



# Tema del mes:

## Ciclos de subidas de tipos



7 págs



8 min.

Tipos de interés Políticas Monetarias Cobas Research

### 1.1 ¿Estamos ante un ciclo de subidas de tipos de interés?

Los bancos centrales juegan un papel importante a la hora de garantizar la estabilidad económica y financiera. Una de las principales funciones de un banco central es ejecutar la política monetaria y ayudar a gestionar las fluctuaciones económicas. Las medidas sobre políticas monetarias que toman pueden tener una gran relevancia, especialmente en épocas de crisis o de mayor incertidumbre, como la que hemos podido vivir recientemente como es el caso de la Gran Crisis Financiera, la pandemia de la COVID-19 o el escenario actual.

El mandato por excelencia de los Bancos Centrales es la **estabilidad de precios**, con un objetivo de inflación cercano al 2%. El mantenimiento de cierto nivel de inflación no es en realidad un fin en sí mismo, sino que se considera que este umbral implica que la economía está funcionando con una actividad económica dinámica, tratando de mantener lejos situaciones de estanflación, es decir, estancamiento con inflación. Por eso, además de la monitorización del nivel de precios, algunos bancos centrales tienen otros objetivos, como es el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos que tiene como propósito el **crecimiento** y el **empleo**, pudiendo flexibilizar el objetivo de inflación de cara a favorecer la creación de puestos de trabajo y el crecimiento económico.

### 1.2 ¿Cuáles son sus herramientas?

Los **tipos de interés** determinan el precio del dinero. Es decir, es el precio que hay que pagar por utilizar el dinero durante un tiempo determinado.

Según Carl Menger y Ludwig von Mises, la fuerza impulsora detrás de las tasas de interés es la preferencia temporal de los individuos, no el banco central. Como regla general, la gente valora los productos básicos actuales más de lo que valoran los productos básicos futuros.

Esto significa que los bienes presentes se valoran con una prima respecto los bienes futuros. Es decir, el núcleo de la determinación de los tipos de interés son las **preferencias individuales temporales**. Estas preferencias determinan el tipo de interés subyacente que refleja la tasa general de ahorro y los niveles de consumo.

Pero los bancos centrales llevan a cabo su política monetaria ajustando la **masa monetaria**, generalmente en operaciones de mercado abierto. El objetivo de las operaciones de mercado abierto es controlar las tasas de interés a corto plazo, lo que a su vez afecta las tasas de interés a largo plazo y la actividad económica en general.

Las decisiones que tome el banco central deben tener una orientación contracíclica, es decir, optará por endurecer la política monetaria subiendo la tasa de referencia con la intención de subir las tasas de interés restantes y reduciendo la base monetaria, si se contemplan altas tasas de crecimiento que podrían poner en riesgo la estabilidad de precios. Y una aplicación similar, aunque en sentido contrario, reduce los tipos de interés y amplía la base monetaria si el ciclo económico se ralentiza o existe riesgo de deflación.

El problema es que la expansión del crédito (es decir, crear dinero de la "nada") distorsiona las señales de las preferencias de los individuos y facilita el endeudamiento sin ahorros reales. No se ha estado buscando aumentos de precios reduciendo la producción de bienes, sino aumentando el dinero en circulación. A medida que los bancos centrales inyectan dinero nuevo en la economía, con el propósito de estimular el consumo, la oferta de fondos prestables se expande y ofrecen tasas de interés más bajas para los prestatarios.

### 1.3 ¿Qué políticas se han implementado?

Tras la crisis financiera mundial, los bancos centrales de las economías avanzadas relajaron sus políticas monetarias y redujeron los tipos de interés, hasta que las tasas de interés a corto plazo se acercaron a cero, situando algunos bancos centrales incluso las tasas de interés a corto plazo por debajo de cero. Veamos los ejemplos de la FED y el BCE.

La **FED** bajó a finales de 2008, con Ben Bernanke como presidente, los tipos hasta el 0%, para

inyectar dinero en el sistema tras la caída de Lehman Brothers. Fue el inicio de una década de dinero barato que se prolongó hasta que en el mandato de Janet Yellen comenzó el conocido "tapering" con subidas progresivas de tipos de interés, que llevaron a situar los tipos en el 2,25% a finales de 2018. Posteriormente en 2019 la FED recortó los tipos de interés por primera vez en 11 años ante la intensificación de la incertidumbre geopolítica y la caída de las expectativas de inflación.

Por su parte, el **BCE** tardó algo más en llevar el precio del dinero a mínimos. La crisis de deuda, con el foco en los países mediterráneos, hicieron cambiar el rumbo de la política monetaria. En noviembre de 2011 Mario Draghi anunció que haría lo que fuera necesario (el famoso "Whatever it takes") para preservar el euro. Se implementaron bajadas de tipos hasta situar el tipo de referencia para sus operaciones de refinanciación en el 0%, la tasa de facilidad de depósito en el -0,50% y la de facilidad de préstamo en el 0,25%, manteniéndose sin cambios desde septiembre de 2019.



Coincidiendo con el aumento del riesgo de deflación, los bancos centrales emprendieron **políticas monetarias no convencionales**, con el objetivo de seguir reduciendo las tasas de interés a largo plazo y relajar las condiciones monetarias, realizando una amplia variedad de compras de activos que requieren la creación de nuevo dinero. La política monetaria no convencional ha sido una de las herramientas más utilizadas desde 2008, tanto para tratar de restablecer el canal de transmisión de la política monetaria convencional, como para evitar el riesgo de deflación e impulsar el crecimiento del PIB. Sus principales vías de implementación han sido el incremento de la financiación a las entidades crediticias y el Quantitative Easing o **programas de compra de activos**.

A raíz de la crisis del Coronavirus en 2020, asistimos a una implementación coordinada de inyecciones desmesuradas de liquidez y niveles sin precedentes de programas de compras de activos, para mantener los tipos de interés lo más bajo posibles y favorecer que los gobiernos pudieran financiar sus enormes planes de gasto público.

El aumento de la oferta monetaria en 2020 superó cualquier incremento producido en el siglo y medio del que hay datos. A finales de 2020 los activos en balance de los bancos centrales del G-4, es decir, de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra representaban el 54,3% del producto interno bruto total de sus países, frente al 36% a finales de 2019 y alrededor del 10% en 2008.

## Los Mayores Compradores

La FED, el BCE, BoJ y el BoE tienen en balance activos financieros que suponen más del 50% del PIB conjunto de sus economías

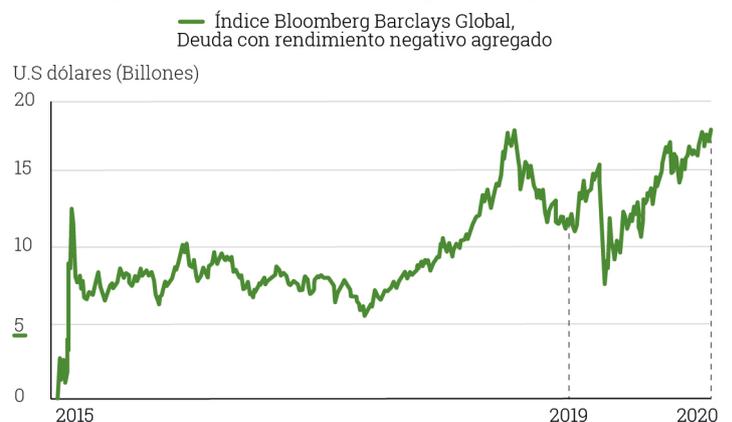


Fuente: Fed, ECB, BOJ, BOE. Bloomberg.

Las compras de los bancos centrales han ayudado a contener los rendimientos de los bonos a nivel mundial, tanto que hemos estado viviendo en un universo de rendimientos negativos, sobre todo en la zona euro. De hecho, la cantidad de bonos con **rendimientos por debajo de cero** se ha llegado a situar por encima de los 18 billones de dólares, lo que técnicamente significa que se paga por prestar dinero.

## Por debajo de cero

Bonos globales con rentabilidades negativas superan los 18bn\$



Fuente: Bloomberg.

Esta situación ha cambiado sustancialmente, los últimos acontecimientos han agotado casi por completo la deuda con rentabilidad negativa a escala mundial, que ha caído a 2,9 billones de dólares a 22 de marzo de 2022, el punto más bajo desde mediados de 2015.

Detrás de este comportamiento está el endurecimiento del discurso por parte de los bancos centrales, provocando una oleada de ventas en los mercados de bonos que han vuelto a poner a la curva de tipos como gran protagonista, ante la amenaza de que se invierta. La inclinación de la curva, que es esencialmente el resultado de la diferencia entre los tipos de interés a corto y largo plazo, tiene especial importancia por la teoría de las expectativas. Históricamente, una curva de tipos invertida ha sido un indicador principal de que la política monetaria ha entrado en territorio restrictivo y que se acerca al menos una desaceleración económica. Actualmente las expectativas que descuenta el mercado de subidas de tipos de interés han provocado el **aplanamiento e incluso inversión de la curva** estadounidense en algunos plazos.

### Inversión de diferenciales

La curva de rendimientos cae por debajo de cero por primera vez desde 2006



Fuente: Bloomberg.

Una **curva invertida** no tiene por qué implicar recesión y, aunque la implique, no sabemos cuándo llegará, lo que está claro es que con los bancos centrales cambiando el curso de sus políticas monetarias, la demanda de renta fija se ha desacelerado considerablemente, de

hecho, en los mercados de crédito, las salidas han sido las más altas desde la crisis financiera de 2008-2009.

Volviendo al mercado de valores, ¿cómo se relaciona las políticas monetarias con los precios de las acciones? Con una oferta monetaria estable, las ganancias del mercado de valores reflejarían mayores niveles de ahorro y productividad y, de hecho, serían indicativos de crecimiento económico. El problema principal que vincula la expansión del crédito y el mercado de valores es la **mala asignación de recursos** impulsada por una tasa de interés artificialmente baja contribuyendo a aplastar la volatilidad y alimentar el incremento de precios en los activos cotizados.

## 1.4 ¿Hacia dónde nos dirigimos?

El pasado mes de marzo, la Reserva Federal de EE. UU. anunció su primera **subida de tipos** desde 2018 e indicó que esperan otras seis subidas de tipos este año, hasta llegar a alcanzar unas tasas cercanas al 2%, a las que se añadirían otras tres subidas en 2023.

Este movimiento por parte del principal banco central del mundo se produce como respuesta a la galopante **inflación** que está afectando a todas las economías mundiales, debido principalmente a las fuertes subidas en los precios de la energía y, más recientemente, al fuerte repunte de los precios de los alimentos y de los fertilizantes.

Mientras que el mandato de la Fed es el de situar los niveles de inflación en el entorno del 2%, el último dato publicado en el mes de febrero nos ha dejado una tasa cercana al 8%, sobre la cual los banqueros centrales ya comienzan a considerar seriamente la posibilidad de que esta subida de precios no sea tan transitoria como pronosticaban hace unos meses.

En nuestra opinión, esta inflación tiene poco de transitoria, puesto que consideramos que viene derivada de la actuación de los propios bancos centrales. Cuando un gobierno aumenta la cantidad de papel moneda el resultado es que el poder adquisitivo de la unidad monetaria comienza a disminuir, y por lo tanto los precios aumentan.



Fuente: Bloomberg.

La inflación también provoca que aumenten las desigualdades. Hay perdedores y ganadores. Aquellos grupos que se benefician del recientemente creado dinero gozan de una ventaja temporal que les permite comprar a precios reducidos. Los grupos que llegan más tarde a ese dinero (los más alejados de los bancos centrales y los gobiernos, es decir, la mayoría de la gente) son los que salen perdiendo.

También tiene que hacernos reflexionar el efecto que provoca la inflación entre los empresarios y los distintos agentes económicos. El efecto para la mayoría del tejido productivo es devastador. Imagina que tienes una empresa. ¿A qué precio vendes si no sabes a qué precio vas a comprar la materia prima? El cálculo económico se nubla y la información que dan los precios se distorsiona. A través de un efecto dominó apenas perceptible a corto plazo las relaciones comerciales se van socavando y deteriorando.

Parece por tanto razonable pensar que los responsables de diseñar la política monetaria

busquen las herramientas necesarias para paliar este fuerte aumento generalizado de precios que estamos viviendo, sin embargo, debemos ser conscientes de lo que ello puede implicar.

Los efectos secundarios de un período de políticas monetarias más restrictivas por parte de los bancos centrales pueden ser potencialmente dañinos para la economía, si bien se trata de algo difícil de predecir.

De forma teórica, las políticas monetarias restrictivas suponen un freno al crecimiento económico. Si resulta más difícil acceder a nuevos préstamos debido a la subida del precio del dinero, entonces las familias consumirán menos y las empresas invertirán menos, para compensar un pago de intereses más elevado. Como consecuencia, descenderá el volumen de la demanda agregada y con ella la producción y el empleo. Ante la falta de demanda, los precios se estancarán e incluso podrán bajar.

---

**“En nuestra opinión, esta inflación tiene poco de transitoria, puesto que consideramos que viene derivada de la actuación de los propios bancos centrales”**

---

Por lo tanto, los bancos centrales se encuentran en una encrucijada entre su mandato de conservar la estabilidad de precios, y su mandato de potenciar el crecimiento económico.

Nosotros no sabemos las decisiones que tomarán y por tanto sus posibles consecuencias, si bien hemos de poner en contexto la situación y pensar si tenemos unas carteras bien construidas para defendernos de los posibles escenarios que puedan producirse.

## 1.5 En Cobas...

Lo primero que debemos indicar es que nuestro proceso inversor es totalmente **bottom-up**, es decir, analizamos compañía a compañía, negocio a negocio, sin darle mucho peso a la macroeconomía, tan difícil de predecir.

Dicho esto, sí conviene reflexionar sobre la situación y plantearse si la cartera está preparada para protegerse de un escenario de inflación y de un probable escenario de políticas monetarias restrictivas o, al menos, más restrictivas que las recientes.

En un entorno inflacionario, lo más recomendable es ser propietarios de **activos reales**, que puedan mantener su poder adquisitivo y nosotros elegimos las acciones.

En un contexto de inflación y tipos previsiblemente al alza, los **flujos de caja futuros** pierden valor frente a los flujos de caja presentes, aumentando el atractivo de las compañías de valor frente a las de crecimiento.

Históricamente y, por norma general, en periodos inflacionarios las acciones 'value' han tenido un buen comportamiento.

Consideramos que nuestras carteras están preparadas para hacer frente a este escenario de

inflación, así como aun potencial escenario de estanflación (estancamiento económico e inflación) que se podría llegar a producir si las decisiones de política monetaria restrictivas llevan a las principales economías a entrar en recesión. Aunque pueda parecer exagerado, no debemos olvidar que, tras los cuatro últimos principales periodos de inflación alta y sostenida, siguieron periodos de recesión económica: después de la crisis financiera del año 2008 y a comienzos de las décadas de 1990, 1980 y 1970.

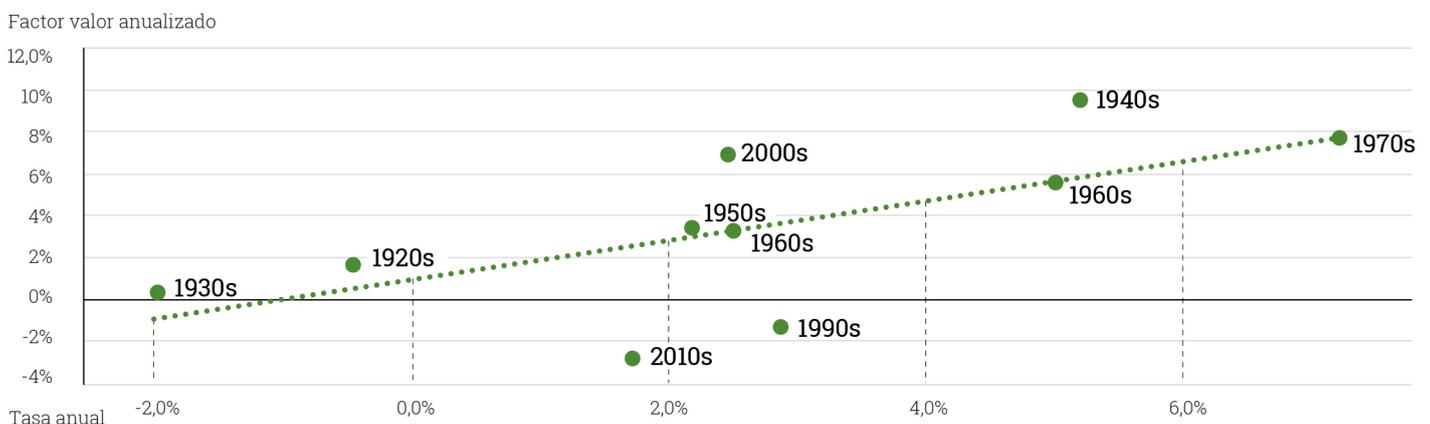
La protección de nuestras carteras se concentra en tres grandes grupos:

En primer lugar, compañías relacionadas con el sector de las **materias primas** y la energía, que tienen una cobertura natural frente a la inflación, puesto que su precio tiene a ajustarse automáticamente con el incremento de precios, al tratarse de mercados muy eficientes.

En segundo lugar, las compañías con **capacidad para trasladar la inflación a sus clientes**, ya sea porque gozan de ventajas competitivas, o bien están protegidos por contratos.

Finalmente, los **negocios defensivos**, que deberían comportarse bien casi en cualquier tipo de escenario económico.

### Relacion entre la Inflación y el Value por década desde los años 1920 a los 2010



Fuente. Euclidean Technologies.

## Posicionamiento Cartera Internacional

### Materias primas / Energía

~17% Peso en Cartera



### Traslado inflación

~50% Peso en Cartera



### Defensivas

~10% Peso en Cartera



## Posicionamiento Cartera Ibérica

### Materias primas / Energía

~23% Peso en Cartera



### Traslado inflación

~45% Peso en Cartera



### Defensivas

~15% Peso en Cartera

