

FOCUS · La normalización del tipo oficial y su impacto en los mercados financieros de EE. UU.

En diciembre, la Reserva Federal (Fed) anunció el inicio de lo que debería ser una senda alcista del tipo de interés oficial (*fed funds rate*). Este proceso de normalización de los tipos de interés, que no se han aumentado en casi una década, va acompañado de una incertidumbre considerable acerca de sus posibles consecuencias sobre los mercados financieros globales y, en particular, estadounidenses. El comienzo de un ciclo de subidas por lo general ya genera una cierta cautela por parte de los inversores, y esta vez, al partir de un nivel de tipos de interés extraordinariamente bajo, no debe extrañarnos que la precaución sea aún mayor.

La subida del tipo oficial impacta sobre los mercados financieros de EE. UU. principalmente a través de dos efectos. Por un lado, el aumento de tipos de interés tiende a trasladarse a los activos de renta fija, como la deuda pública y los bonos corporativos, especialmente en los vencimientos de más corto plazo, lo que desplaza al alza y allana la curva de tipos. Este aumento de la rentabilidad de la renta fija implica que las tasas de descuento utilizadas para valorar la renta variable sean mayores, lo que presiona su precio a la baja. Por otro lado, el aumento de los tipos de interés encarece los gastos financieros de las empresas y puede enfriar la demanda (las ventas), dos factores que limitan los beneficios corporativos esperados y, por lo tanto, las valoraciones bursátiles. Los precios de los activos ya reflejan, en parte, la expectativa de un incremento de los tipos de interés, por lo que no debemos esperar necesariamente grandes vaivenes en los mercados financieros. Pero también es cierto que, a raíz de las subidas de tipos y de la comunicación que las acompaña, pueden producirse revisiones significativas de las expectativas futuras que provoquen movimientos más abruptos.

La experiencia de los tres últimos ciclos de subida de tipos en EE. UU. sugiere que los inversores tienden inicialmente a penalizar la renta variable. En concreto, el S&P 500 registró, en promedio, unas ligeras pérdidas durante los tres meses posteriores al inicio de las subidas de los tipos de interés. Pero, posteriormente, al hilo de la confirmación de un escenario macroeconómico positivo, la bolsa americana tendió a recuperar una senda alcista (véase el gráfico). Para la renta fija, los rendimientos han estado, en promedio, presionados al alza, especialmente los de corto plazo y los de aquellos activos con menor riesgo, como la deuda pública. Así pues, los *spreads* corporativos tienden a reducirse durante un ciclo de subida de tipos a medida que el entorno macroeconómico mejora.

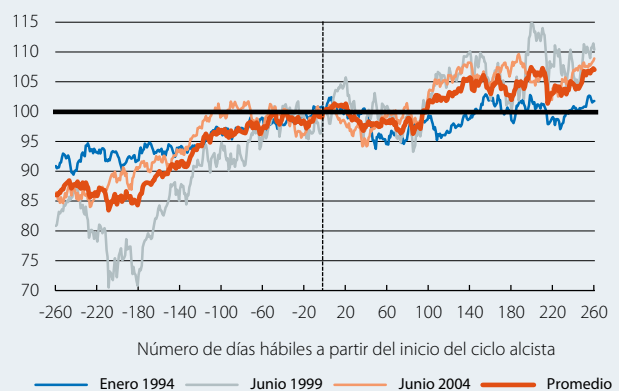
A la hora de intentar anticipar los posibles impactos del actual ciclo alcista, también debemos tener en cuenta que la situación de partida es muy distinta a la de ciclos anteriores. Primero, la economía estadounidense aborda la actual subida en una fase más avanzada de su ciclo financie-

ro y crediticio. Con una valoración bursátil relativamente elevada, tras años de medidas monetarias no convencionales y unos beneficios corporativos en un nivel récord, el proceso de normalización de la política monetaria podría tener en esta ocasión un efecto más adverso sobre la renta variable que en el pasado (véase el Focus del IM12/2015 «¿Está cambiando la marea en la bolsa estadounidense?»). En el segmento de los bonos corporativos de alto rendimiento, los niveles de endeudamiento relativamente altos podrían provocar también una ampliación de los *spreads* de estos activos. La divergencia de política monetaria entre la Fed y otros grandes bancos centrales es el otro gran desafío del ciclo actual. Al favorecer la apreciación del dólar, lo que puede dañar la competitividad de una parte del sector corporativo americano, este fenómeno, que ya se ha bautizado como la «Gran Divergencia» podría, a su vez, afectar a la revalorización de la bolsa estadounidense. Un argumento a favor de una hipótesis más optimista sobre el efecto del ciclo de subidas es el carácter seguramente muy gradual que se espera que tenga (véase también el Focus del IM12/2015 «Subida del tipo oficial en EE. UU.: esta vez es diferente»).

En definitiva, la actual subida de tipos no debería tener necesariamente un gran impacto sobre los mercados. Que así sea dependerá, en gran medida, de que se continúe confirmando el escenario de recuperación económica en EE. UU., de que no se produzcan efectos colaterales adversos en los países emergentes y de que no surjan presiones inflacionistas que provoquen un cambio drástico en la senda anticipada del tipo oficial. Una comunicación clara y coherente por parte de la Fed también será clave para evitar grandes oscilaciones en las expectativas de los inversores y, en consecuencia, movimientos abruptos en los precios de los activos financieros.

Evolución del S&P 500 alrededor del anuncio del inicio del ciclo de subida del tipo oficial

Índice (100 = día anterior al anuncio)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de Bloomberg.