



Inversión

15 de abril de 2021 • NÚMERO 1.230

● EL CONCEPTO NO DEMOSTRADO DE LOS PASAPORTES DE VACUNACIÓN

Bloomberg Businessweek

REPORTAJES EXCLUSIVOS

¿Está usted preparado para la inflación?



PVP 5€



pressreader PRINTED AND DISTRIBUTED BY PRESSREADER
PressReader.com +1 604 278 4604
COPYRIGHT AND PROTECTED BY APPLICABLE LAW

● Parte del mercado teme que la inflación se desboque, perjudicando a los ahorradores

● Académicos y banqueros centrales están convencidos de que es un fenómeno temporal

La inflación es un fenómeno tan viejo como el descubrimiento del Nuevo Mundo. Fue entonces cuando la llegada masiva de metales preciosos de América provocó un alza de los precios que filósofos como Martín de Azpilcueta y Tomás de Mercado se encargaron de documentar. Si bien, en la teoría económica siempre ha habido un debate abierto entre los teóricos que relacionan el incremento de la masa monetaria con la subida de los precios (los monetaristas encabezados por el Nobel Milton Friedman) y los expertos que creen que este movimiento debe ser analizado con una mirada más amplia, teniendo en cuenta factores como el desempleo (sus archienemigos, los keynesianos). Cinco siglos después, el debate está más vivo que nunca.

La inflación es, de hecho, el tema estrella del momento. Protagoniza los informes, las reuniones y los comunicados de gestoras de activos, bancos de inversión y, por supuesto, bancos centrales. Y no es para menos pues, en caso de desbocarse, penalizará a los ahorradores y elevará los costes de financiación, entre otras consecuencias indeseadas.

Pero, sobre todo, una inflación continuada constituiría una malísima noticia ahora mismo porque obligaría a los bancos centrales a comenzar a drenar la liquidez y las medidas ultraexpansivas que han adoptado en todo el mundo para amortiguar el shock de la crisis del coronavirus, en un momento en el que la recuperación es todavía débil.

Si bien, lo cierto es que los expertos no se ponen de acuerdo sobre el meollo de la cuestión: la evolución que van a vivir los precios en el medio-largo plazo. De hecho, existe un divorcio entre dos bandos claramente enfrentados. Por un lado, una parte nada desdeñable del mercado apuesta por una consolidación del fenómeno inflacionario –que obligará a una prematura subida de los tipos–.

Estos inversores ya han comenzado a posicionarse en perspectiva de que esto ocurra, como puede apreciarse en la subida de la rentabilidad del bono americano a diez años –el treasury– desde el 0,5 por ciento al 1,75 por ciento en muy pocos meses; en la salida de los valores de crecimiento; y también en el alza de las expectativas de inflación en los Estados Unidos, que se encuentran en máximos de los últimos diez años (en niveles del 2,5 por ciento, una cota que no se había visto desde 2008).

Otro elemento que confirma lo extendida que está esta posición en el mercado es la última encuesta a gestores de fondos de Bank of America (BOFA), en la que se refleja que la inflación ha sustituido al Covid-19 como la mayor preocupación de los profesionales de la inversión. En concreto, el 37 por ciento de los 220 encuestados (que gestionan carteras por valor de 630.000 millones de dólares) la citaron como el mayor reto al que se enfrentan en la actualidad.

Asimismo, dentro del propio BOFA trabajan algunas de las voces que se ha manifestado de manera más clara en este sentido.

Cambio de paradigma

En concreto, el estratega jefe de la casa, Michael Hartnett, considera que 2021 podría suponer un «punto y aparte» en el fenómeno desinflacionario vivido en los países desarrollados durante las últimas décadas, que ha permitido que los intereses de la deuda se hayan desplomado y las valoraciones de las compañías se hayan disparado.

La reapertura de las economías gracias al avance en las campañas de vacunación, unida al abultadísimo paquete de estímulos impulsado por la Casa Blanca son algunos de los factores que van a favorecer este cambio de paradigma, a su juicio.

«La reversión de los factores deflacionarios seculares, los estímulos fiscales y una reapertura cíclica y explosiva de la economía global, que generará un exceso de demanda

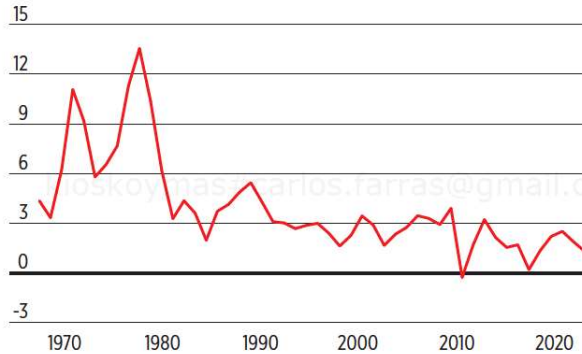
● Lo que más bajó será lo que más suba

■ INFLACIÓN MEDIA SEP-19 A FEB-20
■ INFLACIÓN MEDIA JUL-20 A NOV-20



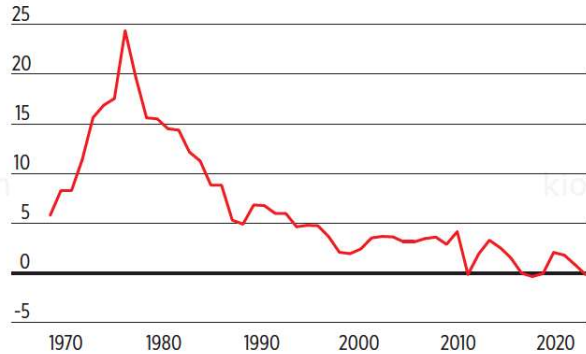
● La globalización y la digitalización favorecen una desinflación que dura décadas

Estados Unidos



EN PORCENTAJE. FUENTE: INE Y FUNCAS

España



EN PORCENTAJE. FUENTE: INE Y FUNCAS

de bienes, servicios y de mano de obra» impulsarán los precios al alza, según escribe el equipo liderado por Harnett en un informe.

Pero, además, otros signos que anticipan este giro copernicano son, según él, el hecho de que 2021 haya supuesto el cuarto peor comienzo de ejercicio del último siglo para los bonos del Tesoro americano a 30 años, y el mejor para el petróleo desde 1974.

El IPC evoluciona al alza

Y las cifras de IPC parecen estar dándoles la razón. Al menos de momento, pues a ambos lados del Atlántico se han detectado incrementos interanuales de precios en los últimos meses.

Específicamente, la inflación estadounidense se situó en el 1,7 por ciento en febrero; por encima del 1,4 por ciento de enero; mientras que en España subió un 1 por ciento en marzo en relación al mes anterior y situó su tasa interanual en el 1,3 por ciento, casi 1,5 puntos por encima de la de febrero (en el 0,0 por ciento), según los datos del Instituto Nacional de Estadística. En el caso de España, se trata de la tercera cifra positiva consecutiva y sitúa la inflación en niveles de hace dos años.

Si bien, no todos los actores del mercado hacen una misma lectura de estos datos.

Mientras algunos inversores los interpretan como el preludio de un fenómeno mucho más acentuado y duradero, impulsado por el incremento de la masa monetaria (los estímulos de los bancos centrales), la mayoría de

expertos en macroeconomía creen que estamos ante un alza puntual que se normalizará en los próximos meses.

María Jesús Fernández, economista senior de Funcas, es una de ellas: «Este año la inflación va a ser más alta y superará el 2 por ciento durante algunos meses pero esto se debe, sobre todo, a factores coyunturales como la subida del petróleo desde los mínimos del año pasado por el Covid-19. Lo mismo sucederá con otros productos, como vuelos y viajes, que regresarán a niveles más normalizados cuando se terminen las restricciones. Pero eso no significa que vaya a producirse un aumento de la inflación en el sentido de subidas que se mantengan en el tiempo».

Lo mismo analiza Ignacio Conde-Ruiz, subdirector de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada: «En verano hay un pequeño riesgo. Todo el mundo ha estado reprimido en sus casas sin poder viajar e ir a restaurantes y, si se levanta la mano, dará un aumento de la demanda muy grande. Ahora falta por saber qué pasará con la oferta. Si queda debilitada porque han cerrado empresas, te podrías encontrar con un incremento de los precios. Pero lo veo como algo temporal».

Paulatinamente, la demanda volverá a la normalidad y también lo hará la oferta. «Durante un tiempo, vamos a querer salir a comer a restaurantes con más frecuencia, pero luego volveremos a hacerlo en la misma proporción que antes de la pandemia. Por eso, no lo veo un riesgo de largo plazo aunque ►

● Los EEUU son más vulnerables que Europa a las presiones inflacionistas en el momento actual



▲ **SIN SUBIDAS DE TIPOS EN EL HORIZONTE.** Los bancos centrales, tanto la Fed estadounidense como el BCE europeo, creen que los repuntes de la inflación son temporales y, por ello, no afectarán a sus decididas medidas de apoyo a la economía.

◀ a lo mejor se tarda un poco en que se calme la demanda o en que surja nueva oferta», explica Conde-Ruiz.

Uno de los argumentos de mayor peso que utilizan estos expertos para defender su posición tiene que ver con las presiones deflacionarias que afectan a las economías desarrolladas desde hace décadas, ligadas a la globalización y a la digitalización de la economía, que hacen que la competencia sea extremadamente intensa (provocando una contención de los precios).

«Las políticas monetarias más ortodoxas adoptadas desde los años 80, unidas a la globalización, han hecho que las tasas de inflación se sitúen en niveles reducidos frente a los años 70, cuando en España había cifras de dos dígitos, hasta el máximo del 24,5 por ciento que se alcanzó en el 77», apunta Fernández.

Lo ocurrido en 2008, cuando también se apostó por incrementar la liquidez para amortiguar el golpe de la crisis, es otra prueba para ellos, pues la inflación no se desmadró.

Sin consenso

Una parte del mercado comparte esta visión. «Lo más probable es que veamos datos volátiles de inflación durante los próximos me-

ses, siendo las lecturas elevadas transitorias debido a los efectos de base que se producirán», dice por ejemplo Ignacio Fuertes, director de inversiones de Rentamarkets.

Los propios bancos centrales, cuyo mandato es –precisamente– vigilar la inflación, creen que estamos ante un repunte temporal.

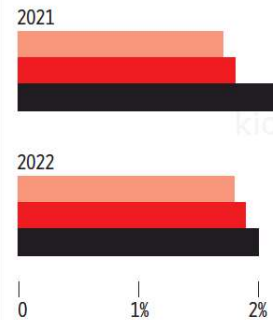
«Esperamos que la inflación suba en el transcurso de este año», dijo recientemente el presidente de la Fed, Jerome Powell, en la Cámara de Representantes de los Estados Unidos, citando la presión de la demanda reprimida durante el Covid-19, los cuellos de botella en la cadena de suministro y la comparación con los débiles precios del año pasado como los motivos de las subidas vistas hasta ahora. «Nuestra opinión es que el efecto sobre la inflación no será ni particularmente grande ni persistente», añadió a continuación.

En la misma línea se ha expresado la presidenta del Banco Central Europeo, Christine Lagarde, por mucho que la institución haya elevado sus perspectivas de inflación desde el 1 al 1,5 por ciento para este año –unas cifras que, con todo, se sitúan por debajo del objetivo de la institución, cerca pero por debajo del 2 por ciento–.

«No podemos permitir que el árbol nos impida ver el bosque. Un movimiento infla-

● La Fed sube sus perspectivas de IPC

■ PROYECCIÓN DE SEPTIEMBRE
■ PROYECCIÓN DE DICIEMBRE
■ PROYECCIÓN ACTUAL



FUENTE: BLOOMBERG

cionario de corto plazo relacionado con factores temporales de carácter transitorio no debería precipitar ningún movimiento, sino todo lo contrario. Por lo tanto, en absoluto estamos tratando de actuar para frenar la inflación. De hecho, lo que estamos tratando de evitar es que los tipos de la deuda vayan un paso por delante de la evolución de la economía», dijo recientemente la francesa en el Parlamento Europeo.

En todo caso, es importante precisar que no se vislumbra la misma situación en Europa que en los Estados Unidos.

Mientras en los Estados Unidos existen presiones más claras sobre los precios, debido al mencionado paquete de estímulos de Biden y al mayor dinamismo de la economía –la propia Fed cree que la inflación se situará temporalmente por encima del dos por ciento este año para volver a bajar

en 2022–; en Europa el fenómeno es menos evidente.

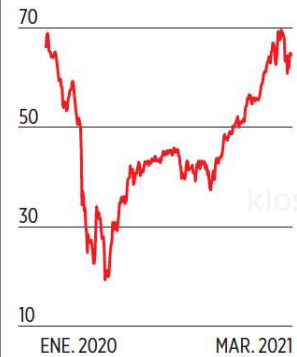
Bank of America lo ha reconocido en sus informes: «La eurozona parece decididamente estancada en una baja inflación a pesar del volátil y confuso ruido relacionado con este tema».

Para resumir, cabe decir que actualmente confluyen varias fuerzas susceptibles de empujar la inflación al alza a corto plazo, una situación para la que habrá que preparar las carteras. Si bien, existen dudas sobre si estamos ante un cambio de régimen de inflación, como ocurrió en los años 60 y 70.

Por lo tanto, habrá que vigilar la evolución de las fuerzas que confluyen en la formación de los precios para saber cuál de los dos bandos históricamente enfrentados lleva razón.

● María Gómez Silva

● El crudo presiona la inflación al alza



EN DÓLARES
FUENTE: BLOOMBERG

Estrategias para combatir la subida de los precios

● Las carteras con sectores ligados a tipos, eléctricas y deuda soberana de largo plazo son las peores posicionadas

La gran pregunta a la que deben dar respuesta los inversores es si su cartera está preparada por si finalmente llega la inflación. Las expectativas sugieren que el movimiento alcista de los precios podría ser algo más que coyuntural pero incluso en el caso de que la inflación no llegue a desbordarse, conviene tener en cuenta todos los problemas que acarrea.

Para la renta variable, la inflación no es una mala noticia en general, aunque hay sectores que saldrán perjudicados. En renta fija, el impacto es mucho más claro en la medida en que la inflación presiona a la baja sobre los precios de los bonos, pero de nuevo hay muchos matices porque la duración de las carteras será un elemento determinante. Hay distintas estrategias

para combatir la subida de los precios, desde la rotación hasta las coberturas con derivados, pero la premisa básica siempre pasa por detectar aquellos sectores y clases de activos en los que no hay que estar.

Dónde no hay que estar en bolsa

En bolsa, «los sectores más perjudicados son todos aquellos en los que la creación de valor depende mucho de los tipos de interés de manera inversa», dice David Ardura, director de inversiones de Finaccess Value. Es el caso de las eléctricas y las compañías de servicios o utilities. Estas empresas «suelen tener gran dependencia en su pasivo de deuda externa», por lo que una inclinación de la curva de tipos debida a las mayores expectativas de inflación «se traduce evidentemente en un incremen- ▶

«to de los costes de financiación», añade Diego Morales, gestor de inversiones del family office Aspain11. Por otro lado, mientras los costes están asociados al precio de la energía, que se moverá al alza, los ingresos casi siempre están regulados, por lo que estas compañías no podrían trasladar la mayor inflación a sus clientes. Por lo tanto, hay que esperar márgenes más reducidos.

Además de las eléctricas de la bolsa española como Iberdrola, Endesa, Naturgy, Enagás y Red Eléctrica, también habría que tener especial cuidado con empresas fuertemente endeudadas, como es el caso de Cellnex Telecom, pues soportarán mayores costes de financiación. Este tipo de corporaciones están presentes especialmente en los sectores con un mayor sesgo hacia el crecimiento.

Cuidado con el sector tecnológico

Por razones distintas, otro sector poco propicio para estar posicionados en un entorno de inflación al alza es el tecnológico. La valoración de estas compañías depende del descuento presente de los flujos de caja que puedan generar en el futuro y la tasa que se suele utilizar para estos cálculos está referenciada a los tipos de interés. Si éstos suben debido a las mayores expectativas de inflación, «supone una revisión a la baja de las valoraciones», argumenta Morales. De hecho, es lo que están descontando las últimas correcciones del Nasdaq.

Tampoco se enfrentarán a un entorno especialmente amable las compañías farmacéuticas. «Lo han hecho realmente bien con tipos a la baja pero ahora no sería el sector que más capitalizaría el incremento de los precios», opina Ardura. A su juicio, serían compañías que este año tendrían que estar «más infraponderadas».

Todas estas ideas son las que justifican el reciente movimiento de rotación desde las acciones de crecimiento hacia las de valor. Tiene sentido en un entorno inflacionista, pero como recuerda Luis García Langa, gestor de Sidiclear Sicav, «hay que tener cuidado con los rebalances agresivos» de las carteras. Igual que antes no era conveniente apostar todo a las acciones de crecimiento, tampoco es una buena idea fiarlo ahora a las empresas de valor. Como siempre, «la clave es mantener una cartera bien diversificada», remacha este experto.

● Ejemplo de cobertura de una cartera con CFD

Cartera hipotética en la que se desean cubrir las posiciones en Telefónica, Iberdrola y Cellnex. La estrategia consiste en vender CFD en la misma cantidad de las acciones que se tenga en cartera. Sobre esta cantidad se aplican unas garantías del 20 por ciento.

	NÚMERO DE ACCIONES	COTIZACIÓN	PRECIO CFD VENDIDOS	GARANTÍAS (20%)
TELEFÓNICA	1.000	4,02	4.020	804
IBERDROLA	200	10,94	2.188	437,6
CELLNEX	100	44,31	4.431	886,2
TOTAL GARANTÍAS				2.128

DATOS EN EUROS. FUENTE: IG

Los activos a evitar en renta fija

En este escenario, el error en renta fija «viene por estar en la deuda soberana a largo plazo, un activo que va a perder dinero a pesar de estar calificado como libre de riesgo», recalca Ardura. Es más, «la mayoría de los activos de renta fija se verían perjudicados, ya que normalmente su interés es fijo y actualmente ofrecen retornos mínimos con unos diferenciales de crédito muy estrechos», añade Carlos Farrás, socio director de DPM Finanzas.

Ahora bien, dentro de esta precaución general hay matices importantes, pues la peor parte se la llevarán las carteras que tengan bonos a largo plazo. La razón es que «cuánto más alta sea la duración de los bonos, más expuesto está el inversor al movimiento de los tipos», apunta José María Luna, socio fundador de Luna y Sevilla Asesores Patrimoniales.

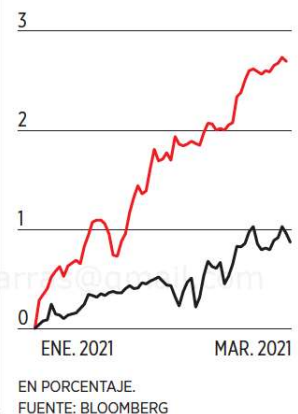
Otro de los factores que influye y perjudica a estos bonos «es un hipotético incremento en los tipos de referencia antes de lo esperado», añade Morales, lo que podría suceder si la inflación se dispara y los bancos centrales toman cartas en el asunto. La idea general es que hay que tratar de batir la inflación de manera que no se generen pérdidas en la cartera. O como resume Luna con un símil futbolístico, «la renta fija es la que tiene que defender y la renta variable la que meta los goles».

Ideas para aprovechar la inflación

Preparar las carteras para la inflación exige no solo evitar los sectores y activos más comprometidos, sino buscar los destinos que más se podrían beneficiar del entorno. En renta variable, la inflación viene acom-

● Renta Fija

— BUY & HOLD RENTA FIJA
— AXA GLOBAL INFLATION SHORT DURATION





◀ SECTOR FINANCIERO.

Será uno de los más favorecidos si repunta la economía y la inflación se mueve al alza. La banca ha reforzado sus balances, retomará el dividendo y se podría beneficiar de un incremento en las expectativas de los tipos de interés derivadas del repunte de los precios.

pañada por un incremento de la demanda, lo que viene bien al sector financiero y los sectores cíclicos. «Cuanto más se abre la actividad y más apetito hay para pedir créditos, más beneficio para el sector bancario», apunta Luna. Evidentemente, las expectativas de mayores precios deberían presionar al alza sobre los tipos de interés, lo que favorecerá todavía más al sector financiero. Además, en el parque español «son interesantes los valores industriales de pequeña y mediana capitalización», recuerda Luna.

Para capitalizar este escenario de precios al alza, Ardura propone ideas como Banco Santander, Unicaja, Liberbank, Bankinter y Caixabank. Igualmente, en el sector industrial, este experto sugiere Inditex. «A una empresa con su calidad, este escenario le vendría bien, si hay inflación es porque se abre la economía y crece el consumo por efecto de la demanda embalsada», apunta. Además, la multinacional gallega «tiene capacidad para fijar precios, lo que es fundamental en un entorno de inflación».

Petroleras y sector del lujo

También hay que tener muy en cuenta a las compañías relacionadas directamente con la extracción de petróleo, como es el caso de Repsol, así como el resto de las compañías en las que su modelo de negocio dependa de las materias primas. A esta

lista Carlos Farrás añade el sector inmobiliario y las socimis, porque al final son activos reales que pueden capitalizar el incremento de los precios. Y tampoco hay que perder de vista al sector del lujo, recuerda Luna. «Es una temática que no está masificada, con empresas poco endeudadas que tienen gran capacidad de fijación de precios».

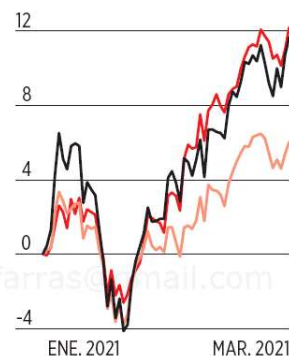
En renta fija, una apuesta muy clara son los bonos del sector financiero, que «no lo va a hacer mal porque se ha ido fortaleciendo durante los últimos diez años», apunta Rafael Valera, gestor de la firma Buy & Hold. De hecho, el foco ha estado en la solvencia, más que en la retribución al accionista, lo que favorece los balances de los bancos. La posición más importante en el fondo de renta fija de esta gestora es deuda subordinada de Cajamar, además de bonos convertibles contingentes (cocos) de Abanca e Ibercaja.

Los fondos que brillarán

Para organizar la estrategia con fondos de inversión, Luna propone distintas alternativas en renta variable española, todas con exposición a los bancos. Por ejemplo, el fondo Iberian Equity de Magallanes, que llevan una rentabilidad en el año del 12 por ciento, o el fondo Gesconsult Renta Variable, con un retorno del 6 por ciento en el mismo plazo. Y para inversores que quieran apostar por la remuneración al ▶

● Renta variable

● MAGALLANES IBERIAN
● SABADELL ESP. DIVIDENDO
● GESCONSULT RV



EN PORCENTAJE.
FUENTE: BLOOMBERG

◀ accionista, una opción es el fondo Sabadell España Dividendo, que «es muy interesante frente a la bajísima rentabilidad que tiene la deuda, si la actividad repunta y las empresas incrementan los dividendos», añade Luna.

En el sector inmobiliario, la opción que elige Farrás es el fondo Principal GI Global Property, que acumula una rentabilidad en el año del 8,3 por ciento. A escala más global, y con objeto de aprovechar los fundamentales de las compañías en este entorno, Mar Barrero, directora de análisis de Arqua Profim, escoge el fondo Robeco Global Premium, que se revaloriza un 16 por ciento en el año. Para el sector del lujo, la elección de Luna es el GAM Luxury Brands, que ofrece una rentabilidad en lo que llevamos de año del 3,3 por ciento.

Cupón flotante en renta fija

En renta fija, la apuesta de Luna es el fondo Buy & Hold Renta Fija, que gana en el año el 2,7 por ciento. Se trata de una rentabilidad importante teniendo el «actual entorno de bajos tipos de interés», sostiene este experto. Unos productos algo más sofisticados pero que pueden funcionar bien en este escenario son los fondos de bonos con cupón flotante. El cupón se revisa periódicamente con el euríbor a tres meses más un diferencial, por lo que se beneficia de los incrementos de las expectativas de inflación.

Son una «opción válida siempre y cuando se busque en la parte de corto plazo», añade Luna. En este sentido, su apuesta es el Gesconsult Renta Fija a corto plazo, que gana el 0,1 por ciento a un año y «es interesante en comparación con los depósitos».

También se salen de lo normal los fondos de renta fija convertible pero son una opción interesante «debido su correlación con la renta variable y el buen comportamiento de ésta última», incide Morales. En este sentido, su recomendación para inversores que estén dispuestos a aceptar algo más de volatilidad es el fondo Lazard Convertible Global, cuya rentabilidad en el año es del 1,4 por ciento. Tampoco hay que perder de vista los fondos de bonos ligados a la inflación, pero de nuevo con duraciones de corto plazo. Por ejemplo, está el fondo de Axa Global Inflation Short Duration Bond, añade Luna, que «lleva una rentabilidad del 1 por ciento en el año

mientras que los superventas en España pierden entre el 2 y el 3 por ciento».

Por otro lado, si subieran los tipos debido a un mundo más inflacionista, «habría que buscar productos que tengan duración negativa», sugiere Luna. Con este tipo de bonos se gana más cuando los tipos se mueven al alza. Un ejemplo concreto es el Mutua fondo duración negativa, que gana en el año el 1,4 por ciento.

Cobertura de carteras

Finalmente, merece la pena tener en cuenta alguna estrategia de cobertura para los inversores que deseen conservar determinados valores. Una de las formas más sencillas de hacerlo es vendiendo CFD. Por

● Los bonos flotantes ligan su cupón al euríbor y son atractivos en un contexto en el que se espera más inflación

kioskoymas



ejemplo, una cartera con 1.000 acciones de Telefónica, 200 de Iberdrola y 100 de Cellnex necesitaría unas garantías en el broker de 2.128 euros, según el cuadro de la página 20. Si las acciones comenzasen a bajar, las posiciones en estos contratos compensarían la caída. A esta cifra hay que sumar una comisión del 0,06 por ciento, con un mínimo de cinco euros, para abrir la posición y otros cinco para cerrarla. Aunque estos derivados no tienen plazo de caducidad, se suelen emplear en los momentos de más inestabilidad. «Es la forma más exacta de cubrir una cartera», apunta Sergio Ávila, analista de IG.

● José Jiménez

El sector petrolero y de compañías energéticas será uno de los más beneficiados en un entorno de inflación al alza.

farras@gmail.com