

10 de noviembre de 2015



**Julien-Pierre Nouen**  
Economista - Estratega



El informe sobre el empleo del mes de octubre confirma el vigor de la economía americana e incrementa la probabilidad de una subida de tipos en diciembre. Bajo este contexto, Lazard Frères Gestion reflexiona desde dos ángulos distintos en cuanto a las consecuencias de una subida de tipos en el mercado de renta variable.

En este primer episodio (Capítulo I), Julien-Pierre Nouen, Economista y Estratega de Lazard Frères Gestion, muestra su análisis desde un punto de vista macroeconómico. Régis Bégué, Director del Análisis y la Gestión Renta Variable de Lazard Frères Gestion, compartirá en un segundo capítulo su análisis desde un punto de vista microeconómico. Explicando de este modo, en qué medida esta subida de tipos esperada tendrá un impacto diferente en función del tipo de valores.

## Capítulo I

### Subida de tipos: ¿una mala noticia para la renta variable? No cuando la inflación está controlada

### Un impacto, sí, pero modesto

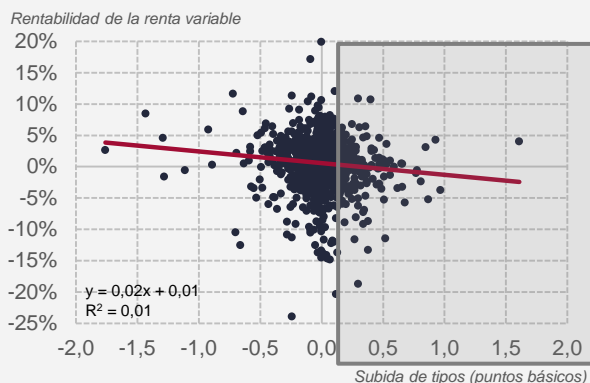
El análisis de los datos históricos desde 1919<sup>1</sup> muestra que una variación de un punto del tipo de interés en un mes, corresponde a una variación media del -2% en el mercado de renta variable.

El análisis estadístico (Gráfico 1) muestra que esta relación es significativa, lo que quiere decir que los tipos son efectivamente un factor explicativo de la rentabilidad del mercado de renta variable pero **solo influyen en una pequeña parte de los movimientos del mercado de acciones** (alrededor del 1% de las variaciones). Incluso si excluimos los movimientos más pronunciados de tipos, el mensaje es similar.

Si observamos ahora las fuertes subidas de tipos limitándonos al 10% de los mayores movimientos desde 1919 (es decir una subida superior a 21 puntos básicos en un mes), la variación media es negativa pero observamos una fuerte variabilidad, 45% de los casos se saldan con una rentabilidad positiva para el mercado de renta variable. **Por otro lado, no existe un enlace entre la amplitud de la subida de tipos y el movimiento del mercado de renta variable** (Gráfico 2).

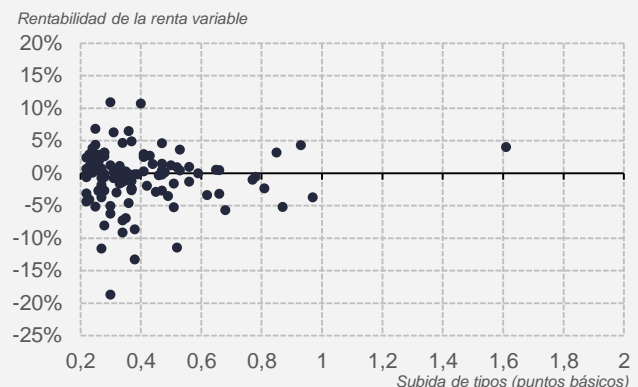
### Variación mensual del índice S&P 500 en función de la variación de los tipos a largo en el mes

Gráfico 1  
Conjunto de variaciones



Fuentes: Shiller, NBER, Fed Saint Louis. Al 30 de septiembre de 2015

Gráfico 2  
10% de las mayores variaciones alcistas



Fuentes: Shiller, NBER, Fed Saint Louis. Al 30 de septiembre de 2015

<sup>1</sup> Para el mercado de renta variable, utilizamos los datos de Shiller; para los tipos a largo americanos, utilizamos los datos del NBER y de la Fed.

## Los ejemplos de 1994 y la primavera 2013

A menudo evocamos el ejemplo de la subida de tipos de 1994. A principios de 1994, la Reserva Federal inicia un ciclo de subidas de su tipo de referencia pasando del 3% al 6% a finales de ese mismo año. De forma paralela, los tipos de los bonos a diez años del Tesoro americano ascienden desde el 5,7% a más del 8% a finales de 1994, lo que conlleva una bajada del precio de un bono a diez años de alrededor del 14%. En cuanto a la renta variable, el índice S&P 500 se deja un 1,5% en el año con un drawdown máximo\* del 8,9% entre principios de febrero y finales del mes de marzo. Por lo tanto, **el mercado de renta variable reaccionó moderadamente a este crash**.

El « Taper tantrum » (cuando Ben Bernanke anunció en la primavera 2013 que la Reserva Federal contemplaba reducir sus compras de activos) constituye otro ejemplo. Del 1,7% el 26 de abril de 2013, los tipos a largo alcanzaron un 3,0% a finales de diciembre. En este periodo, el S&P 500 repuntó más de un 16%.

## La influencia de la inflación

Históricamente, constatamos que la correlación entre los tipos y la renta variable no es estable (Gráfico 3). Fue positiva a principios de los años 30, entre 1955 y 1965 y desde el 2000. Estas etapas corresponden a periodos de deflación o baja inflación. Inversamente, es negativa cuando la inflación es elevada.

- En un contexto de alta inflación, la política monetaria tiende principalmente a cargar sobre el crecimiento para desacelerar una inflación demasiado fuerte, lo que supone una mala señal para la renta variable.
- En periodos de baja inflación (como es el caso actual), los tipos a largo están más influenciados por las evoluciones de la actividad económica que por la inflación.

Por lo tanto, **una subida de tipos corresponde a una mejora de la coyuntura, lo que es positivo para la renta variable**, mientras que una bajada de tipos corresponde a un momento de desaceleración económica, que penaliza los resultados de las empresas.

## Desde mediados de los años 80, las subidas de tipos de la Fed han venido seguidas de alzas en la renta variable

Con el fin de frenar la espiral inflacionista de los años 70, Paul Volcker, presidente de la Fed, tuvo que subir bruscamente los tipos para provocar una recesión. En cuanto la perspectiva de fuerte inflación desaparece, la política monetaria ha reaccionado más ante el ciclo económico que ante las sorpresas de la inflación. En este contexto, si el banco central sube sus tipos, significa que la coyuntura mejora: del mismo modo, los beneficios de las empresas también. **Los ciclos alcistas de tipos han correspondido principalmente con avances en los mercados de renta variable** (Gráfico 4). Sin embargo, dicho esto, la fase actual podría ser algo diferente en la medida en que la subida de tipos de la Fed interviene relativamente tarde en el ciclo económico.

\* Pérdida máxima acumulada en el periodo.

## Conclusión

En resumen, la subida de tipos, mientras no sea una reacción a un aumento de la inflación no supone una amenaza para los mercados de renta variable. En esta parte, nuestro estudio se ha centrado sobre todo en los datos americanos que permiten analizar un periodo de tiempo mayor. Las conclusiones no deberían diferir para la renta variable de la zona euro. Aunque la política monetaria seguirá siendo muy acomodaticia de este lado del Atlántico, la subida de tipos a largo americanos, que acompañará el ciclo alcista de los tipos de la Fed, debería tener un impacto en los tipos a largo europeos. **Este contexto de incremento de tipos puede conllevar una importante rotación de los valores en el mercado de renta variable.**

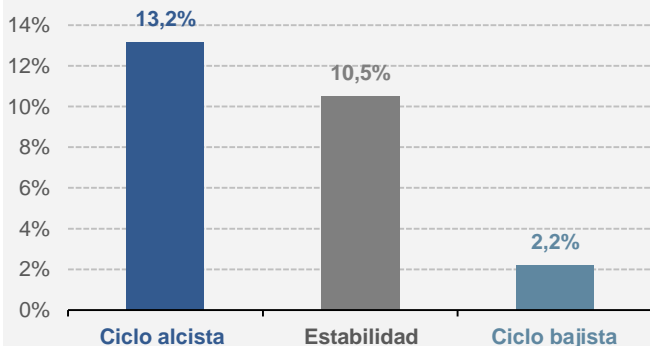
Este documento no tiene valor precontractual ni contractual. Se facilita al destinatario a título informativo. Los análisis y descripciones que contiene no deben interpretarse como consejos o recomendaciones por parte de Lazard Frères Gestion SAS. Tampoco constituye una recomendación de compra o venta, o una invitación a invertir en los instrumentos o valores que en él figuran. Este documento es propiedad intelectual de Lazard Frères Gestion SAS.

Gráfico 3  
Correlación entre la renta variable y la inflación desde 1920



Fuentes: Shiller, NBER, Fed Saint Louis. Al 31 de octubre de 2015

Gráfico 4  
Variación anualizada del S&P 500 en función de las fases de política monetaria desde 1984



Fuente: Bloomberg. Al 25 de agosto de 2015