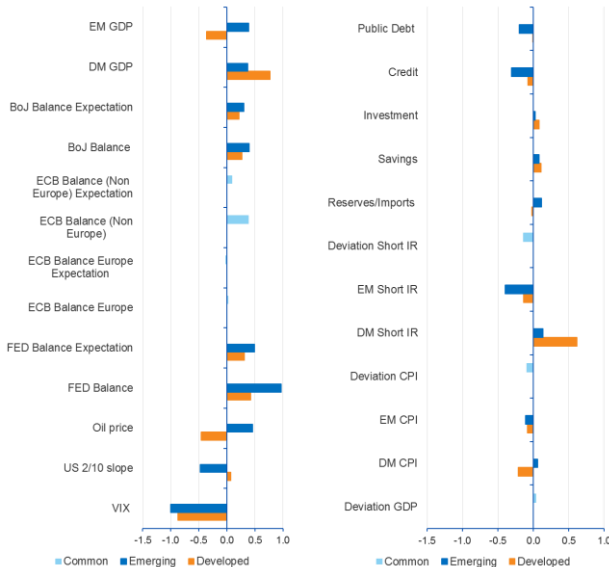
04 Permitimos que cada variable explicativa tuviera un efecto distinto en los mercados desarrollados frente a los mercados emergentes

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)



$R^2 = 0,54$

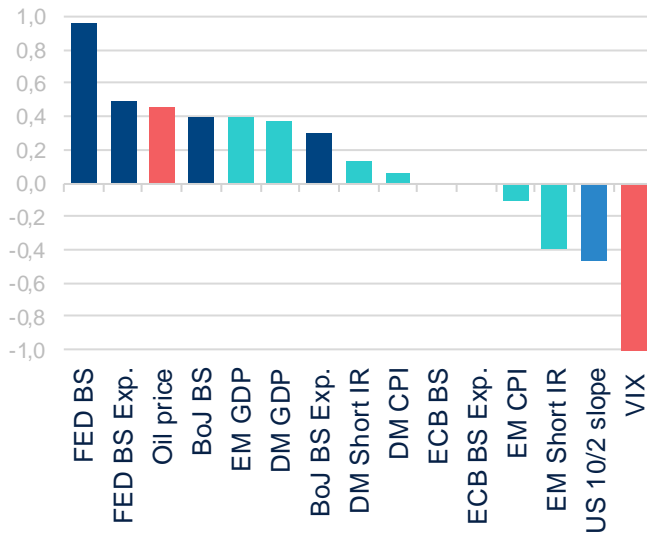
(*) Coeficientes de las variables estandarizadas.

- 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

Impulsores macroeconómicos mundiales

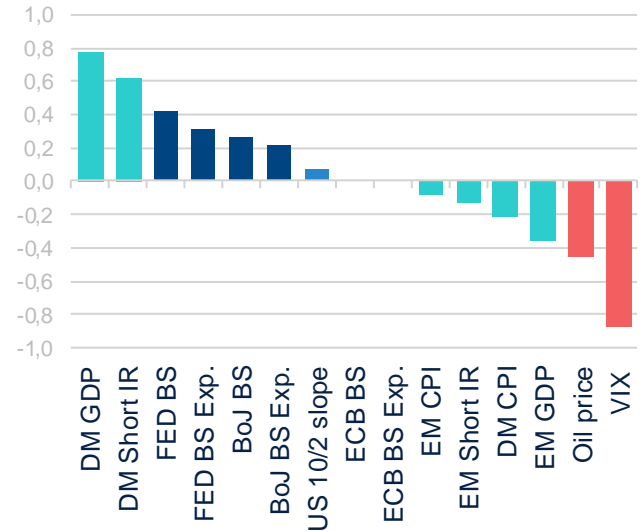
Sensibilidad de los flujos de GIF hacia ME

(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
- ΔVIX 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 (ME).

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 periodos t' como

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

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:

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

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 ME y MD. 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 \(ejemplo para MD\)](#)

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

W: es el peso de cada país o área en los activos bajo gestión en cada área (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](#).

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

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 naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.