

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 of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación de Fondos Globales en una montaña rusa

Febrero de 2019

Creando Oportunidades

Principales cuestiones

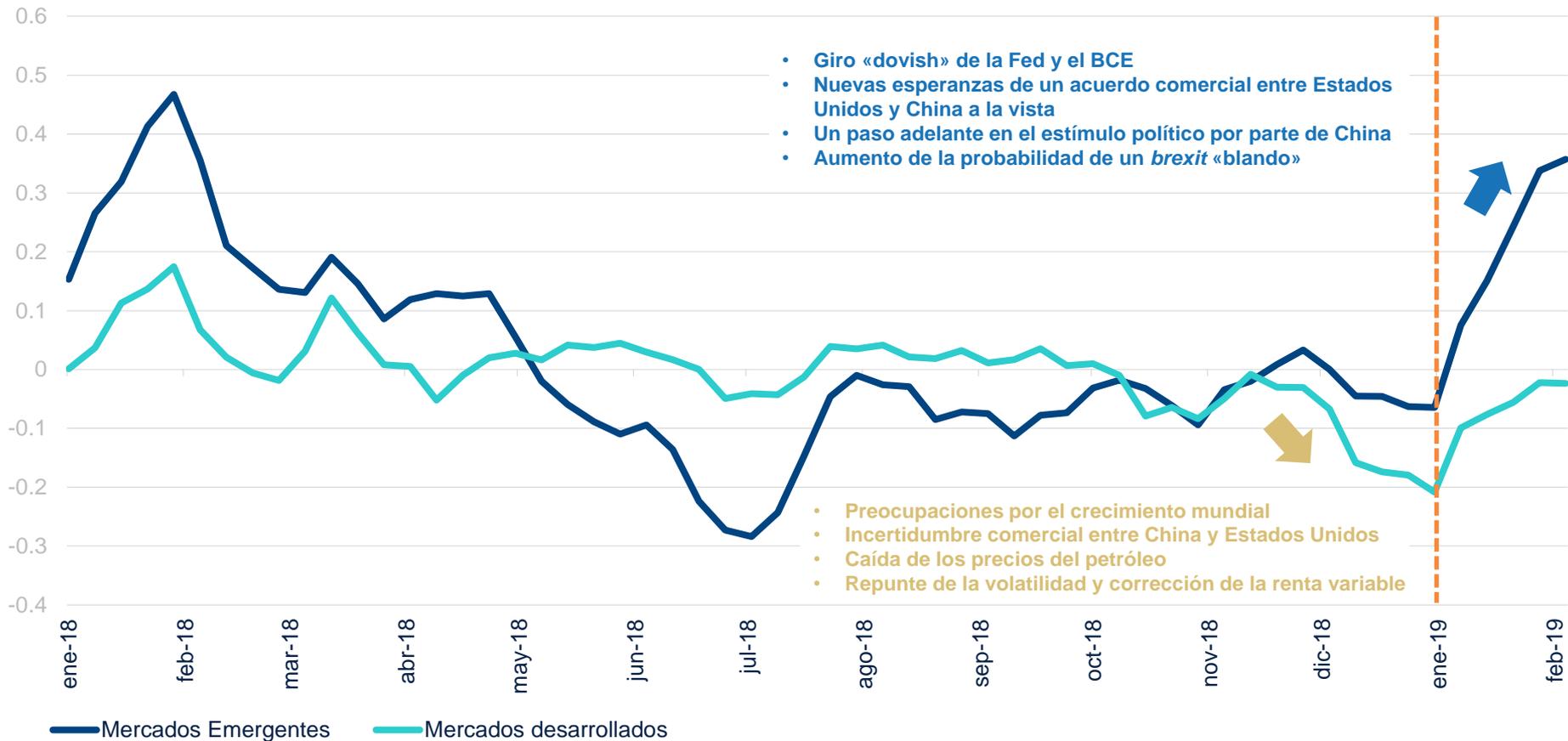
- Los flujos de los Fondos de Inversión Globales (GIF) se encuentran en una montaña rusa desde el inicio del cuarto trimestre de 2018
- Un intenso episodio de volatilidad y aversión al riesgo a finales del año pasado provocó un fuerte retroceso en los flujos de cartera de los mercados desarrollados (DM). Las salidas de capital se concentraron principalmente en Europa, en fondos de renta variable y, en concreto, en aquellos fondos que invierten en la mayoría de los activos de riesgo (*High yield y Leveraged loans*), mientras que la preferencia por activos líquidos de alta calidad aumentó
- La fuga de capitales, el pasado mes de diciembre, estuvo desencadenada por una mayor incertidumbre a raíz del enfriamiento del crecimiento mundial, la creciente amenaza proteccionista, los problemas políticos y sectoriales específicos del área euro (AE) y la cautela de la Fed a la hora de afrontar el “endurecimiento cuantitativo”
- De hecho, nuestro indicador interno de riesgo se situó en territorio de «huida del riesgo» dos veces en el cuarto trimestre de 2018, por primera vez desde 2015, momento en el que las preocupaciones sobre una fuerte desaceleración en China se intensificó.
- Este clima condujo a la Fed a dar un giro en enero, lo que, junto con el estímulo de China y las expectativas de una tregua en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, provocó un cambio positivo en los flujos de cartera.
- Desde comienzos de 2019, los flujos de GIF hacia los mercados emergentes han aumentado, mientras que los mercados desarrollados han experimentado una moderación evidente en el ritmo de los flujos de salida. Además, las señales de advertencia han desaparecido, como se refleja en nuestro índice de sentimiento de los inversores
- Suponiendo un aterrizaje suave del crecimiento mundial y en un contexto de una Fed más «dovish», las perspectivas para los mercados emergentes han mejorado en los últimos tiempos. De cara al futuro, nuestro escenario base sugiere que los mercados emergentes seguirían superando a los mercados desarrollados en cuanto a la captación de flujos de GIF a corto plazo (pero a un ritmo más lento que en enero), si bien dependerá de las futuras medidas de la Fed en materia de tipos de interés y de los progresos realizados en el conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Dado que los riesgos que rodean a las perspectivas mundiales siguen estando sesgados a la baja, no puede descartarse la repetición de episodios de riesgo en los próximos meses e incluso trimestres



**¿Cómo han evolucionado
los flujos durante el último
trimestre y qué los está
impulsando?**

Doblando la esquina de 2019 - Contrariamente a lo que sucedía a finales del año pasado, en 2019 se ha observado, hasta ahora, una marcada moderación en las salidas de los DM y un aumento de las entradas en los EM

Los flujos de GIF hacia los EM y los DM (flujos semanales, promedio móvil 4 semanas, % ABG)



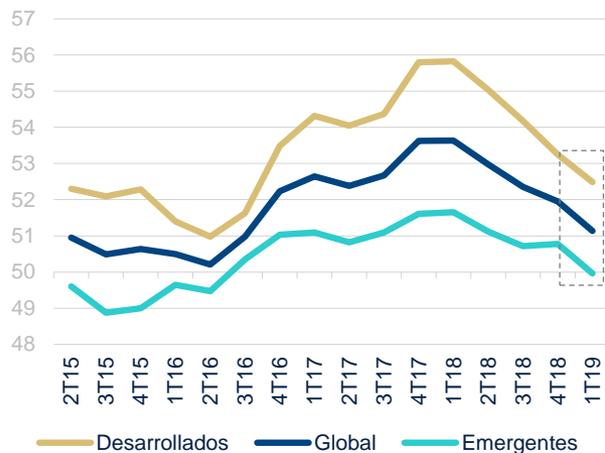
¿Qué hizo que los flujos volvieran a subir a principios de este año después de un funesto final en 2018? El bueno, el malo y el feo

El feo

Las perspectivas de crecimiento mundial se vieron mermadas. El ciclo global perdió fuelle en el segundo semestre de 2018, en consonancia con la ralentización del comercio mundial. La debilidad de la demanda mundial influyó en los precios del petróleo. Además, se produjo un aumento significativo de la probabilidad de recesión en EE.UU en los próximos 12 meses



PMI manufacturero mundial (Nivel \pm 50)



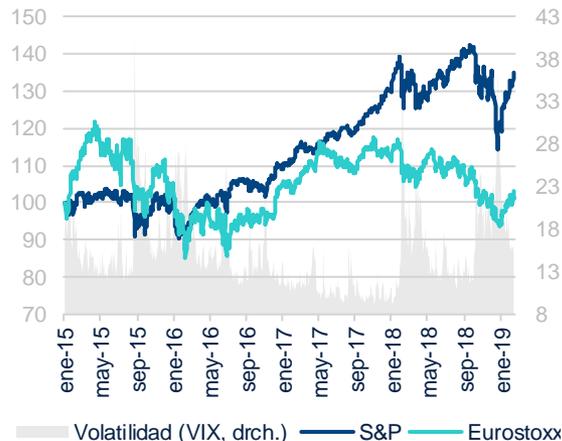
El malo

La creciente amenaza proteccionista, la preocupación por la desaceleración de China, el aumento de la incertidumbre política y sectorial en la zona euro y una Fed en «piloto automático» han puesto nerviosos a los mercados financieros, provocando una intensa volatilidad y una ola de ventas masivas en diciembre de 2018



Índice de renta variable de mercados desarrollados y VIX

(índices, 100: enero de 2015 y VIX, %)

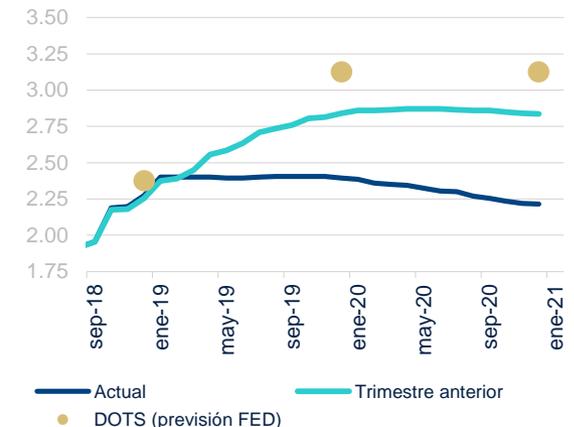


El bueno

El giro «dovish» de la Fed, el acercamiento de las diferencias comerciales entre Estados Unidos y la intensificación del estímulo político por parte de China han sustentado, hasta ahora, el giro positivo de los flujos de GIF



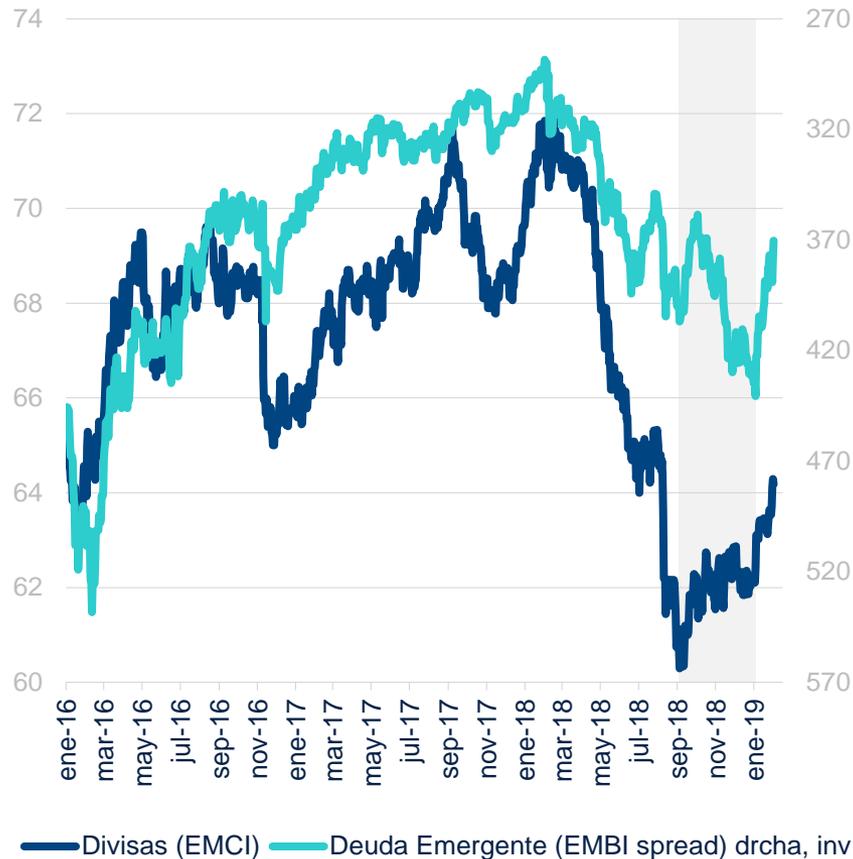
El giro «dovish» de la Fed afectó a las previsiones del mercado sobre la evolución de las subidas de tipos de interés de la Fed



El reciente cambio de postura de la Fed apoyó a los mercados emergentes, que se enfrentaban a una creciente volatilidad global

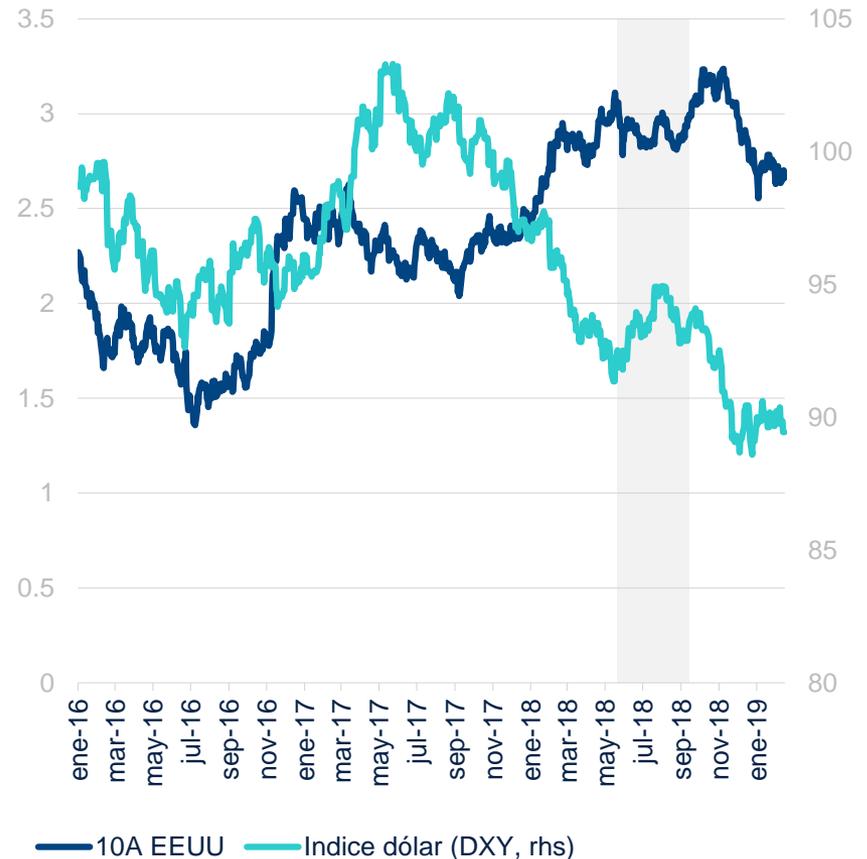
Diferencial de las divisas y bonos de ME

(índices)



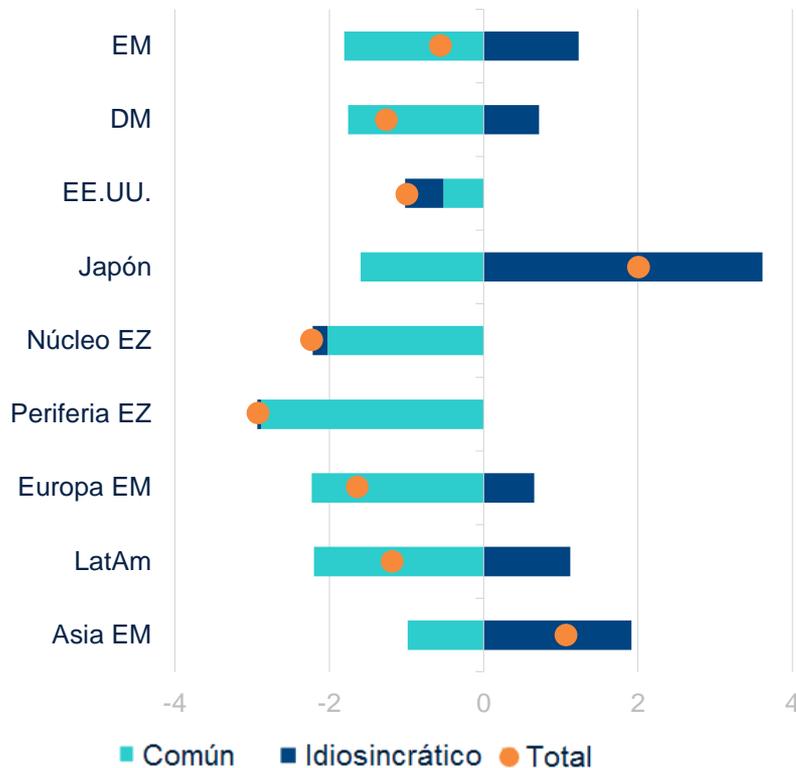
Bono estadounidense a 10 años y USD

(% e índice DXY)

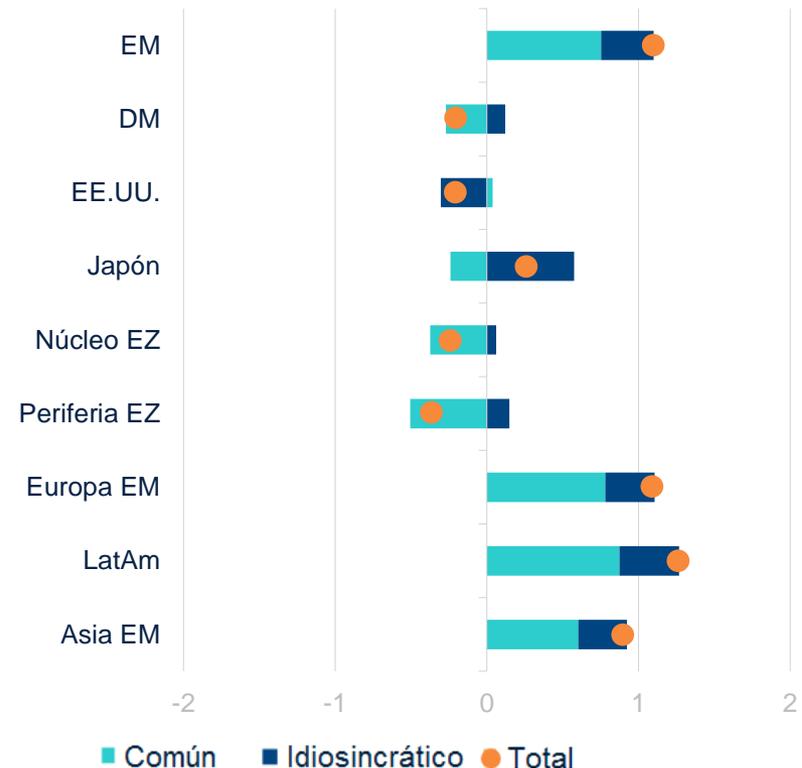


Los flujos de entrada a los mercados emergentes este año se han visto impulsados principalmente por un giro positivo de los factores comunes, mientras que los factores idiosincráticos han seguido siendo favorables

Flujos de GIF por regiones en 4T18:
factores comunes frente a idiosincráticos
(media mensual, % ABG)



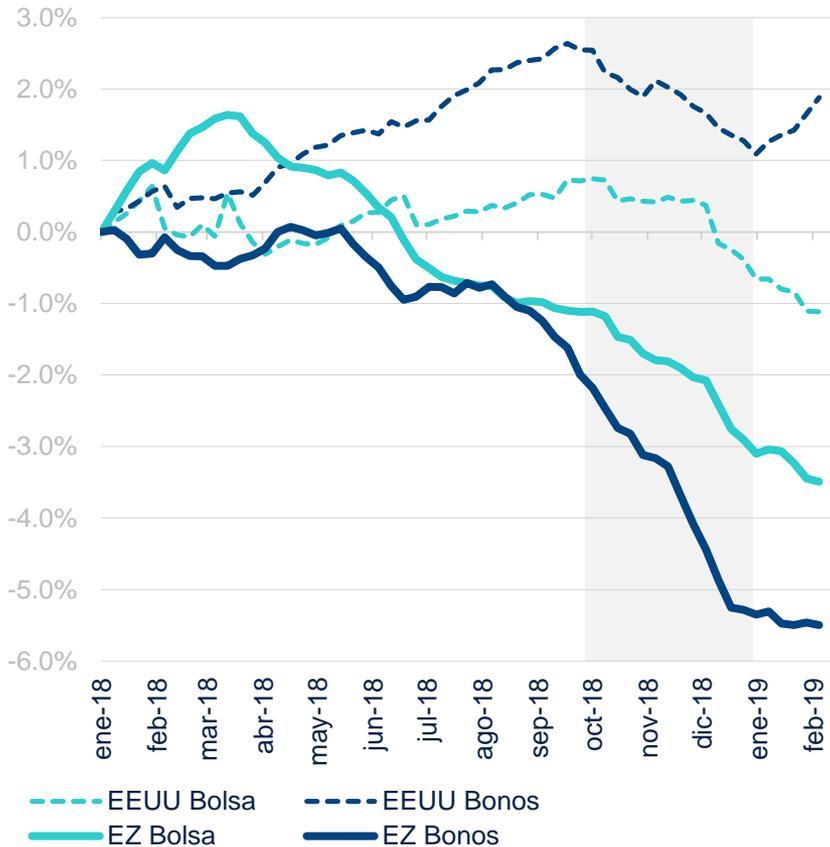
Flujos de GIF por regiones en enero:
factores comunes frente a idiosincráticos
(media mensual, % ABG)



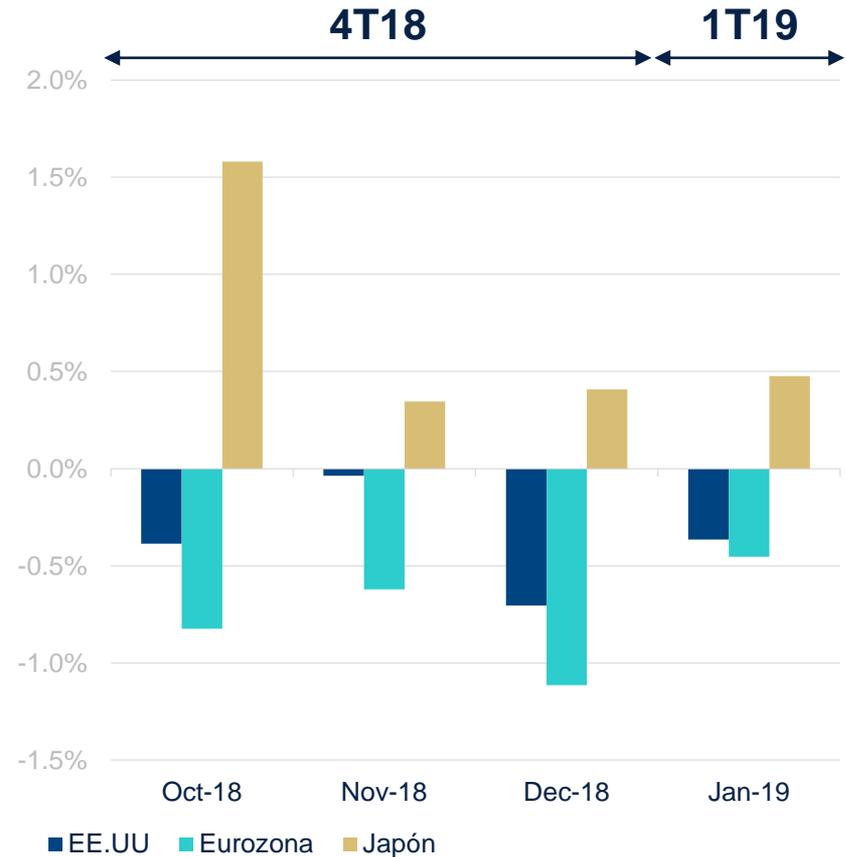
*Todas las inferencias comparativas entre países se basan en las entradas de recursos relativas a los activos bajo gestión (ABG) totales de cada país. NO se basan en flujos efectivos en USD, que suelen ser considerablemente superiores en Estados Unidos respecto a las demás economías
Fuente: BBVA Research, EPFR

A pesar de que se moderan el ritmo de salida de flujos de DM, su dinámica sigue siendo débil, sobre todo en la eurozona

Flujos acumulados hacia DM (% de ABG desde enero de 2018)

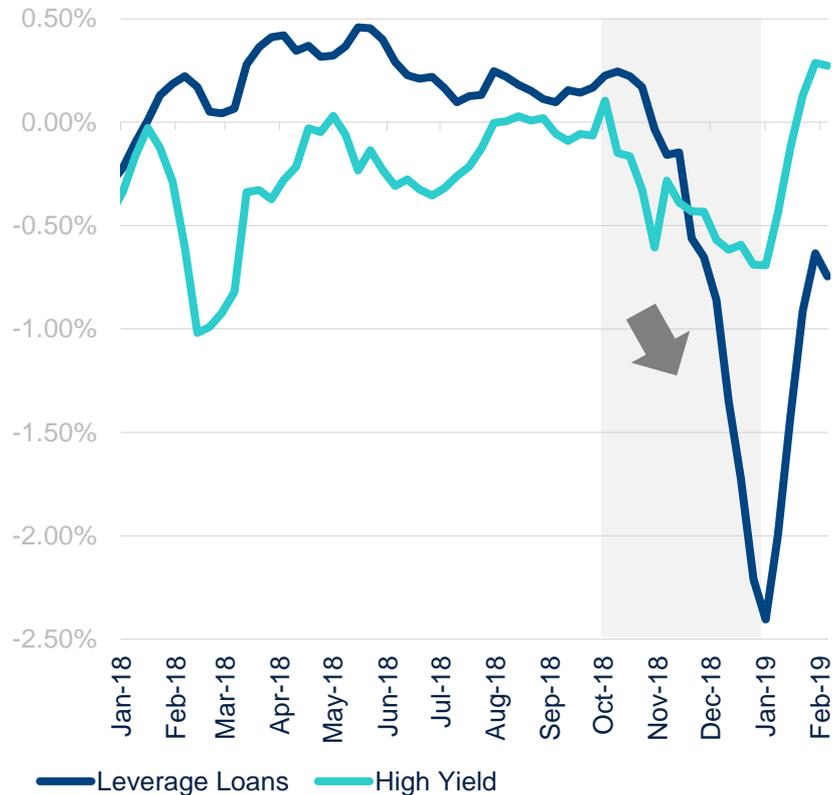


Desglose de los flujos mensuales de cartera por región DM (% de ABG)

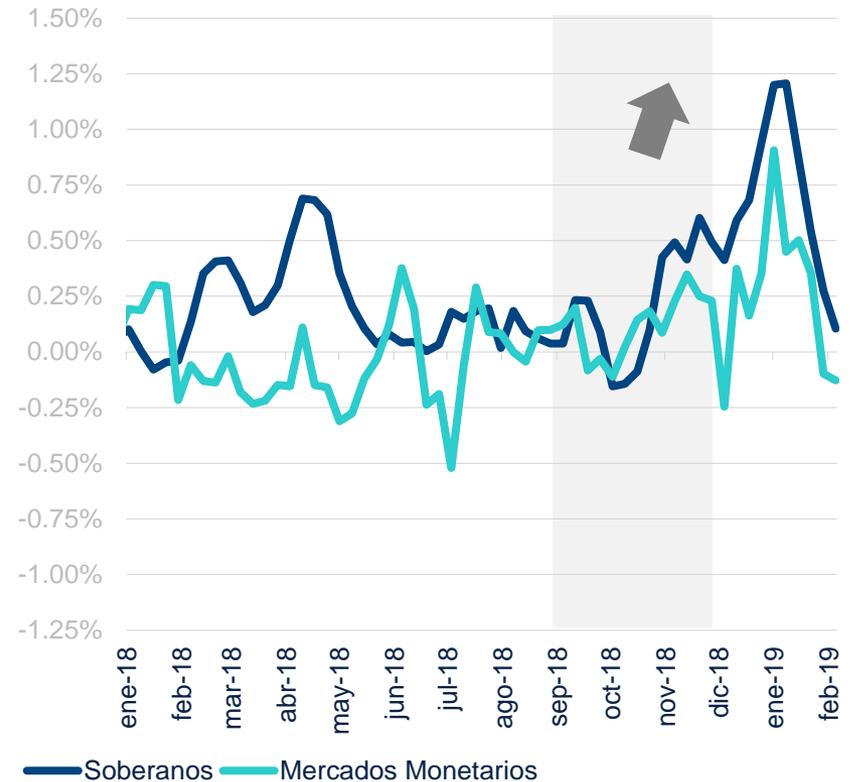


El cambio de sentimiento es palpable en el reciente apetito por los activos de más riesgo en detrimento de los fondos de bonos soberanos y monetarios

Flujos hacia el alto rendimiento y préstamos apalancados (promedio móvil 4 semanas % de ABG)

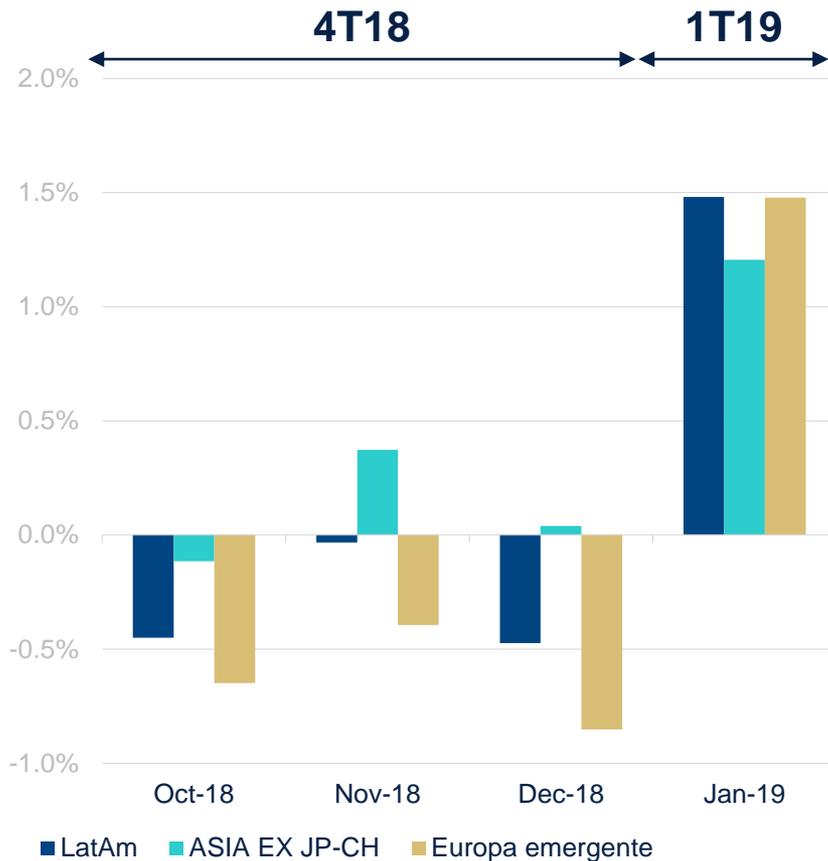


Flujos hacia los bonos soberanos y fondos del mercado monetario (promedio móvil 4 semanas % de ABG)



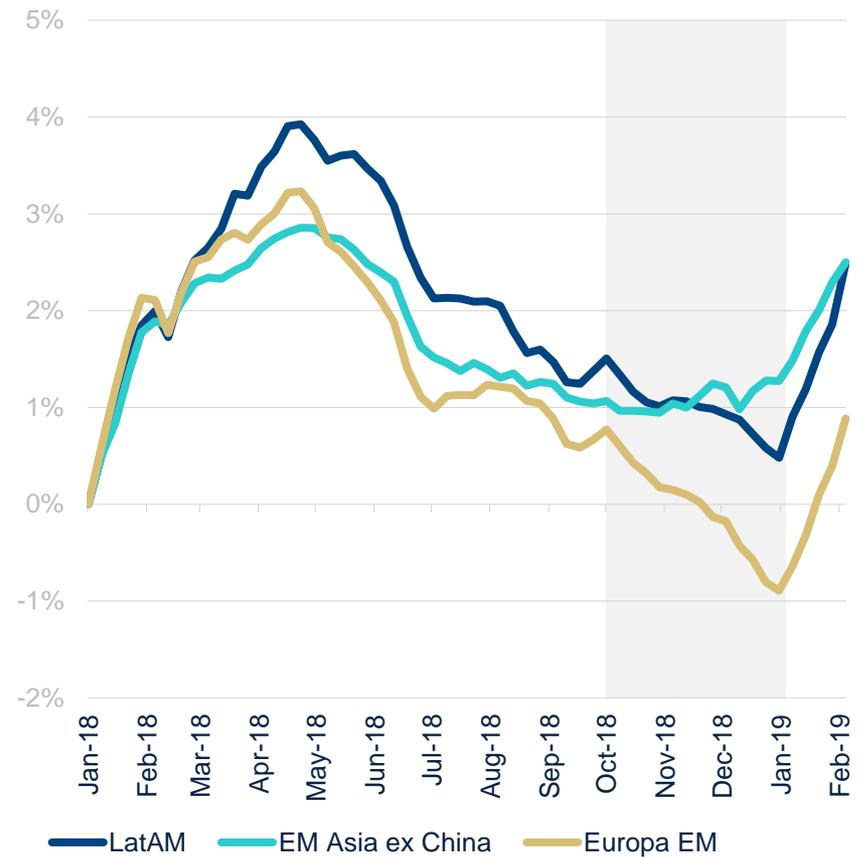
Durante el 4T18, fueron los fondos asiáticos quienes permitieron a los EM superar a DM. Sin embargo, la recuperación en 1T19 parece ser generalizada

Desglose de los flujos mensuales de cartera por región EM (% de ABG)



Flujos de GIF hacia EM

(flujos acumulados desde 2018, % ABG)





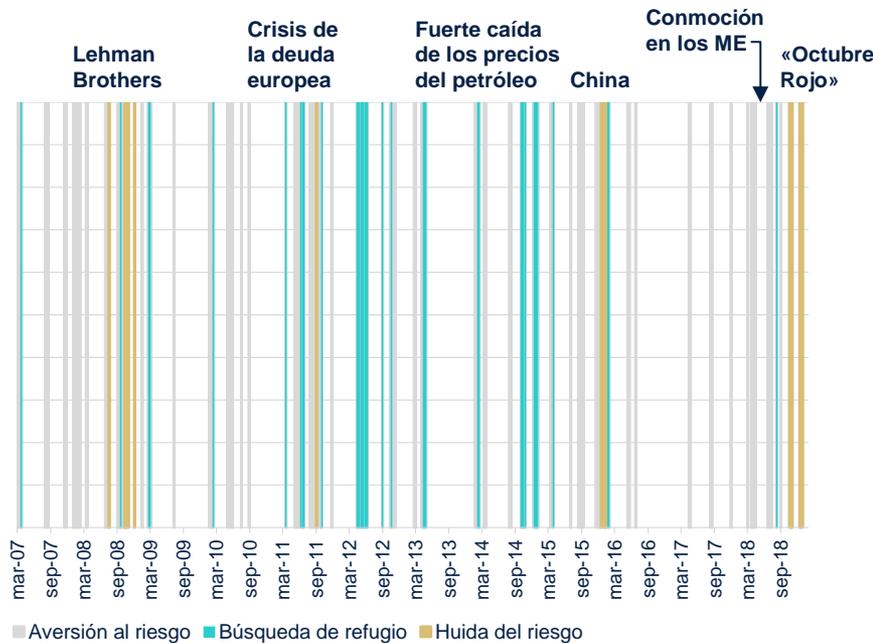
Advertencias de nuestro indicador de riesgo y sus implicaciones

Nuestro indicador de riesgo se situó en territorio de «huida del riesgo» dos veces en 4T18. Este entorno propició un giro de 180 grados de la Fed

Los anteriores episodios de turbulencias en los mercados financieros coinciden con nuestra alerta de rescate del riesgo

Alertas de «aversión al riesgo»

(Las áreas coloreadas indican focos)



(*) véase el anexo para obtener más detalles.

Fuente: BBVA Research, EPFR

Índice de estado de sentimiento de los inversores*

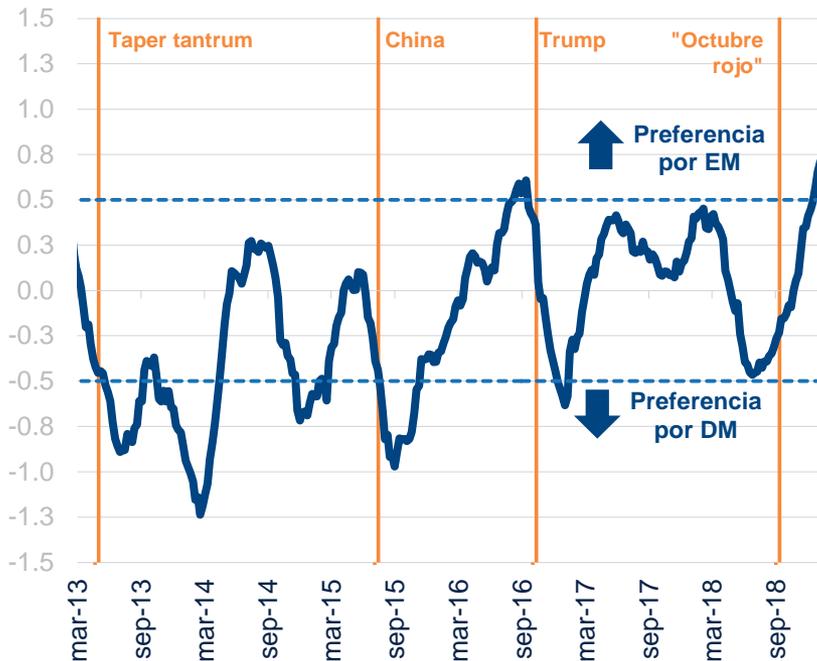
(por encima (debajo) de cero = propensión (aversión) al riesgo)



La alerta de «aversión al riesgo» se basa en los movimientos de los precios de los activos (tipos y VIX), mientras que las alertas de «búsqueda de refugio» y «huida del riesgo» están incluidas en la alerta de «aversión al riesgo», pero se centran en los movimientos bruscos de los flujos GIF: el término «búsqueda de refugio» está vinculado a movimientos bruscos de activos de EM a activos de DM, mientras que el término «huida del riesgo» está vinculado a reducciones de la tenencia de activos en los fondos GIF hacia otros activos (probablemente más líquidos)

La preferencia de los inversores ha cambiado progresivamente hacia la toma de posiciones en los mercados emergentes tras la pausa de la Fed

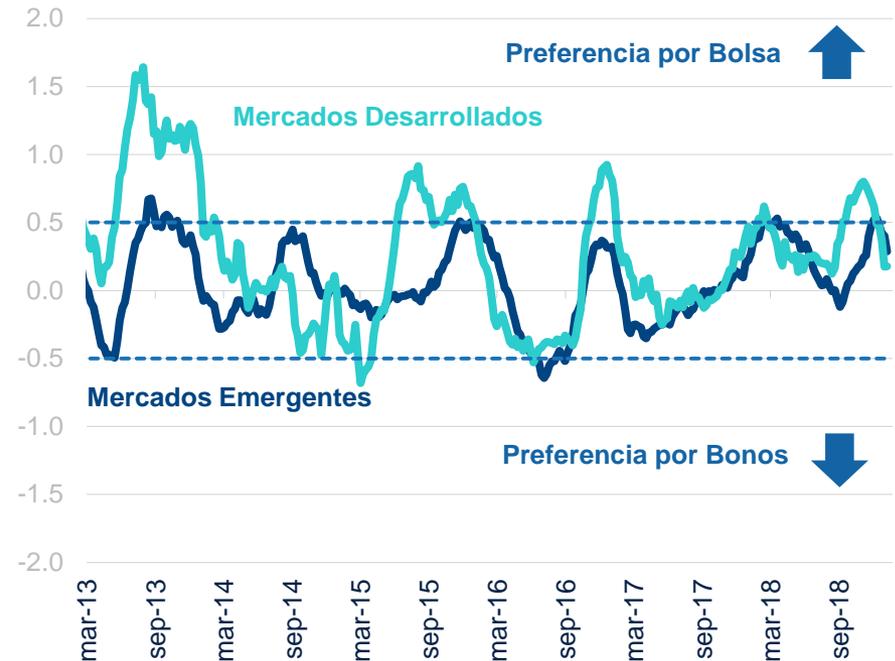
Apetito de los inversores por DM frente a EM
(indicador expresado como desviación estándar de la media histórica)



Fuente: BBVA Research, EPFR

La preferencia relativa por los EM ha aumentado desde octubre. Sin embargo, los fondos de EM continuaron registrando salidas durante el cuarto trimestre, pero en menor medida

Apetito de los inversores por la renta fija frente a la renta variable (indicador expresado como desviación estándar de la media histórica)



La pausa de la Fed parece haber aumentado el apetito por los EM, y especialmente por los bonos, los activos que más sufrieron durante el cuarto trimestre de 2018



**¿Qué es
lo siguiente?**

Principales tendencias que justifican nuestras perspectivas económicas y financieras



Perspectivas económicas

- Aterrizaje suave del crecimiento mundial
- Revisión a la baja del crecimiento que afecta sobre todo a los **mercados desarrollados**, especialmente a la UE
- Revisión a la baja de los **precios del petróleo** basada en una combinación de factores de oferta y demanda



Mercados financieros

- **Volatilidad financiera** que se mantendrá durante un tiempo (hasta el segundo trimestre de 2019 mientras que los temores sobre los riesgos clave se moderan).
- **Bajos tipos de interés a largo plazo** gracias a los flujos hacia activos con menor riesgo.
- **No se prevé que el dólar estadounidense se aprecie significativamente**
- **Cautela en EM** debido a la alta volatilidad
- **Los bancos centrales (incluida la Fed) se mantendrán «dovish»**
- **Un paso adelante en el apoyo político por parte de China**



Bancos Centrales

- Más consciencia de los riesgos a la baja (sensibilidad a las turbulencias de los mercados) y **más prudencia** en la normalización de las políticas:
 - Modificación de la tendencia de los tipos de interés (**la Fed hace una pausa antes y el BCE retrasa** el ciclo de subidas)
 - Pero, **no hay cambios** en las medidas no estándar (**balance**), **de momento**



Hipótesis sobre riesgos clave

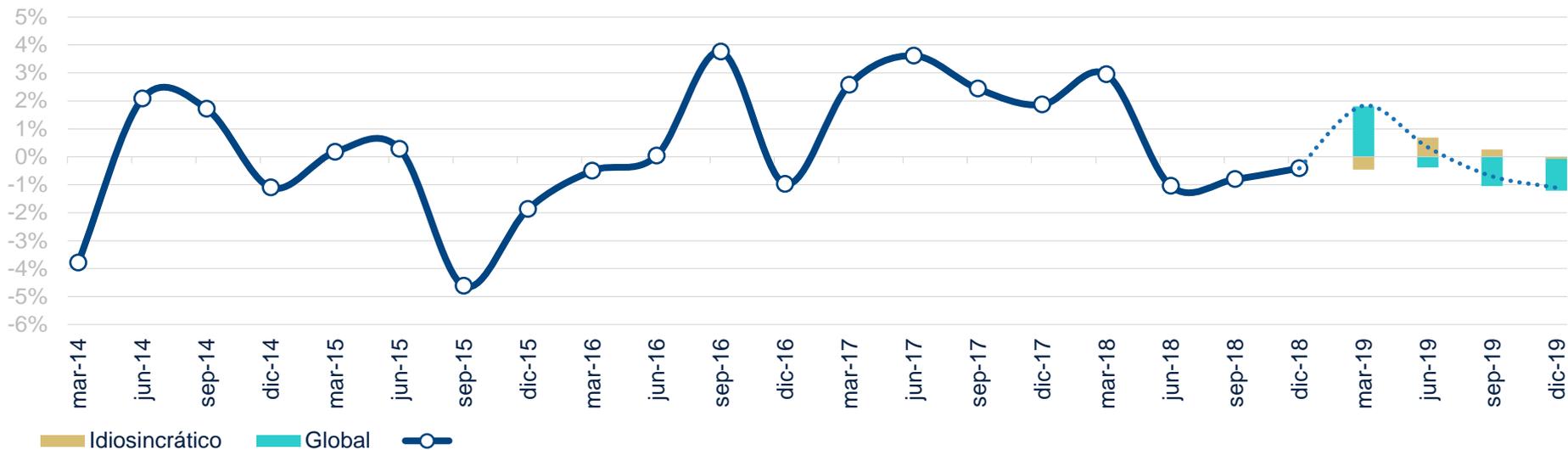
- **Tres hipótesis clave** en nuestras proyecciones:
 - **Disminución de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China:** Los aranceles no se modifican, pero siguen existiendo problemas estructurales
 - **Los riesgos de cola en Europa se resuelven finalmente** (*brexit* ordenado; Italia)
 - **Una Fed más «dovish»** (2 subidas frente a 3 subidas en 2019; «dependencia de los datos»)
 - **BCE** (la subida de los tipos de interés se aplaza hasta 2020), más margen para los bancos centrales de los EM
- En definitiva, **los riesgos mantienen su tendencia a la baja**

Perspectivas de flujos de cartera: Con el entorno más favorable para los EM puesto ya en precio, es poco probable que los flujos hacia estos mercados se mantengan (o intensifiquen) durante un largo periodo de tiempo.

- Nuestro escenario central sugiere que los mercados emergentes seguirían superando a los mercados desarrollados en cuanto a la captación de flujos de GIF a corto plazo, si bien las futuras medidas de la Fed en materia de tipos de interés y de los progresos realizados en el conflicto comercial entre Estados Unidos y China serán condicionantes claves.
- Dicho esto, **creemos que el atractivo de los mercados emergentes no parece sostenible** dado que el entorno más favorable ya se ha descontado por el mercado

Flujos de cartera hacia EM

(% de ABG)



En un escenario más favorable, con la Fed en una pausa prolongada y menor volatilidad, la predisposición a la toma de posiciones en EM podría durar hasta finales de año

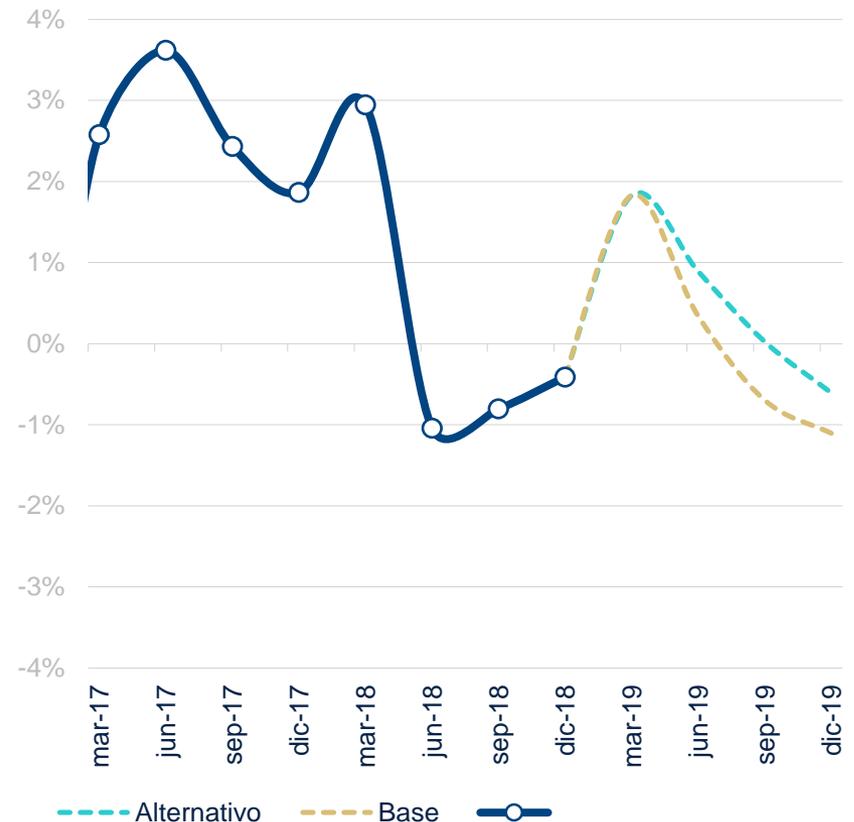
Según nuestro análisis de sensibilidad, los EM podrían mantener un clima positivo durante la práctica totalidad de 2019 si:

- 1 La FED frena el endurecimiento:** deja de subir los tipos y reduce el ritmo de la reducción de su balance
- 2 La volatilidad** desciende a niveles inferiores a los del escenario central
- 3 Los tipos de interés a largo plazo estadounidenses** siguen siendo muy moderados (pendiente muy ajustada)

***Hipótesis del escenario central:** El VIX se mantendrá en torno al 18%, la Fed aumentará el tipo de interés de los Fed- Funds dos veces en 25 pb cada una y continuará con la normalización de su balance. Los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años terminarán 2019 en torno al 3,3%.

Hipótesis alternativas: El VIX descenderá progresivamente a niveles en torno al 15%, la Fed aumentará el tipo de interés máximo de los Fed- Funds una vez en 25 puntos básicos y la normalización de su balance será más lenta. Los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años terminarán 2019 en torno al 2,90%.

Flujos de cartera hacia ME: escenario central frente a escenario positivo* (% de ABG)



Fuente: EPFR, BBVA Research

¿ A qué hay que estar atentos este año?: Tensiones comerciales y la desaceleración de China como principales amenazas, mientras que los préstamos apalancados son una fuente potencial de preocupación

01



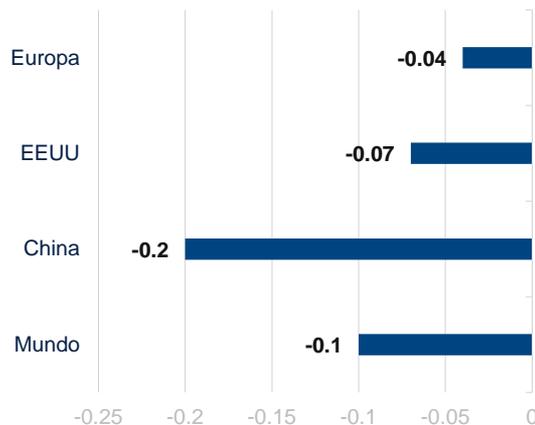
¿Podrían las tensiones comerciales hacer descarrilar economía mundial?

El aumento de los aranceles aprobado ya ha influido en el crecimiento y la competitividad de la economía y la nueva ronda podría ser más dura.



Efecto sobre el crecimiento del PIB de los aranceles y represalias aprobados por EE. UU.

(pp en dos años, comercio y canal financiero/confianza)



02

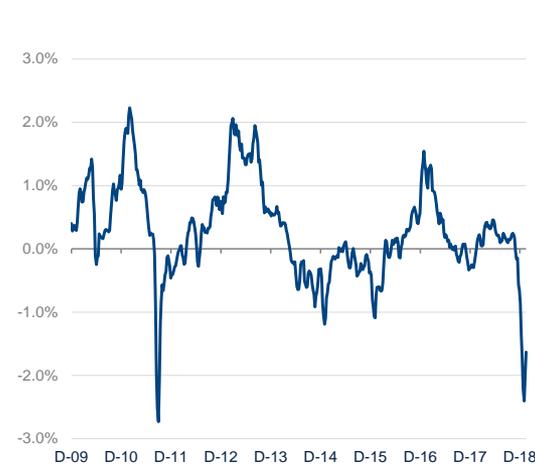


¿Son los préstamos apalancados el nuevo problema? El reciente clima de mercado frenó las nuevas emisiones. Sin embargo, los vencimientos no deberían representar una amenaza a corto plazo, ya que se concentran entre 2024 y 2025.



Flujos de cartera hacia fondos de préstamos apalancados*

(promedio móvil 4 semanas, % de ABG)



03

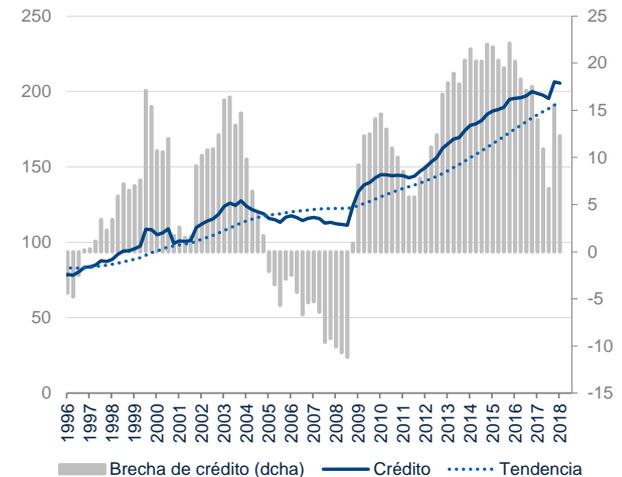


¿Son las perspectivas crediticias de China una patata caliente? La deuda no financiera siguió aumentando, apoyada por una relajación monetaria «selectiva». La prudencia del mercado se refleja en las presiones a la baja en el mercado de valores y en las divisas.



Deuda no financiera

(% del PIB)





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

> ABG <

Activos bajo gestión en la base de datos EPFR

> DM <

Los mercados desarrollados incluidos en nuestra muestra son Alemania, Austria, Australia, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, los Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza

> EM <

Los mercados emergentes incluidos en nuestra muestra son Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Eslovenia, Filipinas, Hungría, la India, Indonesia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela