

Tipos de interés más altos durante más tiempo

Las últimas semanas del tercer trimestre del año confirmaron la desaceleración asimétrica de la economía mundial, con intensas señales de enfriamiento en Europa, un ajuste menos marcado de la actividad en EE. UU., gracias a la solidez del consumo americano, y muchas dudas sobre el desempeño de la economía china, pese a la reciente mejora en sus indicadores de actividad. Con un otoño por delante en el que se intensificarán los efectos sobre el crecimiento del endurecimiento monetario y se tendrá que digerir el mini *shock* de oferta que ha supuesto la subida de los precios del petróleo en los últimos meses, las expectativas de los agentes siguen empeorando, anticipando un debilitamiento de la demanda a corto plazo.

En este contexto, con síntomas claros de enfriamiento económico y con los incrementos de tipos de los bancos centrales próximos a finalizar, se ha producido una fuerte subida de rentabilidades a lo largo de la curva, con movimientos tan significativos como el aumento de casi 100 p. b. en la rentabilidad del bono americano a 30 años hasta máximos de 2007 (4,95% frente al 1,2% del verano de 2020), el nuevo repunte de la prima de riesgo italiana hacia la zona de los 200 p. b. (cotiza 50 p. b. por encima de la griega), la subida de las rentabilidades reales (2,3% en el caso del bono a 10 años indexado a la inflación en EE. UU.) o el aumento de los *spreads* en renta fija corporativa, especialmente en los segmentos de *high yield*, donde el coste de financiación se sitúa en niveles próximos al 9%.

Por tanto, entramos en una etapa de mayor sensibilidad y discriminación de los mercados, una vez que los bancos centrales están consiguiendo hacer calar el mensaje de que los tipos de interés se van a mantener en niveles elevados durante bastante tiempo, lo que obligará a extremar la cautela en el lado fiscal. El caso italiano es un nuevo aviso para navegantes, pues la subida de rentabilidades hasta la zona del 5% coincide con el nuevo proyecto de presupuestos, que empeora de forma clara las estimaciones de déficit fiscal para 2023 (5,3%), 2024 (4,3%) y 2025 (3%).

Mientras, en EE. UU., buena parte del repunte de los tipos de interés viene explicado por un aumento tanto de las rentabilidades reales como de la prima de riesgo, pues no se detectan cambios en las expectativas de inflación. Ello refleja el desafiante contexto político y unas necesidades de financiación muy elevadas a corto plazo (7,6 billones de dólares en 2024). Y, sin embargo, en este río revuelto que caracteriza al entorno económico y financiero global, el dólar ha sido el activo financiero más favorecido por el últi-

mo ajuste en la narrativa monetaria, con un importante movimiento de apreciación que le ha llevado a cotizar por debajo del 1,05 frente al euro (+6% desde julio) y tocar los 150 yenes en su cruce con la divisa nipona (máximos desde 1990). Todo ello refleja que, pese a los problemas en el lado fiscal y político, los inversores valoran la fortaleza relativa de la economía americana, el atractivo de unas rentabilidades en máximos de década y media y el tradicional papel refugio del billete verde.

Este debilitamiento del euro frente a la divisa en la que se paga la factura energética, justo cuando se vuelve a tensionar el precio del crudo, no es una buena noticia para un BCE al que se le va a acumular el trabajo en los próximos meses, pues tendrá que mantener ancladas unas expectativas de los inversores cada vez más dependientes de los datos, responder a cualquier foco de inestabilidad financiera y gestionar los efectos sobre la actividad del proceso de endurecimiento monetario más intenso de las últimas décadas. La clave a corto plazo será la evolución de los efectos de segunda ronda causados por retroalimentación entre márgenes empresariales y salarios y, por tanto, la inercia negativa que puede producirse en momentos como los actuales si los agentes deciden maximizar sus rentas a corto plazo. De momento, más allá del ruido en los datos provocado por la evolución del precio del petróleo, el buen dato en la eurozona de las medidas tendenciales de inflación en los últimos meses es una señal positiva, pues anticiparía que la zona del 3% se puede alcanzar en el próximo semestre con una probabilidad elevada.

En definitiva, el movimiento en los mercados financieros de las últimas semanas sirve para consolidar la sensación de que el régimen de tipos de interés va a recuperar cierta normalidad a medio plazo, después de la anomalía que supuso el comportamiento de la política monetaria en buena parte de la pasada década. Ello supondrá unos tipos de interés naturales reales o de equilibrio más elevados de los que hemos tenido en los últimos años.

José Ramón Díez