

CARMIGNAC'S NOTE

ACOSTUMBRÉMONOS A LA INFLACIÓN

16/09/2022 | FRÉDÉRIC LEROUX

La hipótesis de que la inflación sea persistente es seria y nos lleva a estructurar nuestras carteras diversificadas en función del ciclo económico

La constante sorpresa de los mercados ante la persistencia de la inflación y la consideración demasiado parcial de los factores que subyacen a la subida de los precios a largo plazo son los peldaños de una tendencia persistente. En este contexto, la gestión activa de la renta fija sigue siendo, sin duda, un componente importante de una gestión diversificada.

La reaparición de la inflación tras más de 40 años ausente crea confusión a los mercados. Pocos son los actores financieros que se inclinaban sobre la cesta de la compra en 1980 que están hoy escudriñando las pantallas. ¿Se acordarán esos actores hoy de cómo fueron los años en los que la inflación estadounidense y europea llegó al 15%?

En cuanto a los que aún creen que el pasado les puede ayudar a entender el presente y lo que está por venir, esto no sucederá si no consiguen interpretarlo bien. La interpretación correcta pasa por entender que el periodo de 1965 a 1980 contiene muchas lecciones porque la inflación se generó debido a una crisis petrolera que se produjo después de un largo período de precios muy tranquilos; la misma secuencia que vemos ahora.

Sin embargo, no está claro que los agentes financieros quieran ver en la erupción de los precios posterior al covid el inicio de un auténtico ciclo inflacionista. Sus expectativas de inflación en Estados Unidos son, de hecho, de una vuelta al 2,75% a mediados de 2023 y de una estabilización en torno al 3% en los años siguientes, a la manera de un repunte puntual como el que hemos visto en dos o tres ocasiones en las últimas cuatro décadas.

No obstante, hay que tener en cuenta que hay factores inflacionistas estructurales: la demografía (menos ahorradores en el mundo, menos jóvenes chinos que deben integrarse en

el mercado laboral a toda costa), el comercio (disminución del porcentaje del comercio mundial en el Producto Interior Bruto y de su desinflación competitiva, posible fin de las rebajas de precios en el comercio en línea), la sociología (preferencia por la ética sobre la eficacia inmediata), o la transición energética. Estas inversiones de las tendencias más marcadas tenderán a hacer que la inflación sea resistente. Entonces, ¿unas cuantas subidas de tipos por parte de los bancos centrales harán realmente desaparecer la inflación?

La recesión, necesaria para solventar el encarecimiento de los precios, no llegará inmediatamente

“

Este retorno de la inflación alimenta el ciclo económico a través de las acciones que impone a los bancos centrales

”

Es difícil imaginar hoy en día decisiones similares a las de 1980 en Estados Unidos, cuando Paul Volcker, el entonces presidente de la Reserva Federal (Fed), llevó los tipos de referencia del banco central estadounidense al 20% mientras la inflación caía hacia el 10%. El mismo año, el presidente Ronald Reagan acababa con la interconexión entre precios y salarios expulsando a 11.400 controladores aéreos de la Administración Pública por una huelga ilegal convocada para pedir mayores salarios. También fue necesario que el enorme esfuerzo inversor del sector petrolero estadounidense

empezara a dar sus frutos tras la crisis del petróleo de 1973 para desarrollar la producción local.

En la misma línea, muchos participantes del mercado creen que el fin de las hostilidades en Ucrania acabaría rápidamente con el encarecimiento de la energía. Pero a menos que Vladimir Putin desaparezca, no hay ninguna garantía de que las antiguas fuentes de suministro se vayan a reabrir rápidamente. En cuanto a las soluciones alternativas, aún no están preparadas y la reducción de las inversiones en energías fósiles durante los últimos casi diez años provoca necesariamente un efecto inflacionista en sus costes. El que haya crisis energética a pesar del estancamiento de China es una prueba de su gravedad.

Por último, el final de la crisis del covid fue el catalizador de la inflación, ya que la demanda se vio impulsada por el apoyo



El que haya crisis energética a pesar del estancamiento de China es una prueba de su gravedad



presupuestario masivo en Estados Unidos y la oferta se vio interrumpida por el cierre de las cadenas de producción. Durante esta crisis, el consumidor estadounidense pudo acumular un exceso de ahorro equivalente al 12% del PIB de Estados Unidos, lo que le sitúa en una posición privilegiada en las negociaciones salariales con los empresarios (+7% de subida anual media). Cuando la inflación comience a bajar, el crecimiento salarial se reducirá más lentamente, produciendo subidas salariales reales que apoyarán el crecimiento y reducirán la desinflación.

La recesión, necesaria para absorber el encarecimiento de los precios, no llegará inmediatamente. Y el actual presidente de la Fed, Jerome Powell, probablemente no ha terminado de sorprender a los mercados con la agresividad de su política monetaria.

La constante sorpresa de los mercados ante la persistencia de la inflación, que durante largo tiempo se creyó «temporal», y la consideración demasiado parcial de los factores que subyacen a la subida de los precios a largo plazo son los peldaños de una tendencia duradera. Además, con la tolerancia al dolor que existe hoy en día, cabe esperar que tan pronto como vuelvan los primeros signos de inflación subyacente, los banqueros centrales se apresurarán a recortar los tipos. Demasiado pronto.

¿Cuáles son las consecuencias para nuestras inversiones?

Este retorno de la inflación alimenta el ciclo económico a

través de las acciones que impone a los bancos centrales. Es probable que este entorno, desconocido para muchos operadores del mercado, favorezca la gestión activa. La hipótesis de que la inflación sea persistente es seria y nos lleva a estructurar nuestras carteras diversificadas en función del ciclo económico.

La exposición a los mercados de renta variable se construye sobre la base de una fuerte exposición a los valores defensivos, por un lado, capaces de amortiguar los episodios de recesión, y, por otro, a los valores que pueden beneficiarse de las presiones inflacionistas, que son nefastas para la mayoría de los valores. La exposición global de la cartera de acciones se hace variable mediante el recurso a contratos a plazo sobre índices bursátiles.

En contra de la creencia popular, un entorno inflacionista no implica una gestión inactiva de la renta fija. Los cambios en la inflación son momentos muy importantes que preparan el terreno para movimientos bruscos en los mercados de renta fija. La gestión activa de la renta fija, basada en el carácter cíclico de la economía, permite aplicar estrategias que pueden contribuir a la rentabilidad de los fondos en cada uno de los segmentos del mercado.

En una fase del mercado en la que se espera un desplazamiento a la baja de la inflación, se aplican estrategias de empujamiento de la curva de rendimientos (aumento del diferencial entre los tipos a largo y a corto plazo). Se utilizan paralelamente a estrategias más direccionales destinadas a aprovechar los efectos directos de la caída prevista de los tipos de interés de los bonos, mediante la compra de estos. A la inversa, la expectativa de un desplazamiento al alza de la inflación conducirá a estrategias de aplanamiento o inversión de la curva de rendimientos, por las que los tipos largos convergen hacia los cortos, o incluso los cruzan a la baja.

Los bonos corporativos también experimentan una alta volatilidad en torno a los puntos de inflexión de la inflación. Su principal sensibilidad, sin embargo, está relacionada con la actividad económica que permite, o no, el pago de las deudas. La reciente subida de los tipos de interés y la expectativa de una fuerte desaceleración económica están llevando los rendimientos de estos títulos a niveles muy atractivos gracias a la ampliación de los diferenciales de crédito (aumento del riesgo percibido).

La gestión activa de la renta fija sigue siendo, sin duda, un componente importante de una gestión diversificada en un contexto inflacionario. Anticipar un período sostenido de inflación no es en absoluto sinónimo de un mercado de bonos que sólo sirve para provocar pérdidas en las carteras. Esto implica una gestión activa del componente de renta fija, que puede convertirse en un importante contribuyente al rendimiento positivo de la cartera.

COMUNICACIÓN PUBLICITARIA

Fuente: Carmignac. La presente es una comunicación publicitaria. 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 consejo de inversión. La información aquí contenida puede ser parcial y es susceptible de modificación sin previo aviso. Las rentabilidades pasadas no garantizan necesariamente los resultados futuros. 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. No tiene por objeto fomentar 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.