

¿Provocará la inflación nuevas turbulencias en los mercados financieros?

Uno de los principales temas de discusión en esta fase de recuperación económica está siendo, sin duda, la inflación. En 2021, ha alcanzado cotas no registradas desde 2008 en EE. UU. y en la eurozona es probable que se sitúe en niveles no vistos desde 2012, lo que ha alimentado los riesgos de presiones inflacionistas. De hecho, los datos más recientes de inflación han sorprendido notablemente al alza, especialmente en EE. UU. En este contexto, nos preguntamos hasta qué punto estas sorpresas han tenido un impacto significativo en los mercados financieros.

La relación histórica entre las sorpresas de inflación y los mercados financieros

Históricamente, las sorpresas de inflación están relacionadas con movimientos significativos en los mercados financieros. El principal canal a través del cual esto ocurre son las expectativas de inflación. Una forma de ilustrar esta relación es observando qué ocurre con los *swaps* de inflación los días en que se publica el dato de inflación en EE. UU. y Alemania.¹ En el segundo gráfico podemos observar la sensibilidad de este producto financiero a la diferencia entre el dato publicado y lo que esperaba el consenso, en este caso de Bloomberg, y vemos que la relación es positiva a lo largo del periodo analizado. En el caso del *swap* estadounidense, por ejemplo, un coeficiente de 20 indica que una sorpresa en la tasa de inflación de 1 p. p. tiende a incrementar el *swap* de inflación a 2 años (que puede entenderse como la inflación esperada en promedio durante los próximos dos años) en 20 p. b.

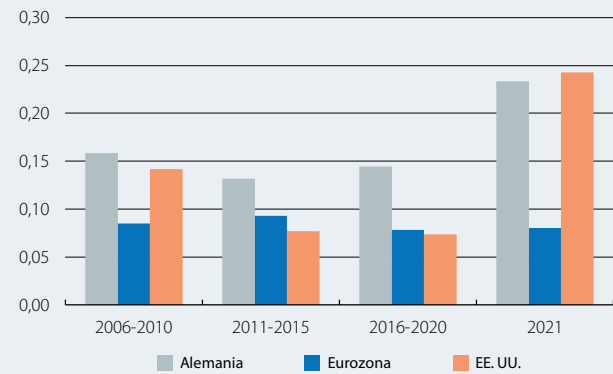
Otros activos financieros sensibles a las sorpresas de inflación son los bonos soberanos, pues esperaríamos que sus rentabilidades aumentarían con sorpresas al alza de la inflación, anticipando una respuesta más agresiva de la política monetaria o porque pasan a reflejar una mayor inflación esperada. Sin embargo, si realizamos un ejercicio similar al anterior, pero esta vez utilizando los tipos de interés de la deuda soberana a 10 años de Alemania y de EE. UU., observamos cómo a lo largo del periodo analizado la relación no es tan sólida como en el caso de los *swaps*. Aun así, la sensibilidad en los últimos años ha sido positiva.

Por último, nuestro ejercicio no encuentra una relación significativa entre las sorpresas de la inflación y los índices bursátiles DAX alemán y S&P 500 (al menos en el día de su publicación). Este resultado podría deberse a que

1. Utilizaremos los *swaps* ligados a la inflación a 2 años. Para los *swaps* de la inflación de 5 años en 5 años los resultados son muy similares. El dato preliminar de la inflación de Alemania se publica algún día antes que el de la eurozona y anticipa los movimientos que se observan en los mercados financieros europeos.

Sorpresas de inflación

(p. p.)



Nota: Valor absoluto de la diferencia entre el dato publicado (flash para el caso de la eurozona y Alemania) y lo que espera el consenso de Bloomberg.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU. y eurozona: sensibilidad de las expectativas de inflación a las sorpresas de la inflación

Coefficiente de sensibilidad



Nota: Estimamos la ecuación $\Delta Swap2Y_t = \beta (\pi_t^e - \pi_t) + \epsilon_t$, donde $\Delta Swap2Y_t$ es la variación diaria del *swap* de inflación a dos años de EE. UU. y la eurozona el día en que se publica el dato de inflación de EE. UU. y Alemania, respectivamente, π_t la inflación observada de EE. UU. y Alemania, π_t^e la expectativa del consenso para el dato de inflación en cuestión y ϵ_t es un término de error. Estimamos la regresión con los datos de los 30 meses anteriores a t y mostramos el valor de β (coeficiente de sensibilidad) a lo largo del tiempo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

las sorpresas al alza o a la baja de la inflación pueden afectar positiva o negativamente a la bolsa según la situación económica del momento.² Por ejemplo, una sorpresa al alza de la inflación en un contexto de recuperación económica podría ser interpretada por los mercados como positiva al representar un mayor dinamismo de la actividad económica que repercuta en mayores dividendos de las empresas. Sin embargo, en un momento del ciclo más boyante, podría generar temores de sobrecarga.

2. Véase Knif, J. et al. (2008). «Stock market reaction to good and bad inflation news». *Journal of Financial Research*, 31(2), 141-166.

lentamiento, lo que haría menos atractiva la inversión en renta variable.³

¿Cómo ha sido esta relación en 2021?

Este año, si observamos las fluctuaciones financieras que se han producido en los días de publicación de datos de inflación de Europa y de EE. UU., con notables sorpresas al alza, vemos que han sido relativamente moderadas. A ello ha contribuido la comunicación de los principales bancos centrales, el BCE y la Reserva Federal de EE. UU.

En el caso de la eurozona, quedó claro ya desde el mes de enero que la inflación se situaría en cotas elevadas por motivos temporales (efectos de base, especialmente del componente energético, y los cuellos de botella en la oferta), y el BCE ya advirtió que no alteraría por ello el rumbo de la política monetaria.

En EE. UU., por su parte, la historia tiene algunos matices. Aunque se esperaba que la inflación en 2021 fuera más elevada que en la eurozona, los niveles que está alcanzando tanto la inflación general como la subyacente (por encima del 5% y el 4%, respectivamente) han avivado los temores a un sobrecalentamiento de la economía, especialmente dado que el nivel de actividad allí ya ha superado el previo a la pandemia. En algunos tramos del año los activos financieros empezaron a recoger este escenario (por ejemplo, entre enero y marzo el tipo de interés de la deuda soberana a 10 años repuntó en más de 80 p. b. y alcanzó el 1,75%). Sin embargo, esta sensibilidad de los mercados al riesgo de sobrecalentamiento se fue moderando a lo largo del 2T, y en la actualidad las cotizaciones apuntan a un escenario en el que el repunte de la inflación acaba siendo transitorio. Así, los inversores han ido cambiando su respuesta a las sorpresas de inflación a lo largo del año. Mientras que los mercados se mostraron sensibles ante los primeros datos que reflejaban un rebote de la inflación, en los siguientes meses esta sensibilidad se fue moderando y los inversores convergieron a la visión de la Fed que entiende el repunte de los precios como transitorio. En el último gráfico se ilustra este cambio, pues vemos la variación diaria del tipo de interés del *treasury* a 10 años durante las tres publicaciones del dato de inflación del 2T, en las que la sorpresa al alza de la inflación fue de 0,6, 0,3 y 0,5 p. p., respectivamente. Como se puede observar, a la hora de la publicación del dato de inflación, el tipo de interés flexionó al alza, tal y como cabría esperar. Sin embargo, mientras que en mayo la sorpresa dio lugar a un repunte de los tipos de interés que ganó intensidad a lo largo de la sesión, en los meses de junio y julio el movimiento inicial se deshizo rápidamente.

En lo que llevamos de 2021, la inflación en EE. UU. y la eurozona se ha situado en niveles inusualmente elevados.

3. Véase «¿La posible subida de las rentabilidades a largo plazo es un riesgo para la renta variable?» en el IM07/2021.

EE. UU. y Alemania: sensibilidad del tipo de interés de la deuda soberana a 10 años a las sorpresas de la inflación

Coefficiente de sensibilidad

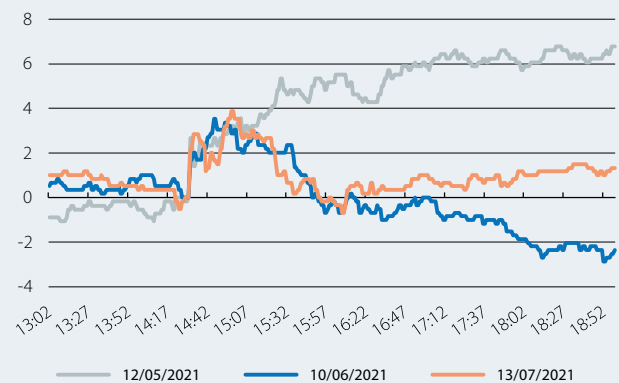


Nota: Estimamos la ecuación $\Delta i_t = \beta (\pi_t - \pi_t^e) + \epsilon_t$, donde Δi_t es la variación diaria del tipo de interés de la deuda soberana a 10 años de EE. UU. y Alemania el día en que se publican sus respectivas inflaciones, π_t la inflación observada en EE. UU. y Alemania, π_t^e la expectativa del consenso para el dato de inflación en cuestión y ϵ_t es un término de error. Estimamos la regresión con los datos de los 30 meses anteriores a t y mostramos el valor de β (coeficiente de sensibilidad) a lo largo del tiempo.

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

Tipo de interés del treasury a 10 años en los días de publicación del dato de inflación

(0 = nivel a las 14:30 h. en p. b.)



Nota: El dato de inflación se publica a las 14:30, hora española.

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

Sin embargo, hemos visto que la sensibilidad de los activos financieros a estas sorpresas de la inflación no ha sido excepcional, especialmente cuando caló entre los inversores la idea de que el repunte de precios se debe, en gran parte, a elementos transitorios. En los próximos trimestres veremos si efectivamente estamos en lo cierto y la inflación vuelve a niveles más contenidos o si, por el contrario, las presiones inflacionistas acaban siendo persistentes y se despierta con más intensidad la sensibilidad de los mercados financieros.

Ricard Murillo Gili