



BBVA Research

# Situación Fondos Globales Buscando refugio

Julio 2018

Creando Oportunidades

# Resumen

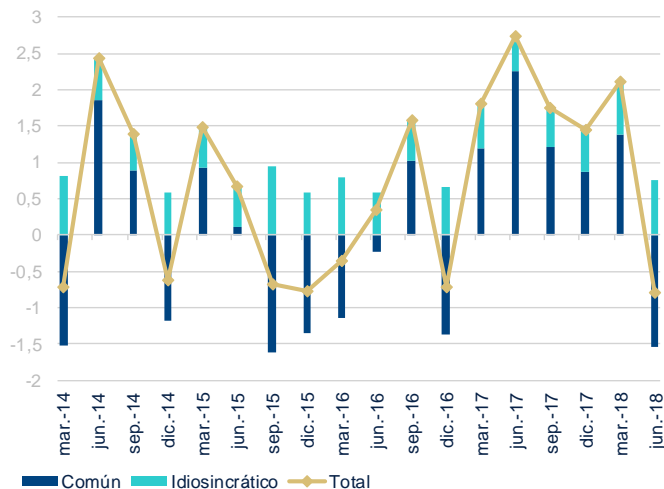
- Los Fondos de Inversión Globales registraron salidas de capitales en 2T18, por primera vez desde las elecciones presidenciales en EE.UU. La reversión de flujos, provocada por unas condiciones de financiación más tensionadas y la amenaza proteccionista, está siendo moderada gracias al fuerte crecimiento económico. Tal y como anticipamos en nuestro número anterior, la reversión de flujos ha afectado sobre todo a ME tras un año 2017 de bonanza.
- Los ME han perdido atractivo por la combinación de dos factores: mayores tipos de interés en EE.UU., que provocó una reversión de las estrategias de “búsqueda de rendimiento” y la apreciación del dólar que pone en cuestión la capacidad de los ME altamente endeudados en moneda extranjera de atender el servicio de la deuda. Más recientemente, las tensiones comerciales están repercutiendo negativamente en los fondos de renta variable, sobre todo en Asia. Es más, las salidas de capitales de China son un factor de preocupación.
- La dinámica de los flujos de capitales a la zona euro ha sido más negativa que en otros MD, un recordatorio de que las vulnerabilidades en la periferia no se han superado, particularmente en Italia.
- El sentimiento de los inversores ha pasado de un régimen de apetito por el riesgo a uno de aversión al riesgo. La probabilidad de entrar en un régimen de “huida a la calidad” ha aumentado. En definitiva, estamos en un entorno en el que los mercados estarán más sensibles a cualquier noticia negativa.
- Nuestro escenario central anticipa que las salidas de ME persistan en la segunda parte del año. El balance de riesgos está sesgado a la baja. Las salidas de flujos de ME pueden acentuarse y prolongarse por más tiempo si los riesgos globales se materializan.

# Fondos de Inversión Globales (GIF)

- Analizamos los datos EPFR de flujos de los 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 subyacentes a estas dinámicas

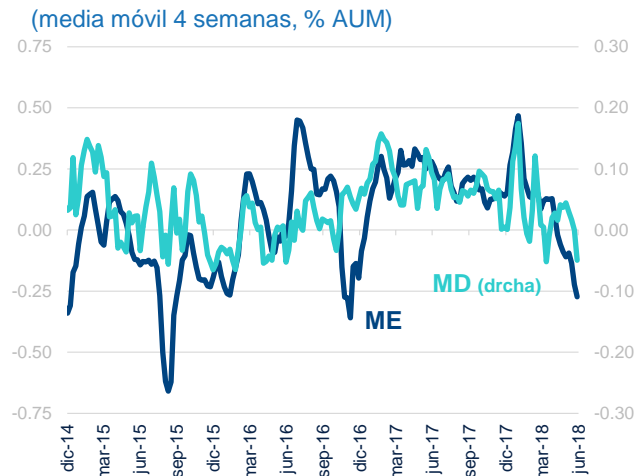
# Los Fondos de Inversión Globales registraron salidas en el 2T18 por primera vez desde las elecciones presidenciales en EE.UU.

## GIF, flujos totales y su composición (promedio trimestral, todos los países, % AUM)



Fuente: BBVA Research, EPFR

## GIF, flujos a Mercados Emergentes y Desarrollados (media móvil 4 semanas, % AUM)



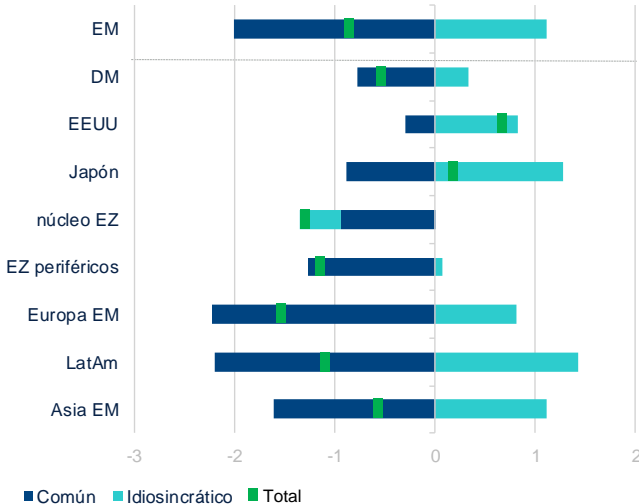
El empeoramiento en las condiciones financieras globales está detrás de la dinámica negativa de flujos de cartera.

El componente común se volvió negativo debido a los crecientes focos de preocupación (coste de financiación, tensiones comerciales)

El grueso de las salidas se ha concentrado en los mercados emergentes, mientras que los mercados desarrollados tan solo han empezado a registrar leves retiradas recientemente

# Las salidas han sido generalizadas en los ME y la zona euro, mientras que EE. UU. y Japón han atraído capitales

## GIF, flujos por regiones en 2T18: Factor común vs. idiosincrático (promedio mensual, % AUM)



\*Todas las inferencias comparativas entre países se basan en las entradas de recursos relativas a los activos bajo gestión (AUM) totales de cada país. NO se basan en flujos efectivos en USD, que suelen ser considerablemente superiores en EE. UU. que en las demás economías.

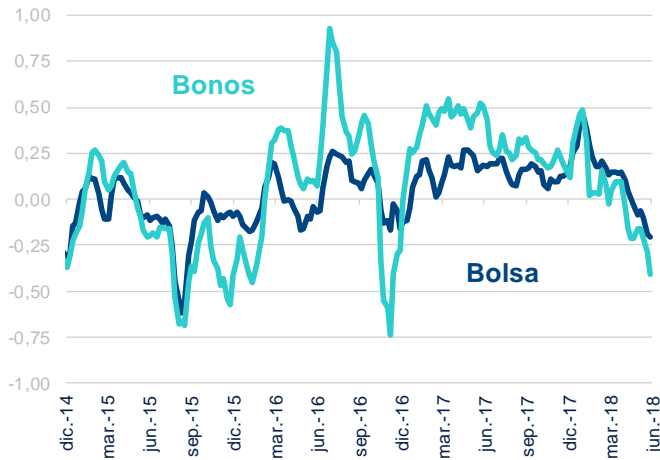
Fuente: BBVA Research, EPFR

- Los EM se vieron afectados principalmente por los vientos de cara globales a los que se han unido vulnerabilidades propias en algunas de las economías más importantes, especialmente en Europa emergente y Latinoamérica. Recientemente, China vuelve a estar en el foco por la escalada de las tensiones comerciales
- Las entradas de capitales en la zona euro también se han visto lastradas por la reaparición de la incertidumbre política en la región (motivada por la situación política en Italia y, más recientemente, en Alemania)
- En este contexto de menor apetito por el riesgo, EE. UU. y Japón se beneficiaron de la búsqueda de refugio por parte de los inversores

# A diferencia de episodios anteriores, las salidas de flujos de ME se han producido de forma gradual pero persistente

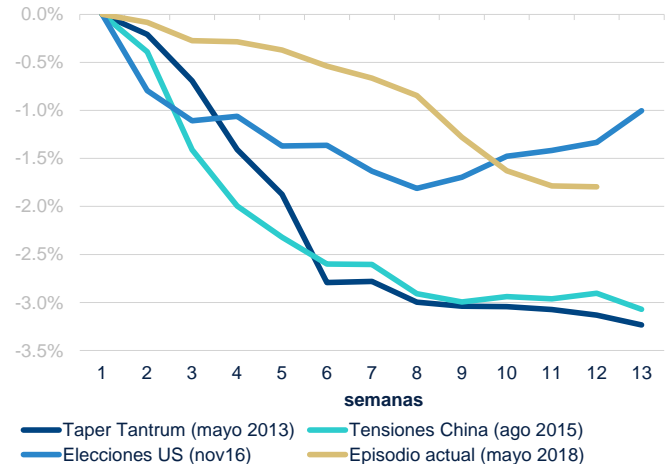
## GIF, Flujos a Mercados Emergentes por tipo de activo

(media móvil 4 semanas, % AUM)



## GIF, salidas de flujos de Mercados Emergentes en otros episodios

(flujos acumulados desde inicio del episodio, % AUM)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg

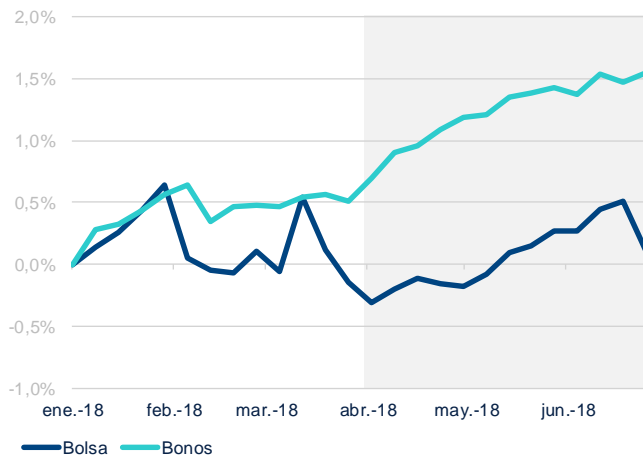
Al inicio del trimestre, el endurecimiento del coste de financiación global provocó salidas de fondos de renta fija, mientras que la escalada de tensiones comerciales, que afecta especialmente a Asia, propició salidas de fondos de renta variable

Las salidas de EM están siendo persistentes por la acumulación factores de riesgo. Las salidas acumuladas desde abril superan ya las que se registraron después de las elecciones en EE. UU.

# Diferenciación en MD: EE.UU. y Japón beneficiarios de la búsqueda de refugio, Europa penalizada por la incertidumbre política

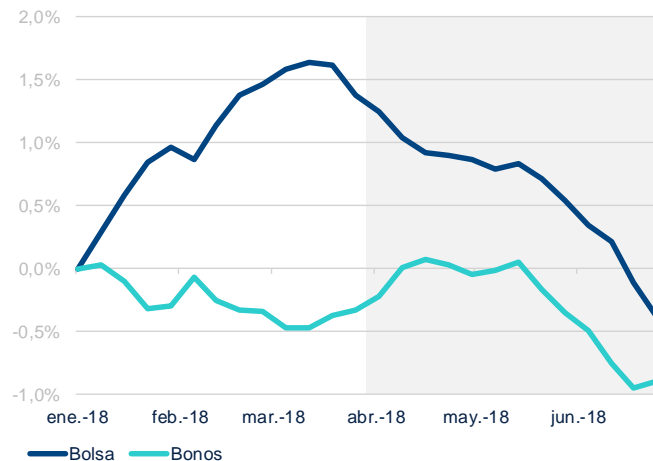
## GIF, Flujos a fondos estadounidenses

(flujos acumulados en 2018, % AUM)



## GIF, Flujos a fondos de la zona euro

(flujos acumulados en 2018, % AUM)



Fuente: BBVA Research, EPFR

Los fondos con domicilio en EE. UU. se recuperaron en 2T18 debido a las entradas en fondos de renta fija que atrajeron inversores por la mayor rentabilidad y la búsqueda de refugio

Europa quedó claramente rezagada por la creciente incertidumbre política que despierta Italia. Sin embargo, se aprecia una marcada discriminación entre países del núcleo y la periferia

## Principales determinantes macro de los flujos de GIF

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



# Principales factores que propiciaron las salidas de ME durante el 2T18

## Positivo

### Precio del petróleo

- En niveles máximos desde 2014 por el recorte en la oferta global (Irán)
- Impacto asimétrico sobre los mercados emergentes

### Crecimiento global

- Sigue sólido: acelerándose en EE. UU., resiste en China y revierte a un nivel inferior a lo previsto en Europa. Latinoamérica y muchos EM muestran resistencia

## Neutral

### Liquidez global

- La **Fed** elevó su rango objetivo al 1,75 %-2,00 % en junio y mostró un sesgo restrictivo
- La FED marcó el final de la era post-crisis y el inicio de una nueva fase en su política monetaria
- La contundente y explícita orientación del **BCE** sobre los tipos se traduce en un retraso en las subidas de tipos de interés para el tipo de depósito y refinanciación (política monetaria sigue siendo expansiva)

## Negativo

### Fortaleza del USD

- Se alinea con mayor crecimiento y tipos más altos en EE. UU.
- Los riesgos políticos pasan factura al euro

### Tipos de interés EE. UU.

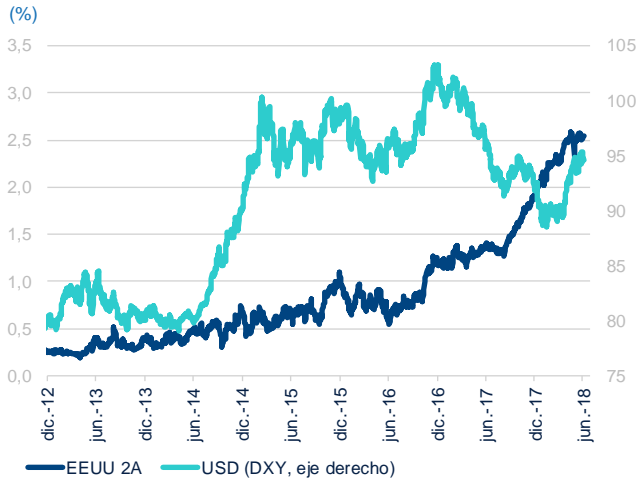
- Bonos Tesoro a 10 años superan el 3 %
- Bonos Tesoro a 2 años en niveles máximos

### Volatilidad global (VIX)

- Final de la complacencia
- Amenaza proteccionista
- Riesgo político en Italia

# Las condiciones financieras se han tensionado por las subidas de tipos de la Fed y la apreciación del dólar

## Condiciones financieras globales: Dólar estadounidense y rentabilidades de los bonos de EE. UU.

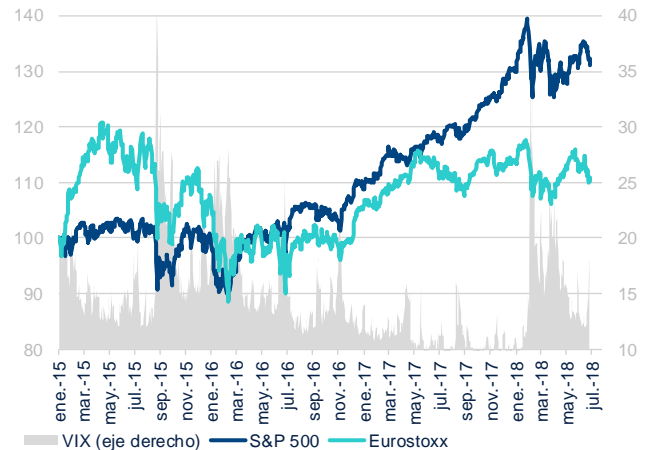


Fuente: BBVA Research, Bloomberg

En esta coyuntura, los EM son más vulnerables, especialmente aquellos que dependen de la financiación externa. El apetito por EM se modera

## Principales índices de renta variable en mercados desarrollados y volatilidad (VIX)

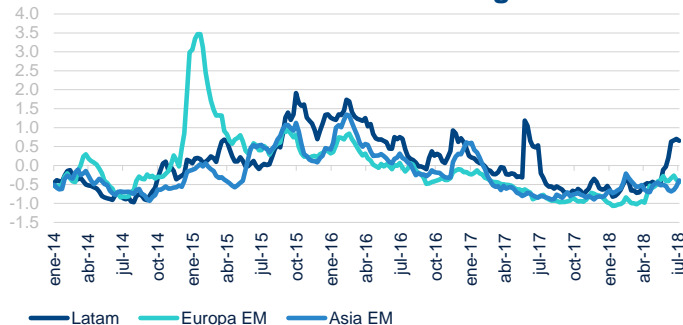
(índices enero 2015=100; Volatilidad, %)



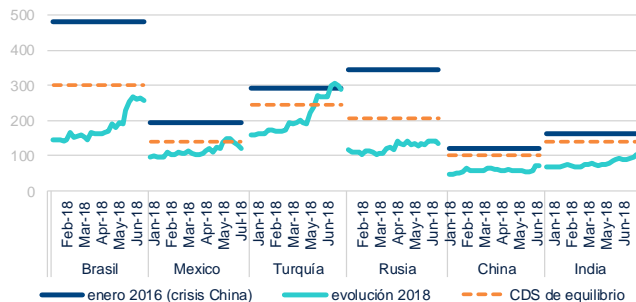
La volatilidad financiera retoma su tendencia alcista (el VIX supera 17 puntos y el diferencial de la deuda BBB en máximos desde 2016), lo que ha perjudicado a los activos de riesgo como la renta variable y la deuda corporativa (grado de inversión y alta rentabilidad)

# La venta de activos EM se desencadenó por factores globales, pero se han exacerbado en los países más vulnerables

## Índice BBVA Research de tensiones financieras en los Mercados Emergentes



## CDS para los principales Mercados Emergentes (CDS a 5 años)



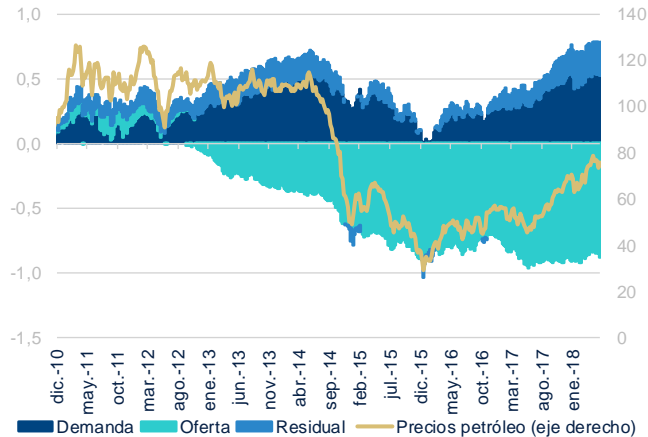
Fuente: BBVA Research, Bloomberg

- Acusado repunte de las tensiones financieras en EM, con las divisas como principales damnificadas del ajuste
- Mayor impacto en los países más vulnerables (con altos déficit por cuenta corriente y necesidades de financiación externa, sobre todo en Latinoamérica y Europa del Este). También **aumenta el contagio** en Asia ante el creciente riesgo de guerras comerciales
- El riesgo soberano ha comenzado a deteriorarse desde niveles muy reducidos, debido a la reevaluación del riesgo de EM, y aumenta la probabilidad de rebaja de rating en algunos países. Con todo, todavía estamos lejos de episodios previos de sell-off
- Los diferenciales de la deuda corporativa también se están ampliando notablemente, lo que constituye un motivo de preocupación dado el incremento sustancial del endeudamiento durante la última década

# El aumento del precio del petróleo y la fortaleza del crecimiento global amortiguan parcialmente los choques recientes

## Precio del petróleo y descomposición de choques

(USD/barril y variación acumulada desde 2011)

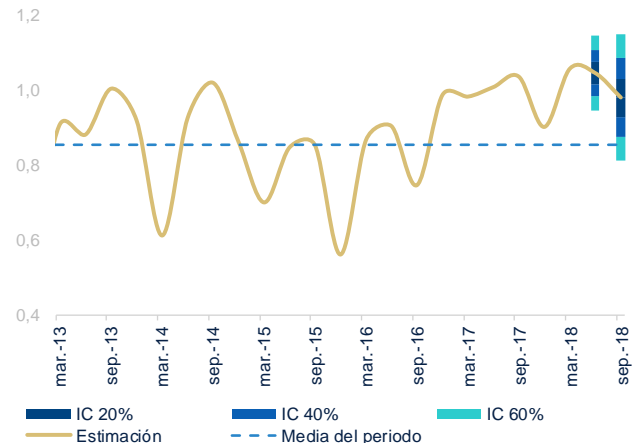


Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Fed de Nueva York

El riesgo geopolítico elevó el precio del petróleo en el 2T18 (cerca de 80 USD/barril) por restricciones de oferta. Los precios seguirán apoyados por la pujante demanda de China, India y EE. UU.

## PIB mundial, previsiones en base al indicador BBVA-GAIN

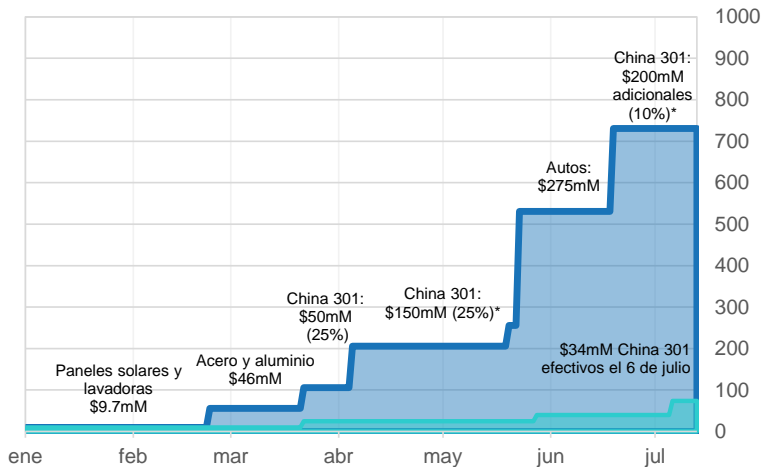
(% t/t)



El crecimiento del PIB mundial se mantuvo elevado en el 2T18 (1 % t/t), si bien se espera una ligera desaceleración en el 3T18

# La escalada en las tensiones comerciales aumenta la probabilidad de que se desencadene una guerra comercial en toda regla

## Tarifas de EE.UU. a las importaciones, anunciadas o implementadas



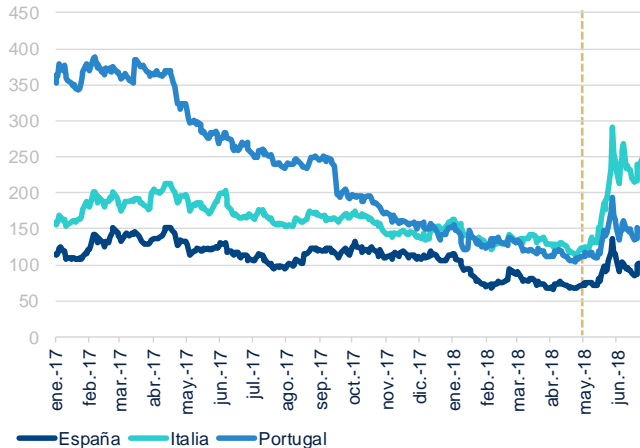
\*Los aranceles fueron reducidos al 10% después de que Trump anunciase otros \$200mM adicionales el 18 de junio

- Las hostilidades en materia comercial hacen más probable que el conflicto escale hasta una guerra comercial en toda regla entre los principales bloques económicos
- Aunque el impacto continúa siendo limitado (se aprecian algunas señales iniciales en los indicadores de confianza)...
- ...aumenta el riesgo de correcciones en el PIB si al canal directo comercial se suma el canal confianzas y el financiero (aversión al riesgo)

# Salidas de flujos de la zona euro: propiciadas por la incertidumbre política en Italia, con contagio limitado al resto de la periferia

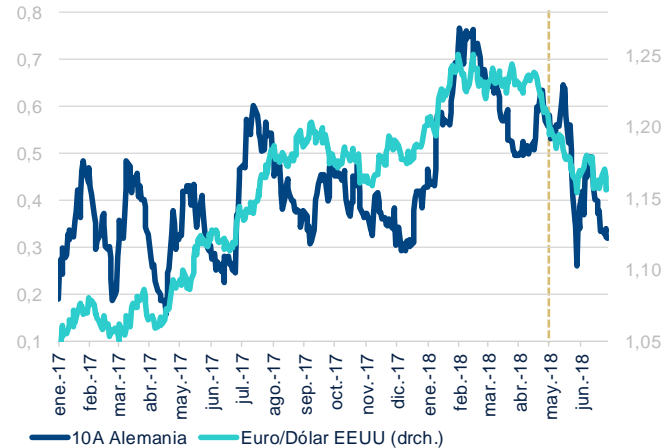
## Prima de riesgo países periféricos

(pbs respecto al bono alemán a 10 años)



## Eurodólar y bono alemán a 10 años

(nivel y %)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg

La prima de riesgo italiana se amplió bruscamente tras la formación del nuevo gobierno, por la posible expansión fiscal y el impacto que pueda tener en el proyecto de integración europea

El mayor riesgo en Italia tuvo, inicialmente, repercusiones globales importantes (debilitó el euro y hubo refugio en deuda alemana). Posteriormente, este impacto se ha ido diluyendo.

# Sentimiento de los inversores

- Hemos desarrollado un conjunto de indicadores que combinan los precios de los activos y los datos de flujos de EPFR para identificar:
  - episodios de apetito por el riesgo y
  - de aversión al riesgo, entre los que distinguimos tres tipos: de pura aversión pura 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 por los activos de renta variable frente a los de renta fija

# El sentimiento de los inversores ha rotado de la propensión a la aversión al riesgo. La probabilidad de huida a la calidad aumenta

## Indicador de sentimiento de los inversores

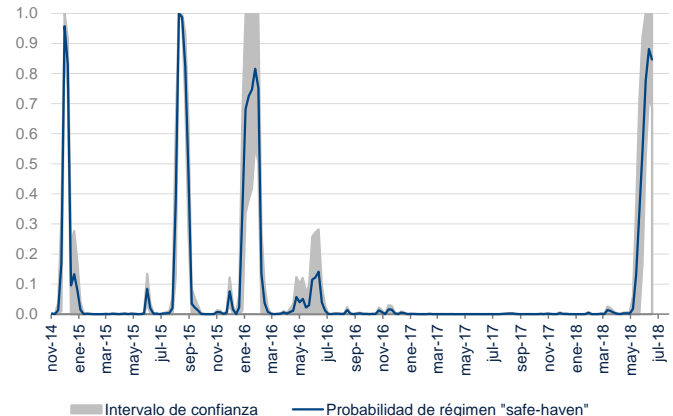
(Factor 1 de análisis de factores, véase el anexo)



Fuente: BBVA Research, EPFR

## Probabilidad de entrar en un régimen de huida a la calidad

(en base a datos de flujos de fondos, %)



El apetito por el riesgo que se observó en 2017 se desvaneció repentinamente en 2T18. El indicador de sentimiento de los inversores ha entrado en un régimen de «aversión al riesgo»

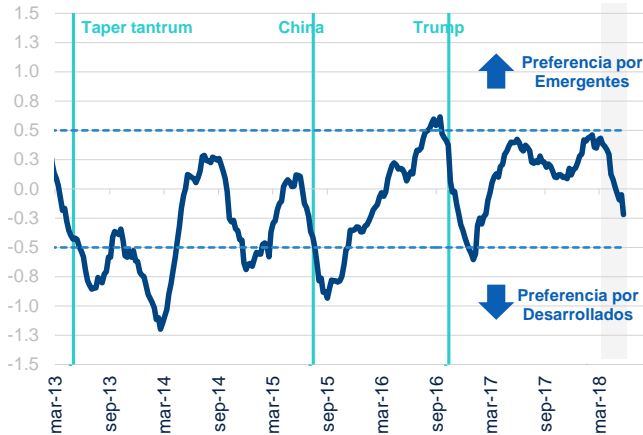
Según nuestro modelo *probit*, la probabilidad de que los mercados pasen al régimen de «huida a la calidad» ha aumentado significativamente.



# El posicionamiento «defensivo» ha cobrado fuerza tras un prolongado periodo de preferencia por ME y la renta variable

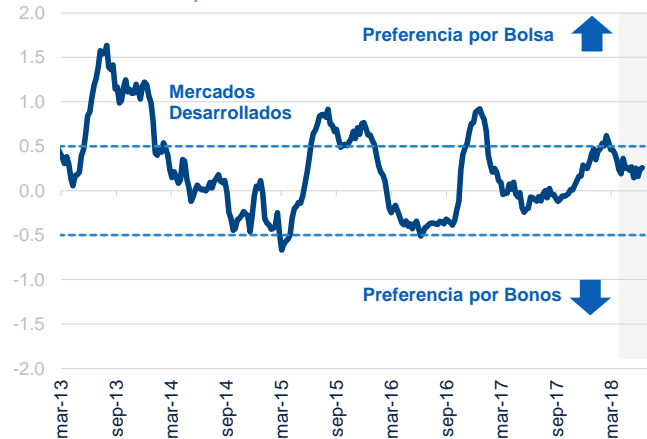
## Apetito de los inversores por MD frente a ME

(indicador expresado como desviación estándar de la media histórica)



## Apetito de los inversores por renta fija frente a renta variable


(indicador expresado como desviación estándar de la media histórica)



Fuente: BBVA Research, EPFR

Las salidas de flujos de fondos se han concentrado principalmente en EM. Desaparece la preferencia por los activos EM que prevalecía desde principios de 2017

En un entorno más incierto, se está produciendo una rotación desde los fondos de renta variable hacia los de renta fija en DM



**¿Qué pasará  
después?**

# Nuestro escenario macroeconómico central



## Perspectiva económica mundial

- El **crecimiento del PIB mundial sigue fuerte**, si bien se espera una ligera desaceleración en el 3T18
  - **Estados Unidos:** mantenemos la previsión de crecimiento del 2,8% en 2018 y 2019 apoyado por el estímulo fiscal.
  - **China:** seguimos esperando una gradual desaceleración del crecimiento , 6,3% en 2018 y 6% en 2019
  - **Zona euro:** el crecimiento se ha desacelerado más rápidamente de lo previsto (por petróleo y mayor incertidumbre). Revisamos a la baja la previsión del crecimiento (2% en 2018 y 1.7% en 2019).
- **Los riesgos a la baja se han intensificado**, sobre todo por el **proteccionismo**, la incertidumbre política y la vulnerabilidad en EM



## Política monetaria de los principales bancos centrales

- Nueva fase en la política monetaria:
- La **Fed está ajustando su política a un ritmo aún más rápido:** subirá otros 50 pbs los tipos de interés en 2018 (al 2,50 %) y en 75 pbs en 2019 (25 pb más de lo inicialmente previsto)
- **El BCE concluirá el QE al cierre de 2018**, según se esperaba, **pero mantendrá los tipos durante más tiempo** del previsto («*al menos hasta después del verano de 2019*»).



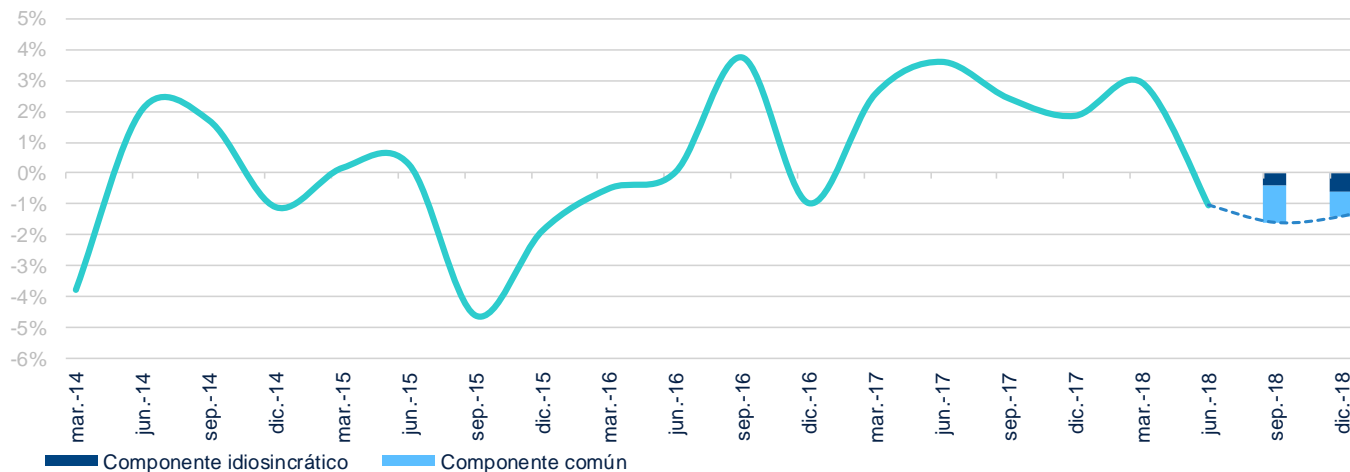
## Condiciones financieras globales

- La **volatilidad financiera continuará**, teniendo en cuenta los crecientes riesgos
- Los **tipos de interés a largo plazo** en EE. UU. aumentarán gradualmente, mientras que los tipos del euro se mantendrán más anclados por flujos buscando refugio
- **Dólar más fuerte a corto plazo** (vs euro), de lo inicialmente previsto, por diferencial de crecimiento y tipos de interés y riesgo político.
- El **petróleo se mantendrá por un tiempo por encima de los 70 USD/barril** y del nivel de equilibrio a largo plazo estimado

# Previsión de flujos de fondos: los factores globales seguirán empujando a los inversores a salir de ME a un ritmo moderado

## GIF, flujos estimados a Mercados Emergentes

(factor común e idiosincrático, % AUM)



- Según anticipábamos, los ME registraron salidas de flujos en el 2T18 (-1 % frente a -0,7 % previsto) en un entorno global financiero más complicado.
- En nuestro escenario base estimamos que las salidas de flujos de EM continuarán en la segunda parte del año. Así 2018 será el primer año desde 2015 en el que los EM registraran salidas netas.

# Los riesgos están sesgados a la baja: las salidas de ME podrían acelerarse o persistir más tiempo si los riesgos se materializan

Factores desencadenantes y canales

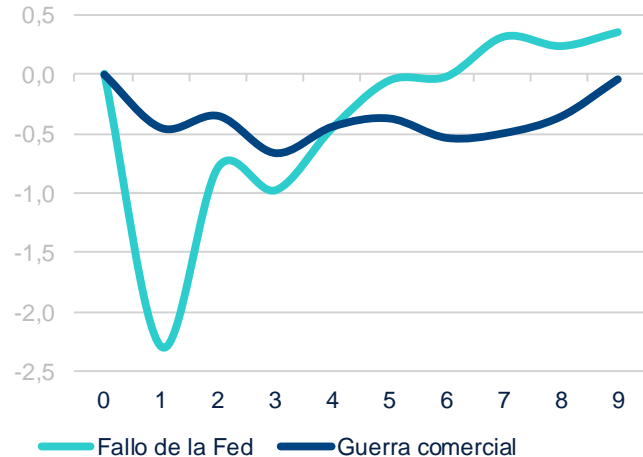
## Guerra comercial a escala global

- Guerra comercial entre EE. UU.-China-UE
- EE. UU. elevaría los aranceles sobre las principales importaciones y sus socios comerciales responderían con **potentes represalias**
- Recaída del comercio internacional y corrección de precio de las materias primas
- Repunte de la volatilidad financiera y **endurecimiento de las condiciones financieras en EM**

## Reacción agresiva de la Fed

- **Subidas agresivas (sobrerreacción) de los tipos por parte de la Reserva Federal** en respuesta a un incremento temporal de la inflación sin soporte por el lado de la demanda (tibia ralentización del PIB)
- **Endurecimiento de las condiciones globales de financiación:** repunte tipos interés bonos Tesoro a 10 años de EE. UU.
- Moderación del comercio internacional y los precios de las materias primas

## GIF, flujos estimados a ME; desviación respecto al escenario base (% AUM)



### Principales hipótesis

Ralentización global (foco sobre China), impacto negativo en EM, apreciación del dólar y políticas monetarias divergentes (normalización monetaria más lenta en MD frente a subida de tipos en ME)

Impacto diferenciado en crecimiento ME, principalmente a corto plazo, apreciación del dólar y subidas de tipos de interés en EM para contener las salidas de capitales y las presiones inflacionistas



# 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

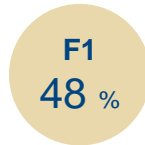
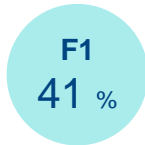
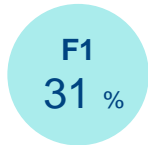


# Análisis de los factores detrás de los flujos EPFR, desglose de factores globales e idiosincráticos

% de 42 **Renta variable** flujos explicados

% de 42 **Bonos** flujos explicados

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



1

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

**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



+



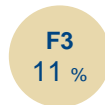
=



>

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.



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.

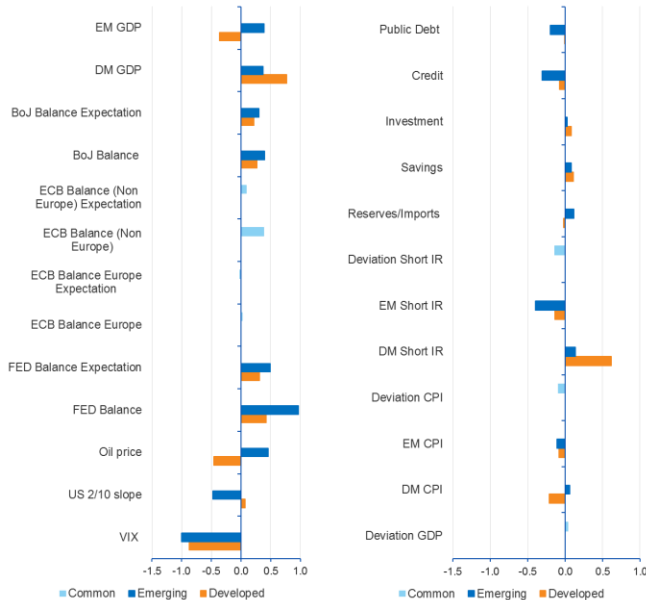
04 Permitimos que cada variable explicativa tuviera un efecto distinto en los mercados desarrollados frente a los mercados emergentes

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)



- 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

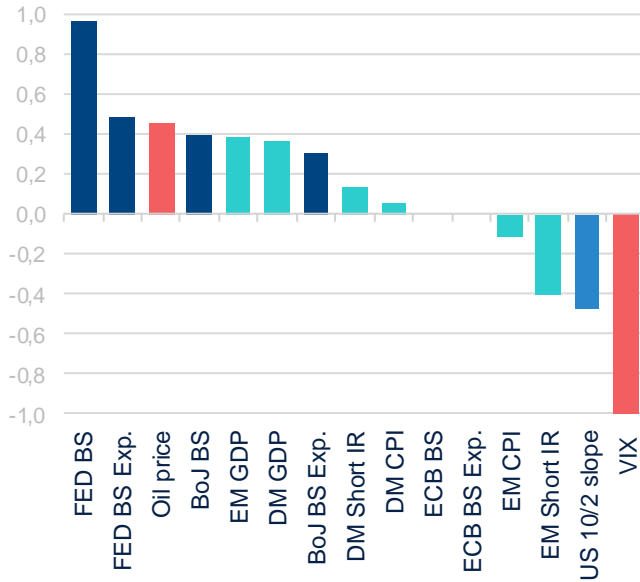
$R^2 = 0,54$

(\*) Coeficientes de las variables estandarizadas

# Impulsores macroeconómicos mundiales

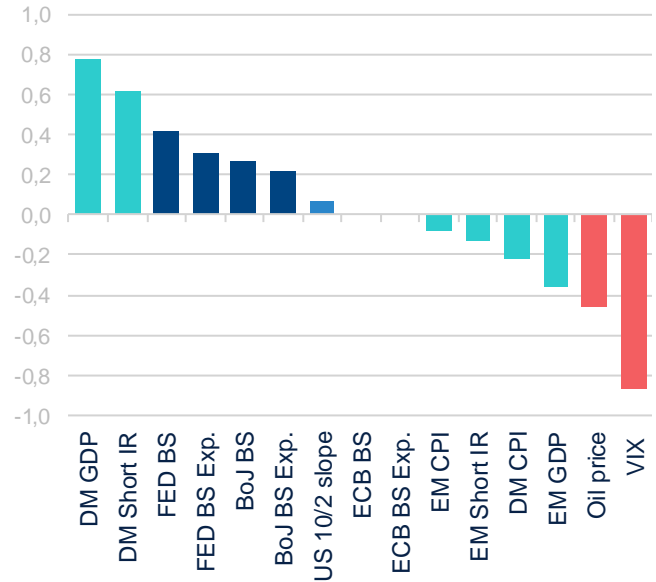
## Sensibilidad de los flujos de GIF hacia ME

(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
- $\Delta VIX$  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 (EM).

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 períodos  $t'$  como

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

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:

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

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 EM y DM. 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%	



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