

La política monetària i el funcionament borsari als EUA

Atès que les principals economies desenvolupades han assolit el pic d'un cicle de política monetària restrictiva, ens preguntem com ho ha digerit la borsa nord-americana.

Com es relacionen els tipus d'interès i les borses?

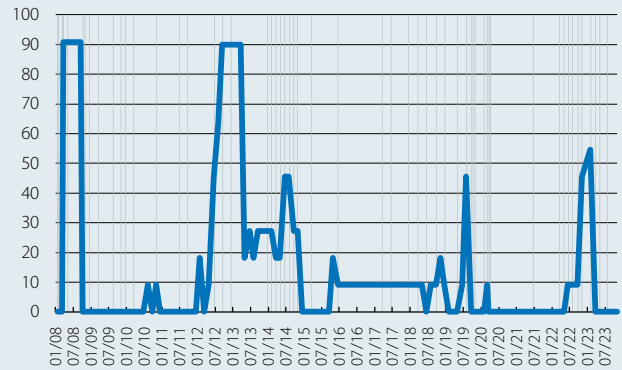
En els últims anys, les principals economies avançades han passat d'un llarg període de política monetària acomodaticia a un fort enduriment monetari, provocat per la necessitat de reduir la inflació. Aquests canvis en la política monetària, més enllà del desitjat efecte sobre l'economia real, comporten un impacte sobre la resta dels actius financers, el qual, de fet, arriba molt més ràpidament que els efectes sobre l'economia real. En el cas dels mercats de renda fixa, hi ha un nexa directe amb la política monetària: els tipus d'interès i els preus dels bons tenen una relació inversa, de manera que, quan els tipus pugen (o baixen), els preus cauen (o pugen).

Als mercats de renda variable, la connexió no és ni tan directa ni tan òbvia. D'una banda, els tipus parlen del context macroeconòmic: uns tipus elevats s'associen a una economia amb inflació i/o a un fort creixement de l'activitat, mentre que uns tipus baixos tendeixen a reflectir una activitat feble i/o una inflació baixa. A més a més, els tipus són clau en la valoració d'una empresa, perquè el valor present d'una acció es calcula com el flux dels futurs guanys esperats, descomptats per la taxa d'interès, de manera que, si canvien els tipus, canvia el valor present reflectit en el preu de l'acció. Addicionalment, els tipus d'interès determinen el cost de finançament i, per tant, impacten directament sobre la rendibilitat d'una empresa. A això podem afegir que, eventualment, els tipus afecten la demanda (per part d'una empresa, d'un intermediari o d'una família) i, per tant, les vendes. Així, l'efecte dels tipus és diferent en funció dels sectors d'activitat de les empreses i del context macroeconòmic en general.

Qui és sensible a la política monetària i qui no?

Tradicionalment, als mercats financers, es parla de sectors cíclics i defensius per referir-se als que són més o menys sensibles al cicle econòmic. Però els cicles econòmics poden tenir naturaleses molt diferents, i, per tant, el paper de la política monetària en cada cicle i la seva relació amb la borsa poden variar. Per respondre la nostra pregunta amb més precisió, centrem l'anàlisi en la sensibilitat dels

S&P 500: proporció sectorial de l'índex sensible a les sorpreses de política monetària (%)



Nota: Les barres grises indiquen les reunions de la Fed en què es va anunciar un canvi de tipus.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de la Reserva Federal.

diferents sectors que conformen l'S&P 500 a les sorpreses en la política monetària.¹ Durant els períodes estudiats, els sectors que es mostren sensibles als canvis en la política monetària de manera més recurrent són 6 dels 11 que componen l'S&P 500 i que, junts, representen el 65% de l'índex: tecnologia, consum discrecional i no discrecional, financer, *utilities* i immobiliari. Aquesta sensibilitat no és constant en el temps. És a dir, aquests sectors no sempre es mostren sensibles a les sorpreses en la política monetària i no sempre ho fan amb la mateixa intensitat (vegeu el primer gràfic).

Dels sis, el sector financer es mostra sensible positivament. És a dir, la seva resposta tendeix a anar en la mateixa direcció que les sorpreses en la política monetària.² Els altres cinc sectors es mostren, en canvi, sensibles negativament. És a dir, la seva resposta tendeix a moure's en direcció contrària als tipus. El tecnològic és un sector de creixement en què la valoració depèn, en gran part, d'estimacions sobre els fluxos dels beneficis futurs, descomptats degudament amb les taxes d'interès actuals: com més alta (o baixa) sigui la taxa de descompte, menor (o major) serà la valoració. Per la seva banda, la sensibilitat dels sectors de consum es pot entendre per la seva dependència de la capacitat de compra del consumidor i, per tant, de les vendes empresarials. De la mateixa manera, l'activitat del sector immobiliari és sensible al preu de les hipoteques i, per tant, als tipus d'interès. Finalment, les *utilities* són conegudes per ser empreses madures que ofereixen estabilitat de pagaments de dividends, motiu pel qual, al món de la renda variable, se les compara amb els bons (d'on hereten la seva sensibilitat «negativa» als tipus d'interès).

2. Una sorpresa positiva implicaria un increment en el tipus d'interès sobirà a 2 anys, i caldria esperar que reflectís una decisió de la Fed més *hawkish* del que s'esperava.

1. Estimem la relació de la variació de preu ($P_t^i - P_{t-1}^i$) de cada subíndex de l'S&P 500 (11 sectors) amb la variació de la rendibilitat del *treasury* a 2 anys ($Y_t - Y_{t-1}$), utilitzat com a *proxy* de les sorpreses en la política monetària, en una mostra que només inclou els dies en què s'anuncia el resultat d'una reunió de la Fed. L'anàlisi es realitza en finestres mòbils de 24 mesos, que inclouen, cadascuna, 16 reunions de la Fed des del 2000 fins al 2023. Així, la sensibilitat ve donada per l'estimació de β en la regressió $(P_t^i - P_{t-1}^i) = \alpha + \beta (Y_t - Y_{t-1}) + \varepsilon_t$. Identifiquem un sector com a «sensible» a la política monetària si β és significativa al 95%.

Què va passar durant els dos anys d'enduriment monetari?

Durant el 2022, quan la Reserva Federal va començar a pujar els tipus d'interès, l'S&P 500 va viure el seu pitjor any des del 2008, i tots els sectors sensibles (en negatiu o en positiu) i no sensibles van mostrar pèrdues significatives, que van assolir el -30% en el cas de les companyies tecnològiques i el -38% en el cas de les companyies de consum discrecional. Així i tot, el conjunt de sectors negativament sensibles es va comportar relativament pitjor, mentre que els positivament sensibles van presentar caigudes molt inferiors (vegeu el segon gràfic). Pel que fa al millor funcionament dels no sensibles, és degut, íntegrament, al sector energètic, esperonat pels elevats preus de les primeres matèries energètiques (petroli i gas).

El 2023, però, no es va repetir el mateix patró. El funcionament dels sectors *utilities* i immobiliari va continuar llestat per un entorn de tipus elevats, i, en canvi, les empreses tecnològiques i de consum discrecional van mostrar grans avanços.³ Això suggereix que, el 2023, va haver-hi altres dinàmiques que van contrarestar el llast dels tipus d'interès. D'una banda, les vendes d'aquests sectors van tenir un bon comportament, malgrat enfrontar-se a tipus elevats. De fet, van ser dels sectors amb un major creixement de beneficis en l'acumulat del 2023 fins al 3T i, a més a més, van superar les expectatives.⁴ La segona raó és que aquests dos sectors, juntament amb el de comunicacions, contenen les set companyies de major capitalització dels EUA, anomenades, col·loquialment, les «set magnífiques», que van tenir un any reeixit en el creixement dels seus beneficis. En conjunt, aquestes empreses (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia i Tesla) representen el 30% de l'S&P 500 i, amb el funcionament tan positiu que han tingut al llarg de l'any, han arrossegat de manera significativa la resta del mercat (vegeu el tercer gràfic).

Pel que fa als altres sectors, el financer (sensible en positiu) es va ressentir de la crisi del Silicon Valley Bank al començament de l'any.⁵ Els no sensibles van mostrar resultats mixtos i van reflectir, principalment, els seus resultats empresarials des de l'inici de l'any. En balanç, l'impacte dels canvis recents en la política monetària sobre la borsa ha estat mixt. En un principi, l'enduriment de la política monetària va ser la narrativa dominant, però,

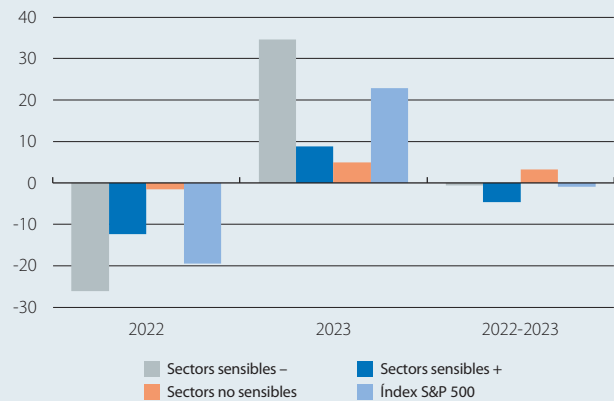
3. Quan, al novembre, els mercats van assumir el final del cicle alcista de tipus i van canviar les expectatives cap a les retallades de tipus el 2024, els sectors *utilities* i immobiliari van reaccionar de nou de manera sensible negativa als esperats tipus més baixos i van registrar guanys en l'últim tram de l'any, al mateix temps que les tecnològiques i de consum amplien el seu avanç positiu.

4. L'S&P 500 va acumular el 24% durant l'any, mentre que el seu PER va pujar el 15%, la qual cosa indicaria que el 65% de la seva revaloració és per múltiples i el 35%, per creixement de beneficis.

5. El sector financer va caure el 16% des del pic del febrer al mínim de l'any al març. Des d'aquest mínim, ja ha esborrat les pèrdues i ha tancat l'any en el 10%.

S&P 500: grups de sensibilitat

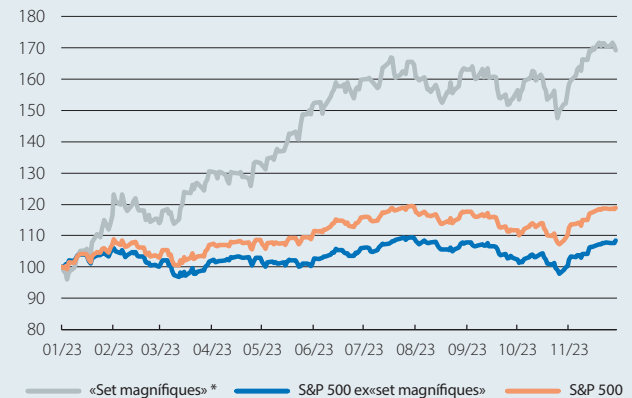
Variació acumulada durant l'any (%)



Nota: La sensibilitat s'identifica en funció del que s'ha descrit a la nota 1 de l'article.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg (dades a 15 de desembre del 2023).

S&P 500: evolució dels índexs seleccionats

Índex (100 = 1 de gener del 2023)



Nota: * Les «set magnífiques» són: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia i Tesla.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

més endavant, una confluència de factors, que inclouen l'alta concentració de l'índex en un grapat d'accions i els resultats positius en un entorn macroeconòmic millor del que s'havia esperat, va sospesar l'impacte més directe dels tipus d'interès elevats.

Isabela Lara White