

● Las inyecciones masivas de liquidez para luchar contra la pandemia del coronavirus han colocado a la inflación en el radar de los inversores, que buscan protección

● El impacto de la inflación en las carteras puede ser importante, sobre todo en renta fija. Además, generaría peligrosas distorsiones en la asignación de activos

La inflación, el aumento sostenido y generalizado del nivel de precios, es el enemigo natural de los inversores y podría estar de vuelta mucho antes de lo esperado. Lleva décadas sin ser un gran problema pero las inyecciones masivas de liquidez aprobadas por los bancos centrales para luchar contra la pandemia del coronavirus han abierto el debate sobre el repunte de los precios. De hecho, algunos gigantes de Wall Street creen que el problema estará pronto en la agenda de los inversores, y aunque los economistas no ven un riesgo inminente de que los precios se desboquen a corto plazo, si reconocen que a medio plazo las presiones pueden ser al alza.

Los datos muestran que los inversores ya se están protegiendo contra la inflación, como así lo refleja la evolución del ETF iShares TIPS, que mide la evolución de la deuda pública estadounidense protegida contra el aumento de los precios, y que está en máximos históricos.

Recientemente, el flujo de fondos en valores protegidos contra la inflación alcanzó los 2.600 millones de dólares, según Bank Of America, marcando el mayor incremento de la historia. Y en España, el Tesoro acaba de colocar 893 millones en obligaciones a diez años protegidas contra la inflación, con una demanda que superó en 1,44 veces la oferta. Además, el otro indicador por excelencia que mide el miedo a la inflación, la cotización del oro, se ha disparado hasta el entorno de los 1.800 dólares, máximos que no se veían desde 2012.

La Comisión Europea calcula que la inflación en la UE

alcanzará este año el 0,6 por ciento y escalará al 1,3 por ciento en 2021. Una tasa manejable, aún lejos del 2 por ciento que se marca como objetivo el Banco Central Europeo (BCE).

Sin embargo, es un hecho que los inversores están buscando protección contra el aumento de los precios, pero sus decisiones no se basan en las proyecciones de inflación que publican mensualmente los organismos oficiales, sino en las expectativas futuras de inflación. «Los gestores que han comprado estos bonos lo hacen por un tema de expectativas, ya que si la inflación subiese al 1,5 o el 2 por ciento, ya estarían ganando dinero», dice Miguel Jiménez, gestor de fondos mixtos de Renta 4 Gestora.

Esta protección responde también a «una posible nueva oleada del coronavirus que obligue a otro confinamiento», dice Raymond Torres, director de coyuntura de Funcas. Si esto llegase a suceder, la economía entraría en una situación en la que «aquello que es un problema de liquidez se convertiría en otro de solvencia», apunta Torres. Así, caería el potencial productivo y habría que sostenerlo artificialmente con políticas monetarias más expansivas, que sirven para resolver las cuestiones de liquidez pero no son adecuadas para las de solvencia.

Otra oleada del virus provocaría más expansión monetaria y alzas en las expectativas de inflación

Peligro para los inversores

Por motivos como estos, los gestores están buscando protección contra las subidas de los precios. Y no faltan razones, pues lo cierto es que la inflación es una de las peores noticias para sus carte-

CLAVES

Cautela. Los inversores manejan expectativas al alza y se están protegiendo ya contra el repunte de la inflación

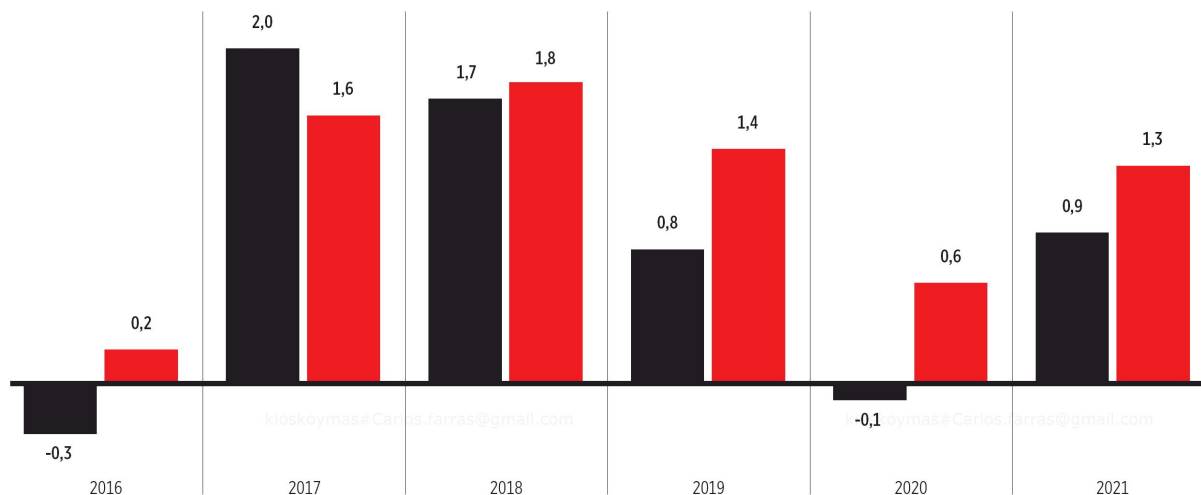
Inyecciones. En el corto plazo, el riesgo de subida de precios no es inminente, pero sí importante a medio plazo, tras las fuertes inyecciones monetarias

Riesgos. La inflación podría crear importantes quebrantos en las carteras de renta fija, además de que desataría inestabilidad en la renta variable

Inflación. Previsiones de verano

EN PORCENTAJE. FUENTE: COMISIÓN EUROPEA

■ ESPAÑA ■ UNIÓN EUROPEA.



ras. La cuestión es que este tipo de inflación esperada, que no es consecuencia del calentamiento de la economía sino de la impresión ilimitada de dinero y el gasto fiscal de los gobiernos, es una inflación «mala para la mayoría de los activos», dice Carlos Farrás, socio director de DPM Finanzas.

Por supuesto, es especialmente dañina para las carteras de renta fija, cuya rentabilidad golpearía como un martillo pilón, «ya que los tipos de interés actuales no cubrirían el aumento del coste de la vida», dice Farrás. Además, si se espera que los tipos de interés en Europa sean cero en los próximos años, «como aparezca inflación habrá un gran problema y se verían fuertes caídas en renta fija, lo que sería desastroso», recalca Jiménez. En cierta forma, sería un efecto derivado de las ingentes cantidades de liquidez que inundan el mercado, o como explica Emérito Quintana, asesor del fondo Numantia Patrimonio, la acción de unas «inyecciones monetarias que vuelven más caros los bonos y crean una pequeña burbuja que perjudica a los inversores».

Para la renta variable, los efectos de la inflación son algo más suaves pero aún importantes. En teoría, es la clase de activo que mejor está protegida, ya que si suben los pre-

cios, también se deberían revalorizar las empresas en cartera. Particularmente beneficiados saldrían los bancos, por el ajuste al alza de las expectativas sobre tipos de interés. Pero serían la excepción, porque si aparece inflación, «el mercado se caería en términos generales», apunta Jiménez. La cuestión es que muchas valoraciones están sustentadas porque no hay alternativas de inversión y los tipos son bajos. Pero si la inflación se dispara y los bancos centrales ajustasen al alza el precio del dinero, «muchos activos que están considerando tipos implícitos bastante bajos en sus descuentos de flujos de caja también se caerían», recalca el gestor de Renta 4 Gestora. Así que la inflación tampoco es la panacea para los valores cotizados.

La importancia de las expectativas

En este contexto de inflación al alza, la cuestión de las expectativas vuelve a ser importante para el mercado, en la medida en que sembraría incertidumbre y aceleraría la volatilidad. No hace falta que llegue la inflación, e incluso que se produzca, para que se genere inestabilidad en los mercados. «Si se perciben riesgos de inflación, esto puede afectar directamente a la cotización de la ▶

La inflación daña la renta fija porque los tipos de interés no cubrirían el coste de la vida

Con una inflación al alza en el contexto actual, los refugios clásicos, como el inmobiliario, pueden ser peligrosos

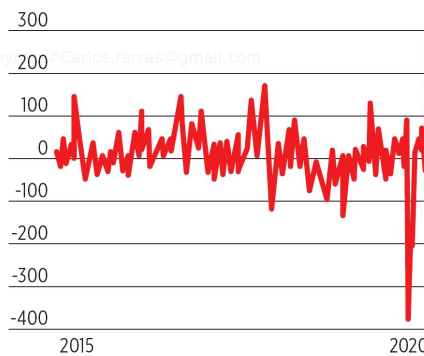
ETF ISHARES BONOS PROTEGIDOS CONTRA LA INFLACIÓN

COTIZACIÓN EN DÓLARES.
FUENTE: BLOOMBERG.



FLUJOS DE FONDOS A BONOS PROTEGIDOS CONTRA LA INFLACIÓN

MILES DE MILLONES DE DÓLARES.
FUENTE: BLOOMBERG.



◀ deuda pública en los mercados secundarios e incluso al propio mercado de valores», explica Josep Lladós, profesor de los estudios de Economía y Empresa de la Universitat Oberta de Catalunya (UOC).

Distorsiones

Otro efecto que se puede generar en este caldo de cultivo tiene que ver con las posibles distorsiones en la asignación de activos. En un entorno de expectativas de inflación al alza, es frecuente que los inversores aumenten su demanda de activos físicos, como casas, terrenos o lingotes de oro. Por tanto, sacan su dinero de la bolsa para llevarlo a estos activos, lo que se traduce en más caídas.

En España sí hay mucha cultura del ladrillo porque históricamente ha habido una inflación muy alta y los inversores conside-

rabán que estaban más protegidos con inmuebles que teniendo el dinero en el banco. Pero puede ser un arma de doble filo por culpa de la pandemia. El efecto es muy claro en las oficinas, donde habrá menor demanda. Y en el segmento residencial tampoco se espera una demanda muy boyante.

Por supuesto, el oro brilla con más fuerza que nunca en los entornos inflacionistas, un activo al que Farrás define como «un cuasidivino no imprimible». El problema es que el desembarco de los inversores en este tipo de activos pueda convertirse finalmente en una nueva burbuja, lo que suele suceder cuando el mercado asigna los activos con criterios distorsionados y especulativos, en vez de por oferta y demanda.

La protección contra la inflación se ha convertido en una cuestión de primer orden para los inversores, en especial para algunos gigantes de Wall Street. Es el caso de AllianceBernstein, una gestora que se está posicionando para un repunte de los precios a través de los bonos vinculados a la inflación de los Estados Unidos. No en el inminente corto plazo pero sí a medio plazo.

Otra vez cuestión de expectativas. Y no es el único caso. «La perspectiva de un activismo fiscal continuado apoyado por la monetización de la deuda y la represión de los tipos de interés nos sugiere que los riesgos de inflación a largo plazo se inclinan al alza», dice Joachim Fels, asesor económico global de Pimco. Así, recalca este experto, «al igual que la actividad económica, la inflación y las expectativas de inflación pueden estar en un lento ascenso desde niveles deprimidos».

Encendido debate académico

El debate académico sobre esta cuestión también es muy intenso. La teoría cuantitativa del dinero desarrollada por Irving Fisher dice que la inflación depende en última instancia de la oferta de dinero. A más di-



LOS GIGANTES DE WALL STREET, EN GUARDIA

Las grandes gestoras de Wall Street se han puesto en guardia contra la inflación. Es el caso de AllianceBernstein, un gestora que ya se está posicionando frente al repunte de los precios. En Pimco también consideran que la inflación puede estar en un lento ascenso de sus actuales niveles deprimidos.

nero en circulación, mayores precios, considerando constante la velocidad de circulación y el volumen de transacciones. Y el argumento que justifica la subida de las expectativas de inflación son las fuertes inyecciones de liquidez aprobadas por los bancos centrales mundiales, además de los programas de gasto fiscal desplegados por los gobiernos para combatir la pandemia.

Pero no todos los economistas están de acuerdo. «Los precios no subirán porque a nivel macro hay un debate intelectual en el que se está cuestionando el axioma ortodoxo básico de la teoría cuantitativa del dinero», dice Joaquín Maudos, director adjunto del IVIE. El exceso de capacidad que ha dejado esta crisis «es tan enorme», que este experto no ve tensiones inflacionistas, ni siquiera a largo plazo. A su juicio, la inflación ya no es solo un problema monetario.

Con esta visión coincide parcialmente el profesor Lladós, cuando apunta que «a corto plazo no hay riesgo de que la inflación se

dispare porque no es estrictamente un fenómeno monetario». Ahora bien, a medio plazo si hay elementos para pensar en una inflación al alza. «Si una vez que crezca la actividad, en un año o año y medio, no empezamos a acompasar la evolución de la política monetaria y la fiscal, si que podría haber presión sobre los precios», sentencia Lladós.

En este sentido, Torres tampoco ve riesgos a corto plazo y habla más del medio plazo, cuando reconoce que «siempre hay un riesgo de inflación en cuanto hay emisión monetaria directa», pues la subida de los precios sigue siendo un fenómeno monetario.

Para Javier de la Nava, profesor de macroeconomía del CEF, tampoco hay muchas dudas: «Las medidas de reconstrucción a nivel europeo centradas fundamentalmente en inyecciones monetarias podrían tener una repercusión en el incremento de los precios, que será moderado», apunta. ►

El debate intelectual gira en torno a si la inflación ha dejado de ser un fenómeno solo monetario

by mass Carlos farra



Con los gobiernos pagando salarios, concediendo préstamos y enviando cheques, hay una cantidad de efectivo sin precedentes en el sistema. Foto: Getty

La rotura de la globalización puede generar inflación por los mayores costes de las empresas

◀ Elementos para una inflación al alza

Más allá del debate intelectual sobre la vigencia de la teoría cuantitativa del dinero, lo cierto es que un mundo con inflación parece más real de lo que muchos descuentan. Las economías occidentales llevan más de una década sin inflación debido a dos fenómenos que producían precios bajos: por un lado la tecnología, que abarata muchos procesos productivos, y por otro la globalización, con la deslocalización de fábricas. Pero este escenario ha dado un giro radical.

Desde la llegada de Trump, «todo el tema de los aranceles es inflacionista, porque al final supone poner trabas al comercio e incentivar la vuelta de fábricas a tu país», dice José Lizán, gestor de fondos de Solventis. Además, el coronavirus puede ser otro catalizador inflacionista, ya que se ha visto en esta crisis que muchas cadenas de producción se han roto, por cerrarse fronteras o por estar los procesos productivos deslocalizados. En este caso, existe la posibilidad de que se desate un fenómeno de repatriación industrial, y al acercar los países la producción, «podría haber inflación por subida de costes», recalca este experto.

Coincide con esta visión John Taylor, gestor de Pimco, quien opina que la pandemia será un aviso para que los países trasladen

la fabricación de productos esenciales a casa. Por poner un ejemplo sencillo, con la que ha caído, «no te puedes permitir que tus empresas no sepan fabricar mascarillas», recuerda Lizán. Es decir, la rotura de la globalización puede traer inflación a medio plazo.

Por supuesto, la acción de los bancos centrales es otro sospechoso habitual para pensar en una inflación al alza, más allá del debate académico. Y es que los responsables de la política monetaria han gastado tres veces más dinero en dos meses que en los tres años que duró la anterior crisis. Y lo que es más inquietante, «lo han hecho sin saber si la medida es correcta o no», apuntan fuentes de un 'family office' con sede en Madrid.

El precedente son los atentados del 11 de septiembre, donde las fuertes inyecciones monetarias «impulsaron la subida de precios y la burbuja inmobiliaria que se produjo después», explican las mismas fuentes. Si se inunda de billetes el sistema, hay riesgo de que el dinero pierda valor, de que «los agentes pierdan confianza en los bancos centrales», añade Lizán.

También hay que tener en cuenta los posibles incentivos que tengan los gobiernos para crear inflación, en la medida en que reduce el valor real de la deuda y facilita su devolución. En opinión de Peder Beck-Friis,

ZONA EURO

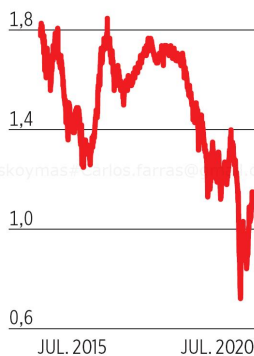
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y LA OFERTA MONETARIA

COTIZACIÓN EN BASE 100
FUENTE: BLOOMBERG.



SE RECUPERAN LAS EXPECTATIVAS DE INFLACION

COTIZACIÓN EN PORCENTAJE.
FUENTE: BLOOMBERG.



Los gobiernos podrían intentar crear inflación para devolver mejor la deuda, lo que obligará al BCE a extremar la vigilancia

gestor de Pimco, «los responsables políticos sí se pueden ver tentados a utilizar la inflación para reducir el stock real de deuda». Ello dependerá de la voluntad del BCE de tolerar una inflación por encima de su objetivo. Incluso es probable que tolere un repunte al alza «para ajustar las expectativas», asegura este experto. Pero si la inflación aumentara significativamente por encima del objetivo, el emisor europeo tendría que elegir entre estabilizar los precios o la deuda.

Otra cosa es que se trate de estimular la inflación para animar la inversión extranjera. «Un poco de inflación, moderada, presionará al alza sobre los tipos de interés y creará más incentivos para animar la inversión extranjera», argumenta Samer Ajour, profesor de EAE Business School.

Deflación, ¿un riesgo igual de probable?

Con todo, el escenario que ha dejado la pandemia es tan incierto que algunos expertos consideran incluso posible un mundo situado en el extremo opuesto de la inflación. «El mayor riesgo es si los inversores se equivocan y nos dirigimos a la deflación», dice Christoph Rieger, estratega de Commerzbank.

Todo tiene que ver con la propensión al ahorro, ya que si la pandemia hace que sea mayor que la propensión al consumo, por un motivo de simple precaución, los precios podrían caer en picado. El problema es que la deflación es lo peor que le puede pasar a una economía. Si los empresarios «no saben si van a poder mantener los precios

el año que viene, se quedan sin incentivos para ampliar la producción», dice Josep Lladós para ilustrar un problema que se puede llevar por delante la inversión, el consumo y el empleo.

El ejemplo clásico de deflación es Japón, donde los múltiples estímulos fiscales y monetarios no han podido llevar los precios hasta una tasa del 2 por ciento. De hecho, al problema genérico de la deflación también se le conoce como «japonización» de la economía.

¿Podría suceder tras la pandemia en las economías europeas? En teoría sí, aunque es poco probable. En opinión del profesor Lladós, este riesgo «ahora no existe gracias a Alemania, que nos ha dado una excelente lección sobre cómo impulsar su economía». A su juicio, el impulso fiscal alemán ha sido «más contundente» que el de España y ayudará que todos «salgamos de la crisis» a la vez, mejorando las expectativas de toda la zona euro.

Además, la deflación japonesa obedece a una causa interna, «el boom inmobiliario experimentado por el país», recuerda Javier

de la Nava. Pero Europa y los Estados Unidos tienen en estos momentos otra situación, pues los precios podrían aumentar por «los mayores impuestos que los responsables públicos tendrían que solicitar a los ciudadanos», explica este experto. Igualmente, los bajos tipos de interés y los grandes flujos de liquidez, junto con la coordinación de políticas macroeconómicas en Europa, alejan el escenario deflacionista.

● José Jiménez

OBJETIVO DEL BCE

2%

El mandato del BCE pasa por estabilizar los precios en este nivel. Cualquier desviación provocaría tensiones