

¿La posible subida de las rentabilidades a largo plazo es un riesgo para la renta variable?

El repunte de las tasas de inflación (en especial en EE. UU.) está llenando muchas páginas salmón y generando numerosos informes de expertos. Ante ello, cualquier inversor se pregunta sobre las implicaciones que ese repunte puede tener sobre las rentabilidades de los bonos a largo plazo y, en última instancia, sobre el precio de las acciones. En principio, el consenso de analistas se alinea con el discurso de los grandes bancos centrales y espera que tal incremento en la inflación sea transitorio; aún puede quedar algún mes complicado, pero tenderá a moderarse. Este es el mensaje dominante y parece que tiene el voto de confianza de los mercados de bonos si atendemos al comportamiento de sus rentabilidades desde marzo. Pero, si el repunte de la inflación fuera más intenso y/o más duradero de lo que ahora se espera, ¿cuál sería la reacción del mercado de bonos y cómo podría verse afectada la renta variable?

Respondiendo a la primera cuestión, la experiencia nos dice que una sorpresa negativa en la inflación no suele ser bien recibida por la renta fija. Los inversores, para proteger su rentabilidad real esperada, exigirían tipos de interés nominales más elevados. Centrándonos en EE. UU., con la rentabilidad a 10 años oscilando en torno al 1,5%, no es difícil imaginar que podría experimentar un repunte hasta situarse algo por encima del 2,0%, donde fluctuaba poco antes de la pandemia. Plantearse niveles más elevados como, por ejemplo, el 3%, es prematuro. La última vez que dicho tipo de interés osciló entre el 3,0% y el 3,2% fue a finales de 2018, cuando el *output gap* de la economía era positivo y el país crecía claramente por encima de su potencial (en torno al 3% frente a un potencial de algo menos del 2%). En ese momento, la posibilidad de un

repunte inflacionista con un carácter sostenido en el tiempo parecía elevada y la Fed ya llevaba tiempo endureciendo su política monetaria. En la actualidad, la economía, aunque muy recuperada de la contracción experimentada en 2020, todavía tiene margen de mejora en varios ámbitos (véase el Focus «[EE. UU.: recuperación \(in\)completa del mercado laboral](#)» en este mismo *Informe Mensual*).

En cuanto al efecto que podría tener la subida de las rentabilidades a largo plazo sobre la renta variable, una mirada al pasado puede ser útil. La primera idea es que es más frecuente que la bolsa experimente subidas con tipos de interés repuntando a que sufra retrocesos. Considerando datos anuales, desde 1961 ha habido 10 ejercicios en los que las rentabilidades a 10 años han subido y el S&P 500 ha caído, mientras que ha habido el doble de ocasiones en las que el S&P 500 ha subido a la par con las TIR.¹ La segunda idea es que hay otros elementos que pueden apoyar que la bolsa suba, aunque también lo hagan las TIR, como, por ejemplo, los beneficios empresariales: en el 86% de los años en los que el S&P 500 y las rentabilidades han subido, el crecimiento medio de los beneficios ha sido del 10%. Ha habido tres excepciones, en las que los beneficios cayeron y el S&P 500 cerró con ganancias, pero fue por la anticipación del crecimiento que se produjo el siguiente año (una media del 31%). Con todo, es cierto que una subida de las rentabilidades puede tener un impacto negativo temporal sobre la bolsa, mayor cuanto más intensa o inesperada es esa subida. Revisando la evolución del S&P 500 en los 12 meses siguientes al inicio de los siete ciclos de subida de rentabilidades que hemos identificado desde 1990 (véase la primera tabla), se han producido episodios correctivos con un *drawdown*,² medio del 8%.

Mirada al pasado: bonos estadounidenses y S&P 500

Ciclos alcistas en la TIR a 10 años de EE. UU. (1990-2020)				Evolución del S&P 500 *					Drawdown
Inicio	Duración (M)	TIR inicio	Variación	-6 m.	-3 m.	Durante	+3 m.	+6 m.	
Octubre de 1993	13	5,32	2,62	5%	4%	-1%	5%	14%	-8,9%
Enero de 1996	4	5,65	1,26	10%	5%	9%	1%	11%	-3,8%
Octubre de 1998	15	4,52	2,13	-7%	-11%	38%	3%	3%	-9,6%
Junio de 2003	48	3,32	1,78	10%	17%	53%	-1%	-2%	-7,8%
Diciembre de 2008	6	2,39	1,31	-35%	-28%	6%	13%	20%	**
Abril de 2013	8	1,73	1,16	9%	6%	15%	3%	8%	-5,8%
Julio de 2016	27	1,49	1,66	12%	4%	30%	-6%	4%	-9,7%
Promedios	= 16,4	3,13	1,62	0%	2%	22%	2%	8%	-7,6%

Notas: El ciclo alcista actual, iniciado en julio de 2020, puede no haber concluido. Cálculos realizados hasta el último cierre mensual. * Rentabilidad del S&P 500 durante el ciclo alcista de la TIR, así como los 3 y 6 meses anteriores y posteriores a dicho ciclo. ** No se calcula drawdown porque fue un año de fuertes caídas al comienzo de la gran crisis financiera 2008-2009.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. Los años en los que las rentabilidades han experimentado retrocesos no se han considerado en este análisis.
2. Se ha considerado la mayor caída entre máximo y mínimo en la serie de precios dentro del periodo de referencia tomado.

Análisis de sensibilidad: bonos a 10 años y S&P 500

Nivel de TIR a 10 años

	0,75%	0,90%	1,05%	1,20%	1,35%	1,50%	1,65%	1,80%	1,95%	2,10%	2,25%
200	5.426	5.197	4.986	4.792	4.613	4.446	4.291	4.146	4.011	3.884	3.765
198	5.372	5.145	4.937	4.744	4.566	4.401	4.248	4.105	3.971	3.845	3.728
196	5.318	5.093	4.887	4.696	4.520	4.357	4.205	4.063	3.931	3.807	3.690
194	5.264	5.041	4.837	4.648	4.474	4.312	4.162	4.022	3.891	3.768	3.652
192	5.209	4.989	4.787	4.601	4.428	4.268	4.119	3.980	3.850	3.729	3.615
190	5.155	4.937	4.737	4.553	4.382	4.223	4.076	3.939	3.810	3.690	3.577
188	5.101	4.885	4.687	4.505	4.336	4.179	4.033	3.897	3.770	3.651	3.539
186	5.047	4.833	4.637	4.457	4.290	4.135	3.990	3.856	3.730	3.612	3.502
184	4.992	4.781	4.588	4.409	4.244	4.090	3.947	3.814	3.690	3.573	3.464
182	4.938	4.729	4.538	4.361	4.197	4.046	3.905	3.773	3.650	3.535	3.426
180	4.884	4.677	4.488	4.313	4.151	4.001	3.862	3.731	3.610	3.496	3.389

Fuente: CaixaBank Research.

Por último, un ejercicio interesante es realizar una simulación de la sensibilidad de la valoración del S&P 500 ante variaciones en la rentabilidad del bono a 10 años, de un lado, y el beneficio por acción esperado, por otro. Los resultados son los recogidos en la segunda tabla, donde se parte de la situación actual, con un beneficio por acción esperado por el consenso de 190 dólares³ y una rentabilidad a 10 años del 1,5%. Teniendo en cuenta que el S&P 500 se sitúa en niveles de 4.250 puntos, la prima de riesgo implícita sería del 5,15%.

En la citada tabla podemos ver los resultados que se obtendrían para diferentes combinaciones de TIR y de BPA esperado, manteniendo estable la prima de riesgo. Es importante entender que se trata de una simulación teórica que, como tal, implica una simplificación de una realidad bastante más compleja. En todo caso, del conjunto de «soluciones» posibles, nos centramos en las que aparecen destacadas en un recuadro dentro de dicha tabla, puesto que corresponden a una teórica subida de la rentabilidad a 10 años dentro del rango 1,8%-2,1%. En estos casos, y manteniendo sin cambios el BPA esperado, el S&P 500 estaría correctamente valorado entre 3.939 y 3.690 puntos, algo por debajo de los niveles actuales.

Obviamente, un crecimiento de los beneficios superior al que ahora se espera tendería a compensar el efecto negativo de la subida de la rentabilidad a 10 años, del mismo modo que una relajación de la prima de riesgo implícita tendría un efecto positivo sobre el nivel teórico del índice. En este sentido, la subida de casi 1 p. p. que desde agosto de 2020 hasta la actualidad ha experimentado la rentabilidad a 10 años en EE. UU. no ha sido un

obstáculo para que el S&P 500 acumule en el mismo periodo una revalorización del 28%, algo en lo que sin duda ha influido la intensa recuperación de los beneficios empresariales (+54% en el 1T 2021 y +35% esperado para todo 2021) y una moderación de la prima de riesgo implícita de 0,6 p. p.⁴

Como decíamos, se trata de un análisis de sensibilidad básico que deja fuera a muchos elementos, pero que bien nos sirve para ver hasta qué punto una subida de tipos soberanos puede afectar a la bolsa americana.

José Luis López

3. Se trata de un modelo que descuenta los flujos de caja que recibirían los inversores en el S&P 500 si este fuera una acción cotizada. Estos flujos están comprendidos por los dividendos pagados por los componentes del índice y por las operaciones de recompra de acciones. Se ha considerado adecuado utilizar la media de los últimos cinco años, en los que el 90% del beneficio por acción se ha destinado a tales fines.

4. Dato promedio estimado por el profesor Aswath Damodaran de la Stern School of Business en la New York University.