

Flash Note 09/02/2018

Alex Fusté

@AlexfusteAlex

alex.fuste@andbank.com

El Océano Pacífico, los Maoríes y la caída de las bolsas

En uno de mis viajes, esta vez cruzando el océano Pacífico (que ya me dirán como puede llamarse así con la mala leche que gasta y la cantidad de gente que ha engullido), conocí a un Maorí interesado en eso de los mercados financieros europeos. El tipo era una montaña de carne que hubiera asesinado al campeón mundial de boxeo de una bofetada. Nada acorde con su entonación suave y su interés genuino por entender esto de los mercados financieros globales. Estoy cayendo de nuevo en la frivolidad narrativa, perdonen.

En esencia, el tipo me preguntaba sobre los tipos de interés negativos y cómo era la vida en esas condiciones monetarias. ¡Como si preguntara por la vida en Marte! (No me extraña. Ellos no han bajado nunca del 1.75% en los tipos oficiales). Le dije lo que les he venido repitiendo a todos ustedes desde que Draghi, tras cometer su fatal presunción de que es más listo que todos, haya provocado esta ilusión en el mercado de deuda europeo (por decirlo de una forma suave), y por ende, otra ilusión en el mercado de renta variable. Y es que no se pueden cometer actos estúpidos sin esperar ningún efecto colateral de igual o mayor magnitud que el que se pretendía evitar.

Muchos de mis colaboradores, e incluso clientes, se han venido mostrando escépticos cuando les decía que la presión del programa de deuda de Draghi sobre las TIRs nos llevaba a una situación de inestabilidad en las bolsas. Esta semana, hemos podido comprobarlo.

Miren. Tras haber sido expulsados del mercado de deuda; (al fin y al cabo, quien quiere comprar un bono en tasas negativas o cercanas a cero), los inversores se han pasado los 3 últimos años vendiendo volatilidad como medio de conseguir algo de TIR (yield). Lo demuestra el hecho de que el volumen diario en las opciones del VIX pasó de 23.000 opciones diarias a 3 millones diarias recientemente!!!). Por supuesto, vender volatilidad, sabiendo que esta está en contango (la vola a tres meses cotiza mas alta que la vola spot, cosa totalmente normal, por otro lado), es una forma de construir un cupón a cada día que pasa, y no hace falta que la vola baje (es suficiente con que se quede estable).

Fijense que, a cada operación de este tipo, estábamos reduciendo el riesgo implícito de la renta variable, mejorando su Sharpe ratio (eficiencia en binomio riesgo/rentabilidad), y consecuentemente, provocando que los sistemas de control de riesgo –y esto lo he experimentado personalmente- te permitían aumentar el peso en Equity (que es exactamente lo que ha pasado).

Un caso de libro de otro banquero central alimentando una ... ilusión (ya saben a que me refiero). Claro está, con tantos vendedores de volatilidad, a la que esta ha repuntado un poco, se han agolpado todos a la vez para deshacer sus posiciones. Esto lo explicó muy bien el otro día un market maker en la CNN. “El tubo era demasiado estrecho para tantas órdenes”. Imagínense millones de individuos, fondos, etc... poniendo ordenes de compra de volatilidad o similares: venta del S&P a futuro, o directamente venta de sus posis largas de bolsa. Sencillamente, no hay tanta gente al otro lado para absorber en horas un volumen de órdenes generado durante años!! La buena noticia es que sabemos lo que hay detrás (y no se trata de nada extraño que no podamos entender). Eso, de por sí, ya es bastante bueno. Habrá que esperar hasta que se absorba todo eso.

Para acabar. El mensaje que esta nota pretende transmitir (antes de irnos a descansar): Es estúpido fijar las TIRs de la deuda en niveles artificialmente bajos y pretender que no hayan efectos colaterales. Que vaya ahora Draghi a ofrecer sus más sinceras disculpas a los partícipes de todos los fondos de pensiones que han perdido la friolera de US\$30bn esta semana.

Por cierto, el Maorí me miró con una fijeza espectral tras escuchar esta perifrasis intragable. Pero creo que pilló el mensaje.

Sin pretender engrandecer el aura de profeta, les diría que ya puedo entender a esta escuela de tecnócratas planificadores de lo monetario. ¡Vale! Pero les recordaría que, aunque en teoría no hay diferencia entre la teoría y la práctica; en la práctica, si la hay. Así que menos planificación teórica.

Espero esta reflexión les resulte de utilidad.