



«La persistencia de la desaceleración cíclica corre el riesgo de extenderse, desplazando en el tiempo y reduciendo la probabilidad de ocurrencia de la consecución de los objetivos de los principales bancos centrales, en especial en lo relativo a la inflación.»

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

Mercados condicionados

La ley de contigüidad formulada por Aristóteles decía que «cuando dos cosas suelen ir juntas, la aparición de una traerá la otra a la mente». Iván Pavlov obtuvo el premio Nobel en 1904 por su **teoría del condicionamiento clásico: modelo de estímulo-respuesta o aprendizaje por asociaciones** (el famoso estudio de la salivación del perro ante estímulos naturales o condicionados). John B. Watson la desarrolló más tarde en humanos, concluyendo que el condicionamiento pavloviano constituía una fuente importante de nuestra experiencia y, por tanto, de nuestros actos.

Podría decirse que **el comportamiento de los mercados en 2019**, pero en especial durante los dos últimos meses, **tiene tintes de condicionamiento pavloviano**. El shock de demanda provocado por el impacto del proteccionismo —y la incertidumbre que genera— sobre el comercio mundial y la inversión empresarial, se une a la persistencia de otros factores de riesgo geopolíticos (brexit, Oriente Medio, etc) para elevar el riesgo de desaceleración o, al menos, estancamiento en niveles bajos de crecimiento. La **persistencia de la desaceleración cíclica corre el riesgo de extenderse**, desplazando en el tiempo y reduciendo la probabilidad de ocurrencia de la consecución de los objetivos de los principales bancos centrales, en especial en lo relativo a la inflación.

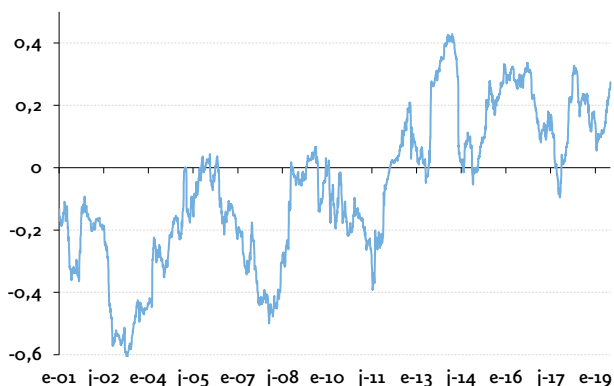
Los bancos centrales abandonan la pau-

latina normalización monetaria y anuncian, o dejan entrever, la vuelta de los estímulos, ya sea vía rebajas de tipos de interés, refuerzo de sus guías de acción futura (*forward guidance*) y/o un posible retorno de las compras de activos.

En este entorno, **los inversores, condicionados por la experiencia de los últimos diez años, han reaccionado a la desaceleración cíclica desplazando sus carteras hacia combinaciones de rentabilidad/riesgo más elevadas** que, apoyadas por la expectativa de nueva expansión monetaria, deriven en la consecución de notables retornos positivos.

La configuración actual del mercado es llamativa, en todo caso. Un primer punto de atención lo tenemos en la elevada y persistente correlación positiva entre el retorno de los bonos libres de riesgo y el del crédito corporativo *high yield* y la renta variable. El signo y la magnitud de la actual correlación entre estos activos es inusual si atendemos a períodos históricos anteriores a de la Crisis Financiera Global. En todo caso, tiene justificación: si persiste la percepción de ruptura del vínculo tradicional entre crecimiento e inflación por parte de los principales bancos centrales, **es lógico que el mercado cotice los tipos a largo solo sobre la base de una expectativa de tipos a corto muy bajos durante mucho tiempo**. Este potencial escena-

Correlación anual de rendimientos semanales en crédito y Renta Variable EUR



Fuente: ICE.

rio implica menores y más estables tasas de descuento, y por tanto valoraciones más altas en renta variable en ausencia de fuerte desaceleración de los beneficios y/o aumento de la prima de riesgo.

Otro punto de atención lo encontramos en la también elevada correlación positiva de activos tradicionalmente refugio como el oro o el yen frente a la bolsa. El signo de esta correlación suele ser negativa, pues aquellos activos suelen capitalizar **entornos recessivos o de fuerte subida de primas de riesgo y volatilidad**. Uno podría interpretar esta configuración de mercado como disonante, o incluso bipolar. No lo es tanto si tenemos en cuenta que, en la actual situación de elevada incertidumbre y amplia liquidez a nivel global, y en la que la mayor parte de los bonos soberanos cotizan TIR negativas, resulta lógico que haya inversores que adopten posiciones *contrarias*. Estas posiciones pueden ser expresivas de una creencia en que el experimento monetario no funcionará o, simplemente, ser una consecuencia de la *obligada* necesidad de cobertura ante el encarecimiento de la mayor parte de sus posiciones en cartera (bonos y acciones) ::