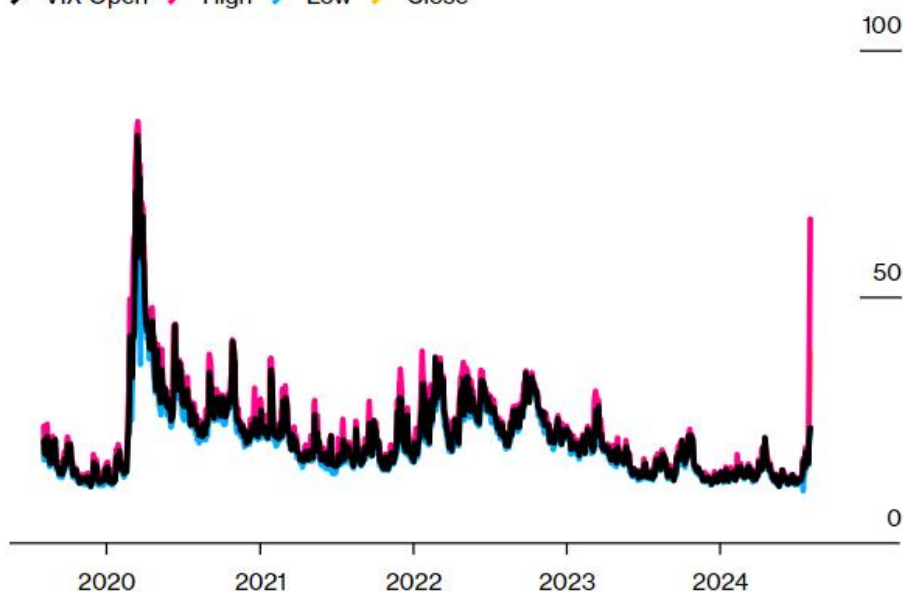


Agosto ha arrancado con altísima volatilidad, fuertes caídas de los activos de riesgo y refugio en la renta fija, entre sesiones de ida y vuelta. El lunes abrimos con ventas particularmente intensas en Asia, con la bolsa japonesa desplomándose un 12%, suspensión de las órdenes de venta en Corea del Sur y caídas abultadas en los futuros europeos y americanos. Esa misma tarde, un ISM de servicios mejor de lo esperado y comentarios tranquilizadores de algún miembro de la FED dieron un cierto suelo, particularmente al movimiento de refugio en los bonos. Y, hoy martes, los índices japoneses han rebotado con fuerza, con subidas en el entorno del 10% y un yen ligeramente a la baja.

Fear Gauge Spikes

— VIX Open — High — Low — Close



Source: Bloomberg

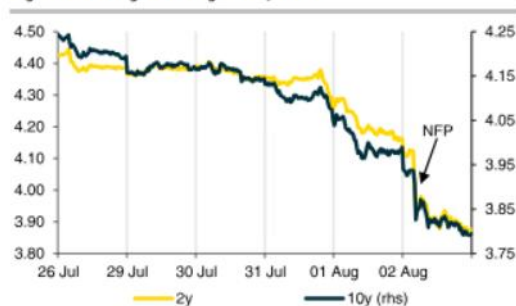
Centrándonos en las caídas, ¿qué ha ocurrido? Como en todos los movimientos acusados, las razones pueden ser múltiples. Aunque ninguna hipótesis parece ser suficientemente explicativa, **el “epicentro macro” de esta corrección podría encontrarse en las mayores señales de desaceleración de la economía americana.** Débiles encuestas y, más importante aún, peores datos de empleo han suscitado **temores de un aterrizaje brusco.** Todo ello, coincidiendo con un mensaje de la FED que exponía una visión de los riesgos más equilibrada, el control de la inflación y donde avistan ya la primera bajada de tipos en septiembre.

El mercado ha temido que la FED no fuera suficientemente rápida en ajustar su política monetaria a una economía más débil. Y así, **en menos de una semana se ha pasado a descontar recortes de tipos más acelerados e intensos de FED y BCE** (-50 p.b. para las citas de septiembre, y entre -100 y -125 p.b. hasta final de año, casi el doble de lo puesto en precio días atrás) **e incluso la posibilidad de alguna bajada previa, “de emergencia”.**

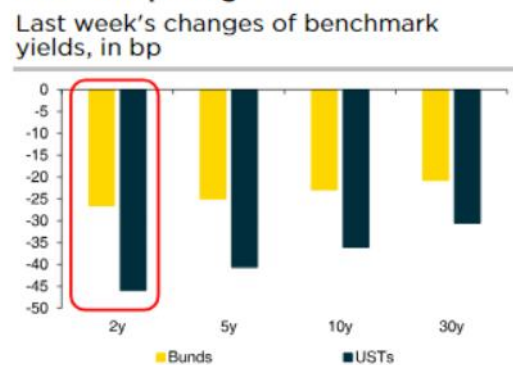
Para el mercado nipón, la realidad es más compleja y ofrece matices particulares: tras el anuncio inesperado de subida de tipos del Banco central japonés, se desató una rápida apreciación del yen, debilitando la cotización de las empresas más exportadoras. **Más allá de la macro, argumentos micro detrás de las ventas de renta variable han sido también esgrimidos, ligados aquí a la validación (o no) de las valoraciones de las tecnológicas.** Una temporada de resultados con menos brillo que las pasadas ha cuestionado, para algunos, las expectativas depositadas en la IA.



Hard landing fears are spreading...
2y and 10y UST yield, in %



...causing massive yield drop and curve steepening



Source: Bloomberg, Commerzbank Research

¿Cómo actuar? **Calma, no exenta de análisis, sigue siendo la mejor receta en estos momentos.** Las ventas aceleradas han sido fuente de históricas pérdidas de rentabilidad en el pasado. **Entre las potenciales razones detrás de este episodio concreto de "risk off", las novedades reales parecen limitadas.**

El menor dinamismo de la actividad en EE.UU, la débil demanda doméstica en China o el temor a una escalada del conflicto en Oriente Medio vienen siendo titulares de los últimos meses. Lo mismo podríamos decir de la incertidumbre ante las próximas elecciones americanas, o de la nueva situación política en Francia tras los recientes comicios. Si buscamos la respuesta desde la valoración de empresas e índices, **más allá de unos ritmos más moderados de crecimiento en algunas empresas tecnológicas, a diferencia del 2000, estamos ante proyectos respaldados por ventas y beneficios, con una IA que consideramos disruptiva**, transformadora, aunque su implementación bien pueda conllevar tiempos más largos.

¿Pueden continuar este movimiento de ventas de renta variable? **No es descartable, la menor liquidez en verano es propicia para movimientos más intensos. De ahí también un mensaje de cautela.** Es cierto que el repunte brusco de la volatilidad (VIX >50), invita a pensar en que habríamos visto lo más brusco del episodio, con unos niveles de pesimismo elevados y que suelen ser de corta duración.



¿Catalizadores para una vuelta? **Podrían venir de la mano de algunas declaraciones de los banqueros centrales**, adelantándose a lo que pudiera dar de sí el foro de Jackson Hole (22-24 de agosto), cita para la FED y el resto de grandes autoridades monetarias. **O de mensajes desde el lado empresarial**, con empresas líderes, como Nvidia aún pendientes de publicar sus resultados (28 de agosto). **O, como ayer, desde los datos macro, como el ISM de servicios en EE.UU por encima de lo esperado.** Más allá de las caídas, bruscas y no adelantadas, de los índices, en el trasfondo también encontramos movimientos de rotación sectorial (en beneficio de pequeñas y medianas o de sectores beneficiados por los tipos más bajos como eléctricas), que contaban con motivos fundamentales previos. Apoyos que también eran conocidos para la renta fija, activo con el viento de cola de unos bancos centrales que se embarcan en relajación monetaria y con rentabilidades aún atractivas.