



## Comprender el reto que plantea la subida de los tipos de interés para los mercados



Autor(es)  
Didier Saint-Georges

Publicado  
8 De Marzo De 2021

En nuestra [Nota del pasado enero](#), comentábamos que «el año 2021 podría resultar más complejo para los mercados de lo que en general parece creerse». Esta advertencia se confirmó en marzo, cuando los mercados empezaron a inquietarse por el riesgo de una continuación de la subida de los tipos de interés a largo plazo ya iniciada, especialmente en Estados Unidos. Dado que los tipos de interés tienen a veces la desafortunada costumbre de prolongar sus movimientos iniciales con una súbita aceleración, nos parece justificado explicar en esta ocasión nuestra perspectiva al respecto. La experiencia sugiere que, en general, una subida de los tipos de interés en su fase inicial envía un mensaje relativamente favorable a los mercados de renta variable: señala un repunte económico y no constituye aún una amenaza de deterioro significativo del coste del capital. Este análisis se ve respaldado en la actualidad por el nivel absoluto de los tipos de interés, muy lejos de aquellos que históricamente han podido suponer un problema para la valoración de los activos de riesgo. Estos factores explican en gran medida por qué los mercados de renta variable se han tomado hasta ahora con mucha filosofía la volatilidad registrada en los mercados de renta fija: los tipos de la deuda pública estadounidense a diez años subieron del 0,9 % al 1,47 % en solo dos meses, mientras que el índice de renta variable MSCI World subió más de un 4 % durante este período. No obstante, un análisis algo más exhaustivo de los elementos contextuales conduce a un diagnóstico más complejo para el futuro.

### Un 2021 bajo el efecto de anabolizantes

Tal como explicamos en nuestra Nota de enero, la combinación de unas políticas presupuestarias y monetarias históricamente favorables, un efecto de base sin precedentes y unos hallazgos cada vez más alentadores sobre la eficacia de las vacunas producirán probablemente en 2021, al menos en Estados Unidos, una de las tasas de crecimiento económico más altas desde la década de 1980. En este contexto, no es de extrañar que los movimientos especulativos, potenciados por el exceso de liquidez, se hayan acumulado sobre el optimismo del análisis fundamental para impulsar los mercados de renta variable cada vez más al alza. Asimismo, la aceleración del ritmo de la inflación, que también se verá impulsado por el efecto de base dentro de unos meses (recordemos que se había desplomado con la caída del consumo y de los precios del petróleo en la primavera de 2020), hasta ahora solo se había considerado un síntoma halagüeño de la tan esperada «normalización» económica. El aumento de la inflación reducirá los tipos reales (tipos nominales menos la inflación), lo que hará que la deuda sea más soportable y que el atractivo de la renta variable sea aún más evidente. El interrogante que se nos presenta en este caso es el siguiente: con unos tipos reales negativos y la continuación de una política de relajación cuantitativa cada vez más injustificada en una economía que crece a un ritmo de entre el 5 % y el 6 %, ¿cuándo se arriesgarán los bancos centrales a aguar la fiesta anunciando de antemano un endurecimiento de la política monetaria?

A través del incremento de los tipos reales a largo plazo, los mercados están señalando a la Fed que el precio de la inacción es cada vez mayor

## Primeros indicios

Durante su discurso ante el Senado de Estados Unidos el pasado 23 de febrero, el gobernador de la Reserva Federal estadounidense, Jerome Powell, confirmó que no tenía intención de endurecer la política monetaria por el momento (tras cierta inquietud los días previos al anuncio, los mercados de renta variable se orientaron al alza con esta buena noticia). Este mensaje corrobora el que envió el verano pasado en la tradicional cumbre anual de banqueros centrales en Jackson Hole: a partir de entonces, el objetivo sería la media de la inflación a largo plazo, en lugar de su nivel inmediato. Por tanto, incluso si esta se acelerara bruscamente en los próximos meses, principalmente por el efecto de base, la Fed se mantendría impasible siguiendo su nueva doctrina. Sin embargo, pocos días después, los tipos de los bonos volvieron a subir y los mercados de renta variable se vieron afectados.

## Los mercados influyen en la política monetaria, al menos tanto como a la inversa

La explicación de esta volatilidad es que, en un contexto de optimismo generalizado, la ostensible actitud de espera de la Fed empieza a suscitar el temor de que, si el crecimiento sigue avanzando a paso firme más allá de 2021, la Fed tenga que endurecer su política monetaria aún más rápidamente para evitar un sobrecalentamiento. Esto es lo que refleja la aceleración de la subida de los tipos largos: no solo se han incrementado las previsiones de inflación a medio plazo, sino también las de los tipos de interés reales (más allá de la inflación). Debemos tener en cuenta que la Fed prevé actualmente un crecimiento económico en Estados Unidos de «tan solo» el 4,2 % este año. A nuestro juicio, esta estimación se sitúa muy por debajo de la realidad, dado que parece prestar poca atención al paquete de estímulo por valor de 1,9 billones de dólares ya aprobado por la Cámara de Representantes, al que probablemente pronto se sumará un plan de inversión en infraestructuras de una envergadura similar, así como un probable repunte del consumo como consecuencia de la inmunidad colectiva inminente frente al coronavirus prevista en Estados Unidos. El reconocimiento de esta subestimación más adelantado este año podría proporcionar a la Fed la justificación para replantearse su actitud de espera. Dicho de otro modo, a través del incremento gradual diario de los tipos reales a largo plazo, los mercados están señalando a la Fed que el precio de la inacción es cada vez mayor.

## Joe Biden, respaldado por una mayoría absoluta en el Congreso, completa la demolición del antiguo régimen económico comprometiéndose a activar un paquete de medidas de estímulo presupuestario sin precedentes

### La clave del problema para los mercados radica en un cambio de régimen

La década posterior a la gran crisis financiera de 2008 se caracterizó por unas políticas monetarias extremadamente acomodaticias, acompañadas de unos niveles de gasto público muy tímidos, limitados por el dogma de la ortodoxia financiera. El resultado fue un crecimiento económico mediocre y, por ende, un bajo crecimiento salarial, mientras que los activos financieros se vieron impulsados por los bajos tipos de interés. La crisis de 2020 dinamitó por primera vez este enfoque, obligando a los Gobiernos a dar la espalda radicalmente a la disciplina presupuestaria (véase nuestra Note de enero, «El virus y el Rubicón»). Posteriormente, Joe Biden, elegido presidente de Estados Unidos y respaldado por una mayoría absoluta en el Congreso, ha completado la demolición del antiguo régimen económico comprometiéndose a activar un paquete de medidas de estímulo presupuestario sin precedentes, dirigido expresamente al crecimiento real y a la reducción de la desigualdad. En otras palabras, una vez alcanzados los límites de eficacia y aceptabilidad social de afrontar la crisis únicamente mediante la política monetaria, se ha blandido la política presupuestaria como la nueva punta de lanza de la política económica. Este cambio de régimen provocó primero un aumento de las previsiones de inflación (ya que esta vez los consumidores se beneficiarán de las medidas de apoyo), lo que amortiguó en gran medida los efectos de la subida de los tipos de la renta fija para los mercados de renta variable. Sin embargo, en las últimas semanas, los mercados de renta fija, anticipando que la Fed se verá obligada a endurecer su política, han fomentado la subida de los tipos reales a largo plazo. Esta configuración es, naturalmente, mucho menos favorable para los mercados de renta variable, que, por tanto, comenzaron a revelar sus primeras grietas a finales de febrero. Todavía es demasiado pronto para juzgar si la corrección de los mercados de renta fija acabará con el optimismo de los economistas más allá de 2021. No obstante, por el momento, el cambio de régimen de los mercados exige cautela en los mercados de renta fija y de renta variable.



## ¿Qué podemos hacer?

Un régimen de mercado que se perpetúa desde hace varias décadas no es tan fácil de revertir. Inicialmente, es natural que venga precedido por un aumento de la volatilidad. La de los mercados de renta fija ha comenzado en gran medida, y, lógicamente, vendrá seguida por la de los mercados de renta variable. Por ello, en las últimas semanas hemos reducido el conjunto de riesgos de nuestras carteras, tanto de renta fija como de renta variable, mediante la formalización de coberturas, principalmente sobre el Nasdaq y los tipos largos estadounidenses. Al mismo tiempo, el crecimiento real de la economía más allá del repunte de 2021 seguirá requiriendo un importante apoyo presupuestario, un gasto que la corrección del mercado de renta fija podría reducir aún más. Así las cosas, conservamos cuidadosamente los valores de crecimiento en nuestra cartera, ya que estamos convencidos de que su visibilidad sobre los beneficios y su poder de fijación de precios en caso de aumento de la inflación serán activos valiosos en todos los escenarios.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, 01/03/2021

## Estrategia de inversión

### Renta variable

La rotación sectorial desde los valores de crecimiento hacia los sectores de valor se aceleró a principios de año, impulsada por la expectativa de una reapertura de las economías asociada a un respaldo presupuestario sin precedentes en Estados Unidos. Este entusiasmo en el plano macroeconómico acabó provocando una corrección en los sectores más sensibles a los tipos de interés, como el de consumo básico, los servicios públicos y la tecnología, en un contexto de temor ante la subida de los tipos largos, especialmente en Estados Unidos.

Dado que ha habido menos factores de apoyo para los mercados de renta variable en las últimas semanas, recogimos beneficios en los títulos con valoraciones más elevadas, en particular en China, y establecimos coberturas específicas en el mercado estadounidense. Mantenemos la prudencia a corto plazo hasta que las valoraciones reflejen mejor los fundamentales, sin perder de vista el nuevo régimen de los tipos de interés que se avecina. En cuanto a la estructuración de nuestras carteras de renta variable, hemos optado por establecer una exposición selectiva a la reapertura de las economías a través de empresas con perspectivas atractivas tanto a corto como a largo plazo. Estas inversiones equilibran nuestro núcleo de cartera, centrado en el crecimiento a largo plazo. Así, mantenemos las inversiones vinculadas a la actividad turística en Europa junto con nuestra exposición al sector del lujo, que debería beneficiarse del regreso del consumo con unas tasas de ahorro en máximos históricos.

La visibilidad del crecimiento de los beneficios a medio plazo sigue siendo nuestro principal criterio de selección. Este criterio suele descartar los títulos de calidad reducida. Nuestro análisis se centra en empresas que: tienen una gran capacidad para controlar sus márgenes —sobre todo en caso de subida de la inflación—; saben cómo adaptarse a los cambios estructurales en los patrones de producción y consumo; y pueden resistir con un crecimiento decepcionante, algo que no se puede descartar. Aunque a menudo se cuestiona la valoración de estos títulos, es interesante observar que la tendencia reciente ha conducido a una valoración a medio plazo de los valores de crecimiento en sintonía con los de valor.

### Renta fija

La rentabilidad de los tipos estadounidenses a 10 años, que determinan el precio de gran parte de los activos financieros, ha pasado de menos del 1 % a principios de año a más del 1,6 %. La primera fase de este movimiento alcista se vio acompañada de una mejora de las previsiones de inflación, si bien los tipos reales se mantuvieron en terreno marcadamente acomodaticio. Sin embargo, en las últimas semanas, la subida de tipos se ha acelerado, esta vez acompañada de un aumento de los tipos reales y un ligero descenso de las previsiones de inflación. Esta combinación pone en riesgo los activos más sensibles a los tipos de interés. En este contexto, nuestra estrategia en renta fija combina la prudencia y la gestión táctica.

En cuanto a los tipos core, el movimiento reciente ha sido similar en Europa y Estados Unidos, aunque la situación sigue siendo diferente. En Europa, la situación económica y sanitaria sigue siendo incierta, mientras que en Estados Unidos la economía se beneficia de un paquete de estímulo presupuestario sin precedentes y de una campaña de vacunación mucho más eficaz. Por tanto, mantenemos nuestras posiciones vendedoras sobre la deuda pública estadounidense. Por otra parte, aunque por el momento nos mantenemos al margen de la mayor parte de la deuda pública europea, podrían surgir oportunidades si la corrección se acentuara. Los mercados de crédito han demostrado una relativa estabilidad. No obstante, mantenemos la prudencia, ya que los diferenciales de crédito ofrecen muy poca protección frente a una marcada subida de los tipos. Así, redujimos el riesgo recogiendo beneficios en nuestras principales posiciones y formalizando coberturas.

En el frente de la deuda emergente, nuestro posicionamiento sigue siendo muy selectivo en oportunidades específicas, como China y Rumanía. Además, establecimos posiciones vendedoras en las economías más vulnerables a una recuperación de la inflación, como Polonia, donde es probable que el banco central endurezca la política monetaria más rápidamente de lo previsto para mantener la inflación bajo control. Globalmente, aunque esta corrección rápida e indiscriminada de los tipos a escala mundial podría ofrecer oportunidades tácticas, no perdemos de vista la posibilidad de un cambio de régimen.

Documento publicitario. Este documento no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. No constituye ni una oferta de suscripción ni un asesoramiento en materia de inversión. La información aquí contenida puede ser parcial y es susceptible de modificación sin previo aviso. Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de las rentabilidades futuras. La mención a determinados valores o instrumentos financieros se realiza a efectos ilustrativos, para destacar determinados títulos presentes o que han figurado en las carteras de los Fondos de la gama Carmignac. Esta no busca promover la inversión directa en dichos instrumentos ni constituye un asesoramiento de inversión. La Gestora no está sujeta a la prohibición de efectuar transacciones con estos instrumentos antes de la difusión de la información. Las carteras de los Fondos Carmignac podrían sufrir modificaciones en todo momento.

