

La política monetaria y el desempeño bursátil de EE. UU.

Al encontrarse las principales economías desarrolladas en el pico de un ciclo de política monetaria restrictiva, nos preguntamos cuál ha sido la digestión que ha hecho de ello la bolsa estadounidense.

¿Cómo se relacionan tipos de interés y bolsas?

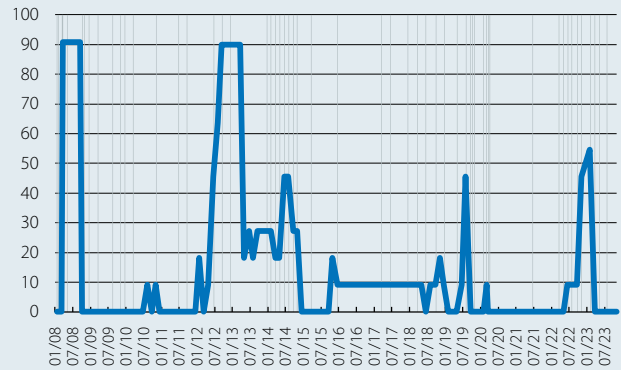
En los últimos años, las principales economías avanzadas han pasado de un largo periodo de política monetaria acomodaticia a un fuerte endurecimiento monetario, provocado por la necesidad de reducir la inflación. Estos cambios en la política monetaria, más allá del deseado efecto en la economía real, conllevan un impacto en el resto de los activos financieros que, de hecho, ocurre mucho más rápidamente que los efectos sobre la economía real. En el caso de los mercados de renta fija hay un nexo directo con la política monetaria: los tipos de interés y los precios de los bonos tienen una relación inversa, de manera que al subir (bajar) tipos, los precios caen (suben).

En los mercados de renta variable, la conexión no es ni tan directa ni tan obvia. Por un lado, los tipos hablan del contexto macroeconómico: unos tipos elevados se asocian a una economía con inflación y/o fuerte crecimiento de la actividad, mientras que unos tipos bajos tienden a reflejar una actividad débil y/o baja inflación. Los tipos además son clave en la valoración de una empresa, pues el valor presente de una acción se calcula como el flujo de futuras ganancias esperadas, descontadas por la tasa de interés, de manera que, si cambian los tipos, cambia el valor presente reflejado en el precio de la acción. Adicionalmente, los tipos de interés determinan el coste de financiación y, por lo tanto, impactan directamente en la rentabilidad de una empresa. A ello podemos añadir que, eventualmente, los tipos afectan a la demanda (sea por parte de una empresa, un intermediario o una familia) y, por tanto, a las ventas. Así, el efecto de los tipos es diferente según los sectores de actividad de las empresas y el contexto macroeconómico en general.

¿Quién es sensible a la política monetaria y quién no?

Tradicionalmente, en los mercados financieros se habla de sectores cíclicos y defensivos para referirse a los que son más o menos sensibles al ciclo económico. Pero los ciclos económicos pueden tener naturalezas muy distintas y, por lo tanto, el papel de la política monetaria en

S&P 500: proporción sectorial del índice sensible a sorpresas de política monetaria (%)



Nota: Las barras grises indican reuniones de la Fed donde se anunció un cambio de tipos. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de la Reserva Federal.

cada ciclo y su relación con la bolsa pueden variar. Para responder a nuestra pregunta con mayor precisión, centramos el análisis en la sensibilidad de los distintos sectores que conforman el S&P 500 a sorpresas de política monetaria.¹ En los periodos estudiados, los sectores que se muestran sensibles a cambios en la política monetaria de manera más recurrente son 6 de los 11 que componen el S&P 500, y que juntos representan el 65% del índice: tecnología, consumo discrecional y no discrecional, financiero, *utilities* e inmobiliario. Esta sensibilidad no es constante en el tiempo, es decir, no siempre se muestran estos sectores sensibles a sorpresas en política monetaria, y no siempre con la misma intensidad (véase el primer gráfico).

De los seis, el sector financiero se muestra sensible positivamente, es decir, que su respuesta tiende a ir en la misma dirección que las sorpresas de política monetaria.² Los otros cinco sectores se muestran, en cambio, sensibles negativamente, es decir, su respuesta tiende a moverse en dirección contraria a los tipos. El tecnológico es un sector de crecimiento cuya valoración depende en gran parte de estimaciones sobre los flujos de beneficios futuros, descontados debidamente con las tasas de interés actuales: cuanto mayor (menor) sea la tasa de descuento, menor (mayor) la valoración. La sensibilidad de los sectores de consumo, por su parte, puede entenderse por su dependencia de la capacidad de compra del consumidor y, por ende, las ventas empresariales. Del mismo modo, la actividad del sector inmobiliario es sensible al precio de las hipotecas y, por lo tanto, a los tipos de interés. Finalmente, las *utilities* son conocidas por ser empresas maduras que

1. Estimamos la relación de la variación de precio ($P_t^i - P_{t-1}^i$) de cada subíndice del S&P 500 (11 sectores) con la variación de la rentabilidad del *treasury* a 2 años ($Y_t - Y_{t-1}$), usado como *proxy* de sorpresas de política monetaria, en una muestra que solo incluye días en los que se anuncia el resultado de una reunión de la Fed. El análisis se realiza en ventanas móviles de 24 meses que incluyen, cada una, 16 reuniones de la Fed desde el 2000 hasta el 2023. Así, la sensibilidad viene dada por la estimación de β en la regresión $(P_t^i - P_{t-1}^i) = \alpha + \beta (Y_t - Y_{t-1}) + \epsilon_t$. Identificamos un sector como «sensible» a la política monetaria si el β es significativa al 95%.

2. Una sorpresa positiva implicaría un incremento en el tipo de interés soberano a 2 años, y cabría esperar que reflejara una decisión de la Fed más *hawkish* de lo esperado.

ofrecen estabilidad de pagos de dividendos, por lo que, en el mundo de la renta variable, se las asemeja a los bonos (de donde heredan su sensibilidad «negativa» a los tipos de interés).

¿Qué pasó en los dos años de endurecimiento monetario?

Durante el 2022, cuando la Reserva Federal comenzó a subir los tipos de interés, el S&P 500 vivió su peor año desde 2008, y todos los sectores sensibles (en negativo o positivo) y no sensibles mostraron pérdidas significativas que alcanzaron hasta un -30% para las compañías tecnológicas y un -38% para las de consumo discrecional. Con todo, el conjunto de sectores negativamente sensibles tuvo un desempeño relativamente peor, mientras que los positivamente sensibles presentaron caídas mucho menores (véase el segundo gráfico). Respecto al mejor desempeño de los no sensibles, se debe en su totalidad al sector energético, empujado por los elevados precios de materias primas energéticas (petróleo y gas).

En 2023, sin embargo, no se repitió el mismo patrón. Los sectores *utilities* e inmobiliario sí que continuaron viendo su desempeño lastrado ante un entorno de elevados tipos, pero, en cambio, las empresas tecnológicas y de consumo discrecional mostraron grandes avances.³ Ello sugiere que, en 2023, hubo otras dinámicas que contrarrestaron el lastre de los tipos de interés. Por un lado, las ventas de estos sectores tuvieron un buen comportamiento a pesar de enfrentarse a tipos elevados. De hecho, fueron de los sectores con mayor crecimiento de beneficios en el acumulado de 2023 hasta el 3T y, además, superaron expectativas.⁴ La segunda razón es que estos dos sectores, junto con el de comunicaciones, contienen las siete compañías de mayor capitalización de EE. UU., denominadas coloquialmente como las «siete magníficas», que tuvieron un año exitoso en el crecimiento de sus beneficios. Conjuntamente, estas empresas (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla) representan el 30% del S&P 500 y, con el desempeño tan positivo que han tenido en el año por sus resultados, han arrastrado de manera significativa al resto del mercado (véase el tercer gráfico).

Con respecto a los demás sectores, el financiero (sensible en positivo) se resintió de la crisis del Silicon Valley Bank a principios de año.⁵ Los no sensibles mostraron resultados

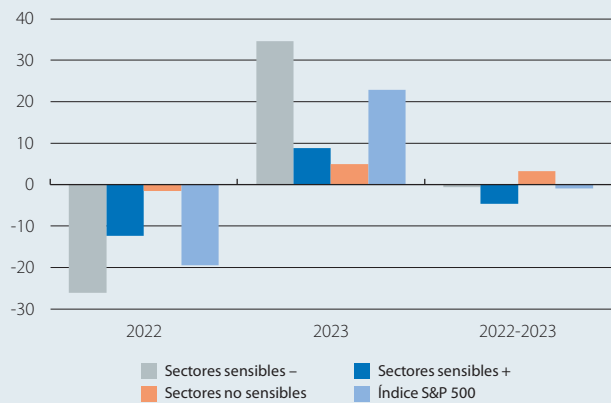
3. Cuando en noviembre los mercados asumen el fin del ciclo alcista de tipos y cambian sus expectativas a esperar recortes de tipos en 2024, nuevamente los sectores *utilities* e inmobiliario reaccionan de manera sensible negativa a los esperados menores tipos, registrando así ganancias en el último tramo del año, a la vez que las tecnológicas y de consumo extendieron su avance positivo.

4. El S&P 500 acumuló un 24% en el año, mientras que su PER subió un 15%, lo que indicaría que un 65% de su revalorización es por múltiplos y un 35%, por crecimiento de beneficios.

5. El sector financiero cayó hasta un 16% desde su pico en febrero al mínimo del año en marzo. Desde ese mínimo ya ha borrado las pérdidas y cerró el año con un 10%.

S&P 500: grupos de sensibilidad

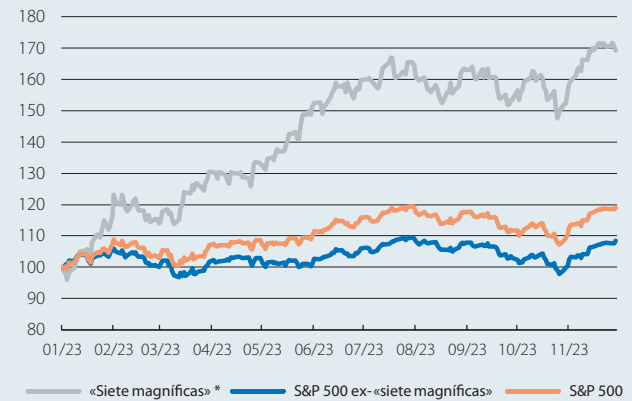
Variación acumulada en el año (%)



Nota: La sensibilidad se identifica según lo descrito en nota al pie 1 del cuerpo del artículo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg (datos a 15 de diciembre de 2023).

S&P 500: evolución de índices seleccionados

Índice (100 = 1 de enero 2023)



Nota: *Las «siete magníficas» son: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

mixtos y reflejaron principalmente sus resultados empresariales en lo que va de año. En balance, el impacto de los cambios recientes en la política monetaria sobre la bolsa ha sido mixto. En un principio, el endurecimiento de la política monetaria fue la narrativa dominante, pero, más adelante, una confluencia de factores, que incluyen la alta concentración del índice en un puñado de acciones y los resultados positivos ante un entorno macroeconómico mejor de lo esperado, sopesaron el impacto más directo de los elevados tipos de interés.

Isabela Lara White