

Alex Fusté

Chief Global Economist
Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



El Futuro es de los Demagogos. Implicaciones Para los Mercados

El mundo de las inversiones vive el día a día bajo el incesante ruido proveniente de la esfera política. Esto no sería importante, y no dejaría de ser una anécdota, si no fuera por la extraordinaria proliferación de demagogos que hoy observamos a lo largo y ancho del planeta, lo que confiere una dificultad añadida a la ya de por sí compleja tarea de valorar los activos financieros.

El escritor Michael Hopf diría que no hay que preocuparse por tal situación, citando su célebre frase sobre el desarrollo natural de los acontecimientos y la intermitencia de la demagogia: “*Hard times create strong men. Strong men create good times. Good times create weak men. And weak men create hard times*”. Según este axioma, los hombres débiles (populistas) darán paso a líderes fuertes, que a su vez crearán mejores tiempos para la sociedad. Tranquilidad, pues, desde este singular punto de vista.

Dándoles vueltas al asunto, no obstante, llego a la conclusión de que Hopf quizás no tenga razón y los populismos perduren por más tiempo del que el autor sugiere con su planteamiento secuencial. Lo que me lleva a Karl Marx, con quien guardo pocas concordancias pero que probablemente estaba en lo cierto al afirmar que la estructura política viene creada (siempre y en todas partes) por la infraestructura económica. Con la perspectiva del tiempo, tomamos consciencia de como las democracias modernas emergieron tras una revolución industrial, que a su vez creó estructuras corporativas masivas que hubo que fiscalizar para así redistribuir sus beneficios, y hacerlo a través de la creación de instituciones de recaudo y administración, para así financiar lo que hoy denominamos el estado del bienestar. La infraestructura económica determinó la superestructura política. Lo que me lleva a otra reflexión. Los grandes grupos industriales de hoy, a diferencia que sus predecesores, se organizan en inacabables esquemas horizontales que les permiten aflorar sus beneficios en los lugares más convenientes del mundo y, consecuentemente, su fiscalización efectiva acaba siendo imperceptible (eficiente, según sus directivos). Esto hace que sea difícil (sino imposible) para los estados financiar su actual superestructura; heredada y diseñada conforme a otros tiempos. La respuesta, hasta el momento, ha sido la casi inevitable, y hasta entendible, proliferación de los populismos, que a su vez han llevado a cabo una instrumentalización infame de los bancos centrales, bien sea para poder introducir el “novedoso” concepto de tipos de interés negativos, o para materializar la monetización de sus deudas con objeto de rebajar el servicio de la misma. Una deuda, precisamente, derivada de esa superestructura. No está funcionando.

Mucho me temo que en los tiempos actuales, y dada la incompatibilidad manifiesta entre la estructura estatal y la actual infraestructura económica

La estructura política viene determinada por la infraestructura económica, y esta, hoy, favorece a los demagogos.

La solución pasa por reducir los estados, restringir la capacidad de las corporaciones para organizarse territorialmente, o directamente, poner patas arriba todo el esquema global de regímenes fiscales.

global, es más que probable que la demagogia se instale de forma duradera en las jefaturas del poder político. La solución debe pasar, o bien por reducir los estados (y su disposición para seguir tomando dinero prestado), y por supuesto despojarlos de su capacidad de influencia en los bancos centrales; o bien restringir legislativamente la capacidad de las corporaciones para organizarse territorialmente; o directamente, poner patas arriba todo el esquema global de regímenes fiscales. Las dos últimas opciones representan el camino equivocado (según mi modesta opinión). Si bien existe un cierto margen de mejora en materia de transparencia fiscal en unos pocos países residuales, insistir en una equivalencia fiscal global es un camino peligroso, además de abusivo, por la simple razón que las distintas sociedades entienden el papel del estado (y su estructura) de forma legítimamente diferente. Francia, por ejemplo, ha insinuado en más de una ocasión esa equivalencia fiscal entre todos los países de la UE. Una petición arbitraria y parcial que no ganará adeptos. Lo que nos deja ante la única solución posible. Reducir la configuración actual de los estados para adaptarlos a los nuevos tiempos. Tan sencillo y tan difícil. Si fallamos (algo que doy por sentado que va a ocurrir), el futuro pertenecerá por largo tiempo a los demagogos. En tal caso, las implicaciones para los mercados serán las siguientes:

1. **Fin de volatilidades bajas y persistentes:** Los largos periodos de baja (y estable) volatilidad serían cosa del pasado, pues en este entorno político será difícil ver el VIX anclado en el rango 12-15x durante 3 años (como ocurriera entre el 2012-2015, o entre el 2016-2018). Los inversores deben acostumbrarse a episodios de inestabilidad más frecuentes.
2. **El VIX en 12x, es una compra:** El entorno descrito invita a adquirir posiciones largas de volatilidad con el índice VIX en niveles cercanos a 12x, pues dicho nivel es improbable que perdure. Tal estrategia puede llevarse a cabo con multitud de instrumentos: ETF's largos sobre el VIX o PUTs fuera de dinero sobre índices (equivalente a comprar volatilidad).
3. **Menos episodios de Flash Crash & vender VIX en 30x:** El paso al ostracismo de aquellos periodos largos de volatilidades bajas tendrá, paradójicamente, una gran ventaja (quizás la única). Me explico. Una volatilidad baja y persistente alimentaba (como así se demostró) la proliferación de estrategias cortas de volatilidad. Aprovechando la situación normal de *contango* del VIX, tales estrategias suponían vender por encima del precio spot, lo que de facto equivalía a recibir una renta permanente (algo muy buscado en épocas de escasez de instrumentos de deuda razonables). Cuanto más estable permanecía el VIX, más posiciones cortas se acumulaban. Luego pasa lo que tiene que pasar. Un pequeño evento de cola provocaba que todos los inversores se agolparan para deshacer posiciones netas cortas mediante operaciones contrarias de compra de volatilidad; lo que involuntariamente contribuía a exacerbar aún más los repuntes del VIX (y caídas del mercado). Esto daba lugar a terribles episodios de intensas caídas en los activos, y que se materializaban en forma de los denominados "*Flash Crash*". Ahora, en ausencia de esos

El fin de aquellos periodos largos de volatilidades bajas tendrá, paradójicamente, una gran ventaja

períodos extensos de bajas volatilidades, es difícil pensar en acumulaciones desmesurada de posiciones cortas del VIX (sería un suicidio en este entorno), lo que me invita a pensar en picos más bajos de volatilidades. Consecuentemente, vender VIX en niveles de 30 (sin esperar a ver niveles mayores) podría resultar una estrategia interesante. Dicho de otra manera, las correcciones del mercado serán más frecuentes, pero menos intensas, lo que sugiere que debieran ser aprovechadas para acumular nuevas posiciones.

Cordiales saludos.