



Bancos centrales: cambios de rumbo tardíos y contagiosos



Autor(es)
Frédéric Leroux

Publicado
15 De Febrero De 2022

Longitud
8 minuto(s) de lect

El año 2022 comienza marcado por la inflación después de muchos años en los que su ausencia persistente provocaba, por una parte, temor a que se instalara una deflación devastadora y, por otra, permitía mucha libertad a los bancos centrales.

Desde hace más de una década, la constante atonía de la actividad económica, unida a la falta de dinamismo en los precios permitía, siempre que los bancos centrales lo consideraban necesario, mantener la actividad bajando los tipos de interés de corto plazo o comprando renta fija, lo que provocaba descensos en los tipos con vencimientos más largos (Quantitative Easing). Los bancos centrales y los mercados —por las expectativas que expresaban o los excesos que cometían— «elegían» la política monetaria que se iba a imponer sin más límite que sus propias necesidades.

Fue la época en que las malas noticias económicas —más numerosas que las buenas— se convertían en buenas nuevas para los mercados porque conducían a los bancos centrales a inyectar liquidez, que es el carburante de mayor octanaje para los mercados. Pero eso es cosa del pasado. Y, [como ya habíamos previsto hace unos meses](#), actualmente es la inflación la que, tras un largo eclipse, «determina» la política monetaria.

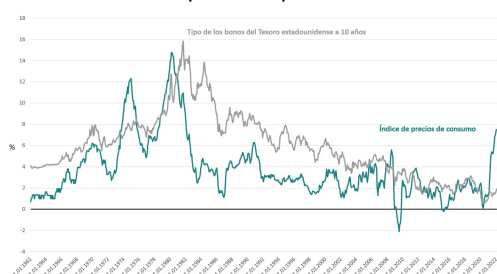
Los banqueros centrales no tienen más remedio que plegarse a las exigencias de la inflación. Los bancos centrales tienen, de hecho, un mandato preciso del que no se pueden desviar durante mucho tiempo y en el que la estabilidad de los precios ocupa un lugar central, por lo que transigir con la inflación es contravenir la ley.

Este retorno de la inflación, factor determinante de las políticas monetarias, tiene dos consecuencias principales. La primera es que la incertidumbre respecto al nivel futuro de los tipos de interés aumenta sensiblemente en función de los envites de la política monetaria, obligada a desenredar en tiempo real el enmarañado hilo de la inflación. La volatilidad de los mercados de renta fija, por tanto, se intensificará y, con ella, la de los mercados de renta variable.

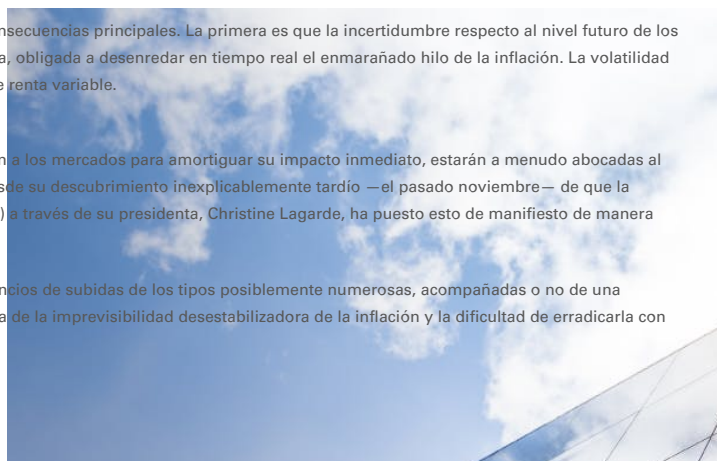
Las decisiones tentativas en materia de política monetaria, «telegrafiadas» con antelación a los mercados para amortiguar su impacto inmediato, estarán a menudo abocadas al fracaso. La evolución de la comunicación de la Reserva Federal (Fed) estadounidense desde su descubrimiento inexplicablemente tardío —el pasado noviembre— de que la inflación es persistente o, incluso más recientemente, la del Banco Central Europeo (BCE) a través de su presidenta, Christine Lagarde, ha puesto esto de manifiesto de manera caricaturesca.

Pasar como ambos lo han hecho de una postura de negación de la inflación futura a anuncios de subidas de los tipos posiblemente numerosas, acompañadas o no de una reducción rápida del balance de deuda (Quantitative Tightening), es una señal adelantada de la imprevisibilidad desestabilizadora de la inflación y la dificultad de erradicarla con un proceso continuo y reglado. ¡La volatilidad ha vuelto!

Evolución de los tipos a 10 años y de la inflación en EE. UU.



Fuente: Bloomberg



¡La inflación vuelve a ser la que determina la política monetaria!

La segunda consecuencia del retorno de la inflación es que para respetar su mandato los bancos centrales pueden verse obligados a retirar liquidez mientras se perfila o incluso tiene lugar una ralentización económica. Y con gran probabilidad esta podría ser la tendencia en Estados Unidos hoy y quizás mañana en Europa.

La coyuntura estadounidense plantea, de hecho, un gran dilema para la Fed: una ralentización del ritmo de crecimiento económico desde el más del 5 % actual hacia un nivel más modesto del 2 % en el último trimestre de 2022 mientras la inflación se mantendría hasta marzo por encima del 7 % para después desacelerarse hacia un nivel, aún muy robusto, del 3 % a fin de año. Esta coyuntura económica justifica un ajuste monetario para garantizar una inflación suficientemente cercana al objetivo del 2 %.

Este reajuste, en un contexto a largo plazo en el que el consenso de los mercados no cree ni en una inflación muy alejada durante mucho tiempo de su objetivo ni en un crecimiento vigoroso y persistente, se vivirá con angustia (tras 40 años de desinflación y más de 20 de crecimiento apático). Algunos denunciarán el error de la política monetaria y otros el riesgo de que vuelvan las presiones deflacionarias.

El escepticismo respecto a la inflación puede tener un efecto importante que el banco central estadounidense podría querer corregir: la multiplicación de las subidas de los tipos de referencia vendrá previsiblemente acompañada de una menor subida de los tipos a largo plazo (aplanamiento de la curva de tipos), porque los mercados siguen pensando que la reacción de la Fed bastará para neutralizar las previsiones de inflación y de crecimiento y por ello mantienen los tipos a largo plazo en niveles relativamente bajos.

Esta situación podría no ser conveniente para la Reserva Federal, que consideraría entonces que la menor remontada de los tipos a largo plazo podría anular su política de ajuste. De hecho, es muy necesario que la Fed enfríe el mercado inmobiliario, que presenta numerosas señales de sobrecalentamiento. Este mercado es sensible a los tipos a largo plazo y la Fed querrá verlos subir lo suficiente como para ralentizarlo.

En efecto, el mercado de la vivienda se ha vuelto cada vez más especulativo en Estados Unidos dada la creciente participación de inversores en busca de rentabilidad, con grave riesgo de que quienes acceden a la propiedad se vean obligados a apresurarse ante el encarecimiento del metro cuadrado. Esta situación nos lleva a creer que el arma de la reducción del balance del banco central estadounidense se utilizará a partir de este año porque tiene un efecto directo en los tipos a largo plazo.

La situación estadounidense será decisiva para la política monetaria europea

¿Es posible que Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, haya considerado también, en su brutal cambio de rumbo, que este ciclo económico no se parece a ningún otro? El endurecimiento monetario llega, de hecho, en un momento en que los agentes económicos están en una situación financiera favorable gracias al masivo sostén presupuestario y monetario puesto en marcha para hacer frente a los efectos de la pandemia de COVID-19 y que ha hecho que los consumidores sean menos vulnerables a un reajuste monetario.

No obstante, no podríamos borrar de un plumazo el escepticismo del consenso de mercado respecto a la sostenibilidad de la inflación estadounidense. Los temores deflacionistas que han animado a los mercados a lo largo de la última década siguen muy presentes pese al episodio inflacionista que atraviesa la economía mundial a día de hoy. La perspectiva de que la inflación vuelva hacia el 2,5 % en dos años es creíble pese a que no parece incorporar algunas inflexiones estimadas más provisionalmente inflacionistas como el precio de la energía, la reducción de las tasas de ahorro por motivos demográficos o las relocalizaciones industriales programadas.

A más corto plazo, si la ralentización prevista de la economía tiene mayor efecto del esperado sobre la inflación, el alcance del endurecimiento monetario estimado podría revisarse progresivamente a la baja porque nos parece que la Fed querrá mantener, en la medida de lo posible, una cierta demora como la demostrada en esta materia. No descartamos, por tanto, que pueda surgir algo bastante inesperado en el frente monetario, aunque no lo contemplamos en nuestra hipótesis principal.

En cuanto a Christine Lagarde, responsable del destino monetario de Europa, su reciente y radical cambio de tono abre la vía a un posible reajuste monetario este año. Así pues, se podrá buscar el contenido de la «Revelación» presente en su reciente conversión, puesto que en esencia la inflación europea actual tiene una causa exterior sobre la que el BCE no puede actuar: los precios de la energía.

¿Anticipa un revanchismo en las negociaciones salariales en el Viejo Continente que conduzcan a Europa hacia la dinámica inflacionista que experimenta Estados Unidos desde hace casi un año? Este temor parece fundado. Desconfiemos del agua que ha estado mansa durante mucho tiempo y prestemos atención a la situación estadounidense, que será decisiva para la política monetaria europea.

El año que comienza promete, sin lugar a dudas, una volatilidad emocionante y llena de oportunidades. Uno de esos años plagados de desafíos y retrocesos, más en consonancia con nuestra vocación de gestor activo que los años monolíticos en los que la rentabilidad es el resultado frustrante de una decisión banal y única: mantener la inversión de manera pasiva.

[Descubra nuestros últimos análisis de mercado](#)

Estrategia de inversión

Renta fija

El fuerte movimiento alcista de los tipos iniciado a mediados de diciembre¹ ha continuado en este comienzo de año.

Esta subida se enmarca en la continuidad de la dinámica de los mercados que comenzó hace seis meses en un contexto de perspectivas de normalización generalizada y particularmente rápida de las políticas monetarias. Los inversores siguen anticipando nuevos repuntes de los tipos de interés a corto plazo a raíz de unas estadísticas de la inflación que no dejan de sorprender, y en un contexto en que las previsiones sobre cuándo tocará techo la inflación se alargan una y otra vez, ya sea en lo referente a su intensidad² o al momento en que se intervendrá.

Dos observaciones importantes respecto a esta situación. Primero, pese a que han estado acompañados de un aplanamiento de la curva³, los tipos de plazo más largo no han dejado de subir. Así, el tipo alemán a 10 años ha vuelto a territorio positivo y los tipos estadounidenses a 10 y 30 años han traspasado umbrales técnicos importantes⁴. Además, el avance de los tipos de interés ha sido mundial y ha estado impulsado por los tipos reales y no por las expectativas de inflación, muy particularmente en Estados Unidos. Esto sugiere que el endurecimiento previsto de las condiciones financieras alimentará la remontada de las primas de riesgo en los mercados de crédito y los emergentes, que sufren, además, por el incremento de las tensiones entre Rusia y Ucrania.

En este contexto, hemos seguido reduciendo nuestras exposiciones a los mercados de crédito —a través del establecimiento de coberturas y recogiendo beneficios en algunas obligaciones—, y hemos abierto nuevas posiciones en los mercados emergentes, que han sufrido indiscriminadamente pese a lo heterogéneo de sus fundamentales. En los mercados de tipos, hemos mantenido o incluso ampliado en ciertos casos, nuestras posiciones cortas en los tipos core.

Renta variable

Hasta ahora, la volatilidad observada en los mercados de tipos desde hace varios meses⁵ era relativamente contenida en la renta variable. Pero eso ya no es así. La perspectiva de una reducción de los estímulos monetarios —gran factor de apoyo para las acciones— ha terminado por afectar a las bolsas mundiales. Sin embargo, el contraste entre el sector de la energía (que ha subido cerca del 20 % en el mes de enero) y los de consumo discrecional e inmobiliario (que caen un 10 %) dice mucho sobre lo que ha animado a la dinámica de los mercados.

La diferencia de rentabilidad entre los estilos Valor y Crecimiento, ya presente en 2021, ha aumentado y la diferencia entre ambos alcanza nuevas cotas (más del 7 % de crecimiento superior a favor de los índices Valor en enero, ¡la primera vez que vemos algo así en 20 años!). Esta situación se explica por los factores «macro» predominantes en este momento, ya que todos los ojos están puestos en lo que se publica sobre la inflación, la evolución de los tipos de interés y los discursos de los banqueros centrales y no en los fundamentales microeconómicos de las empresas, cuyas valoraciones se han relajado.

En este entorno turbulento, el núcleo de nuestra estrategia de renta variable descansa a la vez sobre empresas de crecimiento con buena visibilidad y sobre valores defensivos. A medida que el crecimiento económico se normaliza y la inflación muestra signos de persistencia, es importante centrarse en los títulos de crecimiento de calidad con capacidad de fijación de precios.

En nuestra opinión, los mercados han reaccionado de forma exagerada al fuerte movimiento de los tipos de interés. También estamos convencidos de que los fundamentales de las empresas se volverán pronto decisivos, de lo que deberían beneficiarse los títulos de calidad. La publicación este mes de los resultados trimestrales y las perspectivas de las empresas podría permitir que diera comienzo esta nueva dinámica.

En un plano más táctico, por una parte hemos cubierto una porción de nuestras inversiones en renta variable y, por otra, introducido posiciones con correlación positiva con la subida de los tipos de interés y con un entorno de inflación persistente. Un entorno inflacionista podría favorecer al sector de las materias primas, mientras que los bancos podrían beneficiarse de tipos más elevados.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 04/02/2022

¹Tras una semana en la que la Reserva Federal de EE.UU., el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo adoptaron un tono más agresivo con respecto a la inflación.

²Se esperaba que la inflación alcanzara su punto máximo el pasado mes de noviembre, pero ahora se prevé que alcance un máximo del 5,5% interanual en la zona del euro en febrero o marzo.

³La curva de tipos a corto plazo, que es más sensible a las decisiones de política monetaria, han subido más que la curva de tipos a largo plazo.

⁴Ahora están por encima de su media móvil de 3 años.

⁵El índice MOVE se ha disparado hasta casi 90 y ha superado sus máximos de marzo de 2020.

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.