FOCUS · Volatilitat financera i incertesa política: qui va dir por?

Un dels temes que ha acaparat més atenció en l'àmbit macrofinancer en els últims mesos ha estat la cohabitació d'una volatilitat financera en mínims històrics i una elevada incertesa política. Però ens ha de sorprendre aquesta aparent paradoxa? Fins a quin punt la volatilitat financera i el risc polític estan relacionats?

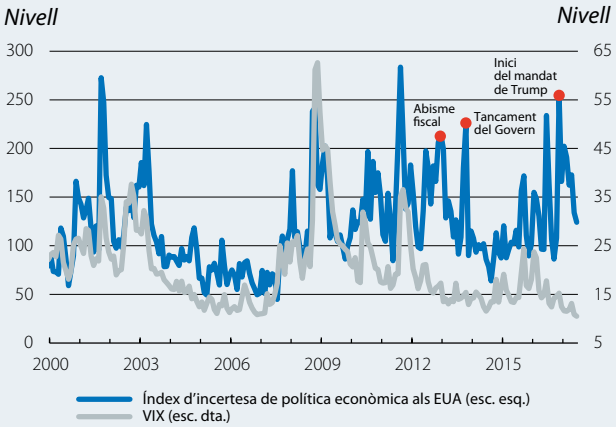
L'indicador més utilitzat per mesurar la volatilitat financera de la borsa nord-americana és l'índex VIX, conegut popularment com l'«índex de la por», que calcula la volatilitat implícita de les opcions sobre les accions que componen l'índex S&P 500. Com es pot observar al primer gràfic, la bretxa entre l'índex d'incertesa de política econòmica nord-americana i el VIX va assolir el màxim històric al gener, coincidint amb la presa de possessió de Donald Trump, i, de llavors ençà, ha baixat de manera sensible. De fet, aquesta bretxa se situa actualment per sota del nivell assolit en dos episodis no gaire llunyans: l'anomenat «abisme fiscal»[1] al final del 2012 i el tancament del Govern dels EUA el 2013, després de la falta d'acord per aprovar els pressupostos. El descens recent de la bretxa s'explica, principalment, per una caiguda de l'índex d'incertesa política als EUA del 39% entre el gener i el juny. Així i tot, malgrat que la incertesa política ha baixat, es manté relativament elevada.

Una forma una mica més rigorosa i sofisticada de mesurar fins a quin punt el VIX és anormalment baix atesa la incertesa política consisteix a comparar el VIX observat amb el VIX predit a partir dels índexs d'incertesa política nord-americana i global. Quan es realitza aquest exercici, el resultat és que, des del juliol del 2016, el VIX predit pels factors polítics sobreestima àmpliament la volatilitat observada.

Els altres dos candidats naturals per explicar el descens del VIX són les condicions macroeconòmiques i les financeres. Així, si realitzem el mateix exercici i comparem el VIX observat amb el VIX predit a partir de les condicions macrofinanceres,[2] obtenim que el VIX predit s'aproxima més al VIX observat en els últims mesos. Així, per exemple, el VIX predit per la incertesa política cometia un error de predicció de 5,90 punts al juny, enfront d'un error de només 2,86 punts en la predicció realitzada a partir de les condicions macrofinanceres.

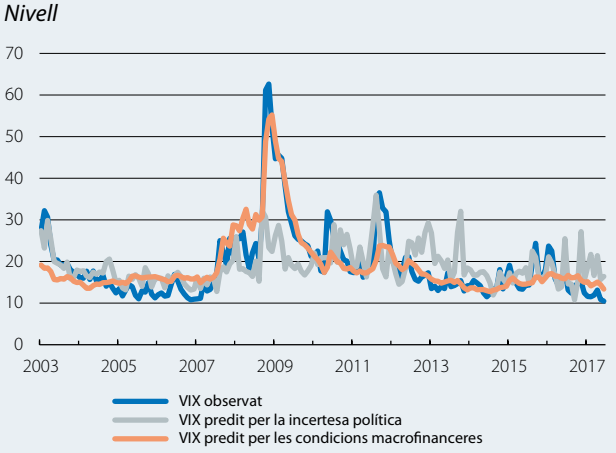
1. Es tracta de la combinació d'augments automàtics en els impostos i de retallades massives en les despeses del Govern dels EUA per reduir el dèficit federal.
2. Les variables macroeconòmiques que incloem són l'índex de sentiment empresarial nord-americà (ISM) i un mesurament de la volatilitat macroeconòmica global construït a partir de l'índex de sorpreses econòmiques del G-10. Mesurem les condicions financeres amb l'índex de la Reserva Federal de Chicago.

Índex VIX i incertesa política *



Nota: ** Índex d'incertesa de política econòmica de Baker, Bloom i Davis.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Saint Louis i de Thomson and Reuters.*

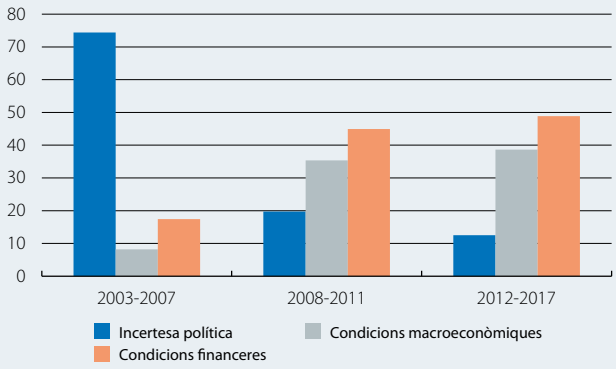
Índex VIX predit per factors polítics i macrofinancers



Font: *CaixaBank Research.*

Factors que expliquen l'índex VIX

Contribució de cada factor (% del total)



Nota: *Els resultats s'obtenen a partir de l'especificació lineal detallada a la nota 3. La variància explicada de la volatilitat financera mensual als EUA es del 76% entre el 2003 i el 2007, del 89% entre el 2008 i el 2011 i del 47% entre el 2012 i el 2017.*
Font: *CaixaBank Research.*

Si s'analitza amb atenció l'evolució del VIX observat i dels VIX predits al segon gràfic adjunt, sembla que, entre el 2003 i el 2007, el VIX predit per la incertesa política s'assemblava força al VIX observat, però, des del 2012, les condicions macrofinanceres dibuixen una trajectòria molt més semblant a la del VIX. Per comprovar si això és així, separem la mostra en tres períodes, és a dir, del 2003 al 2007, del 2008 al 2011 i del 2012 al 2017, i estudiem el pes dels factors polítics, macroeconòmics i financers per explicar la volatilitat financera.[3] Doncs bé, els resultats són ben clars: els factors polítics representaven el 74% de la variància explicada del VIX entre el 2003 i el 2007, però només el 12,5% entre el 2012 i el 2017, i el pes relatiu dels factors macroeconòmics i, en especial, financers ha estat més elevat entre el 2008 i el 2017 que entre el 2003 i el 2007. També cal destacar el descens de la variància explicada del VIX en aquests últims anys: el poder explicatiu dels factors polítics i macrofinancers sobre el total era del 76% entre el 2003 i el 2007 i del 89% entre el 2008 i el 2011, però només del 47% entre el 2012 i el 2017, la qual cosa indica que, actualment, els factors aliens a la incertesa política, a les variables macroeconòmiques i a l'índex de condicions financeres expliquen un major percentatge de la variació del VIX.

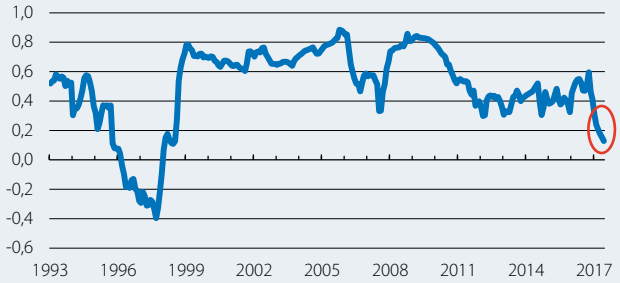
Aquests resultats poden semblar sorprenents, però no ho són tant si es tenen en compte alguns elements. D'una banda, la incertesa política ha pogut perdre pes a l'hora d'explicar la volatilitat financera, ja que, com ho documenten els economistes de la Universitat de Chicago Pastor i Veronesi,[4] ha disminuït la fiabilitat de la informació política i s'ha produït un augment de la dispersió dels missatges polítics. Així, la dificultat d'interpretar la informació política de forma nítida hauria empès els inversors a reaccionar en menor mesura als esdeveniments polítics malgrat l'augment de la incertesa.

De l'altra, les variables financeres haurien pogut guanyar pes en relació amb els factors polítics durant el període 2008-2017 en relació amb el període 2003-2007, a causa de les polítiques monetàries no convencionals (recordem que el primer programa de *quantitative easing* als EUA, el QE1, va arrencar al final del 2008). I és que els programes de compra massiva de bons de la Fed han augmentat la liquiditat del sistema financer, la qual cosa ha donat suport a l'augment del preu d'alguns actius financers i ha ajudat a disminuir els temors al fet que es puguin produir descensos bruscos d'aquests preus, i han provocat, així, una caiguda de la volatilitat.[5]

A l'hora d'explicar la menor variància del VIX entre el 2012 i el 2017, sembla que també cal tenir en compte els elements macrofinancers i el major soroll de la informació política. En particular, l'auge recent dels fons de gestió passiva[6] pot haver estat un factor rellevant, ja que aquests fons es limiten a replicar l'evolució d'un determinat índex i, per tant, redueixen el capital que es compra i es ven diàriament als mercats financers, la qual cosa podria estar mitigant la sensibilitat de la volatilitat financera a determinats vaivens macroeconòmics i financers.

Correlació entre l'índex VIX i la incertesa política als EUA

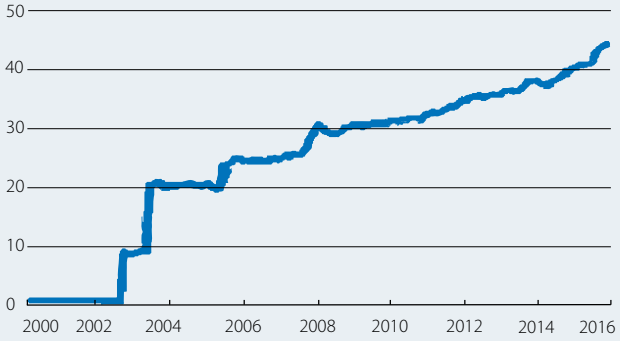
(Índex de correlació)



Nota: *L'índex de correlació entre dues variables pren valors entre -1 i +1 i en mesura el grau de relació lineal; una correlació d'1 correspon a una relació lineal positiva perfecta i una correlació de 0 correspon a una relació lineal nul·la. En aquest exercici, es calcula la correlació mòbil en els tres últims anys entre el VIX i l'índex d'incertesa de política econòmica dels EUA.*
Font: *CaixaBank Research.*

Inversions en fons de gestió passiva sobre el total de fons d'inversió als EUA

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'EPFR Global.*

3. Formalment es planteja la regressió lineal:
$VIX_t = \beta * IPE_t + \gamma * CM_t * + \alpha * ICF_t + \varepsilon_t$. On IPE_t és el vector dels índexs d'incertesa de política econòmica de Baker, Bloom i Davis per als EUA i per al món, CM_t és el vector de variables macroeconòmiques detallades a la nota 2, i ICF_t és l'índex de condicions financeres. Finalment, ε_t és un terme d'error aleatori.
4. Vegeu Pastor, L. i Veronesi, P. (2017), «Explaining the puzzle of high policy uncertainty and low market volatility», VOX Column.
5. Per a més detalls, vegeu Mallick, S., Mohanty, M. S. i Zampolli, F. (2017), «Market volatility, monetary policy and the term premium», BIS Working Papers.
6. La gestió passiva de carteres d'inversió és una estratègia d'inversió, en renda fixa o en renda variable, que busca replicar l'evolució d'un determinat índex. Als EUA, representa gairebé la meitat del capital gestionat pels fons d'inversió i el 14% del valor del mercat borsari.