



Retirada de estímulos en noviembre, ¡Navidad en diciembre!



Autor(es)
Frédéric Leroux

Publicado
25 De Noviembre De 2021

Longitud
10 minuto(s) d

La subida de precios observada a ambos lados del Atlántico desde la reapertura de la economía mundial puede hacer prever una inflación persistente que podría ir acompañada de una subida generalizada de los tipos de interés. Esta amenaza, que solo se ha manifestado en contadas ocasiones durante las últimas cuatro décadas, podría suponer una nueva vuelta de tuerca en Estados Unidos, teniendo en cuenta la participación actual de los salarios en la dinámica inflacionista en curso.

Esta hipótesis aún presenta una probabilidad muy escasa de materializarse, pero sus efectos en el rendimiento de los activos financieros serán tan considerables que nos parece importante presentar sus catalizadores. El fin de una desinflación persistente nos obligó a desprendernos de los actos reflejos en la actividad inversora adquiridos a lo largo de las últimas décadas y a demostrar capacidad de adaptación a un nuevo entorno.

Todavía no estamos ahí, esto sigue siendo una hipótesis alternativa. Además, para evitar su materialización, diversos bancos centrales han comenzado a revertir su política monetaria con el objetivo de aplacar las previsiones inflacionistas. Así pues, varias entidades monetarias de países exportadores de materias primas y de otros países emergentes han puesto ya en marcha subidas de tipos de interés en estas últimas semanas. La Reserva Federal estadounidense (la Fed) comienza a reducir sus compras de activos este mes con la perspectiva de una subida de sus tipos de referencia durante el próximo año. La voluntad claramente expresada por su presidente, Jerome Powell, es la de no pillar por sorpresa a los mercados e indicarles de antemano los planes de acción de la institución, así como qué proporción han de ir y qué ritmo. Escuchando al presidente de la Reserva Federal, se da prácticamente por sentado que la realidad económica no traerá consigo sorpresas repentinas capaces de alterar por completo sus planes o de sorprender a los mercados: «retirada de estímulos¹ en noviembre, Navidad en diciembre, ¡circulen, no hay nada que temer aquí!».

Nos gustaría estar tan convencidos de ello como el Sr. Powell. De hecho, el carácter «transitorio» de la inflación estadounidense, actualmente por encima del 6 %, empieza a ponerse en entredicho, ya que persisten los cuellos de botella en varios sectores industriales y existe la posibilidad de que la pandemia haya modificado el comportamiento de la población en lo que al trabajo respecta. El exceso de ahorro acumulado en los últimos 18 meses (16,12 % del PIB estadounidense), el notable aumento del valor de los activos financieros e inmobiliarios y la necesidad de una «mejor calidad de vida» parecen tener la capacidad de llevar a un buen número de hogares a plantearse la jubilación anticipada, el hecho de que uno de sus miembros deje de trabajar o un trabajo menos exigente en cuanto a horarios. El estancamiento de la tasa de participación laboral en EE. UU. en niveles bajos, a pesar de unas ofertas de empleo que rondan máximos históricos con interesantes condiciones salariales, es un barómetro objetivo de esta disminución de la mano de obra disponible y del potencial de la futura inflación salarial.

A estas consideraciones sobre los cuellos de botella en varias cadenas de producción y la posición precaria de los trabajadores en la nueva normalidad, hay que añadir otros dos posibles factores inflacionistas. El primero es un cambio en las políticas monetarias, con un mayor énfasis en el plano presupuestario. El uso del apalancamiento presupuestario permite distribuir el poder adquisitivo directamente a los hogares en particular, y los que tienen una elevada propensión a gastar el excedente de ingresos. Esto confiere a dicha herramienta una dimensión inflacionista que la política monetaria convencional no puede conseguir producir. El segundo factor inflacionista adicional es la transición energética a marchas forzadas, que puede provocar un aumento de los precios del gas y del petróleo a largo plazo como consecuencia de la reducción de las inversiones en el sector de los combustibles fósiles, que tardarán muchos años en ser sustituidos por otras fuentes.

No es imposible que la inflación entre en un bucle de precios/salarios que la torne más vigorosa y persistente de lo previsto

Por tanto, no es imposible que la inflación entre en un bucle de precios/salarios que la torne más vigorosa y persistente de lo previsto, imponiendo su inesperado ritmo a las autoridades monetarias y a los actores de los mercados financieros.

La reacción inicial de los mercados a las primeras subidas de los tipos de referencia y a la perspectiva de un ajuste de la política monetaria en Estados Unidos fue homogénea entre los distintos países afectados: los tipos a corto plazo subieron con más fuerza (en ocasiones, de forma significativa) que a largo plazo, lo que indica la percepción de un ciclo monetario bien controlado por los bancos centrales, con un aterrizaje suave para el crecimiento y la inflación. Los mercados descuentan, por tanto, una hipótesis ideal de ajuste monetario con previsiones de una subida de los tipos cortos bastante rápida y de gran envergadura, también bien calibrada, que preserve en gran medida el crecimiento y ancle las previsiones de inflación en niveles un poco más bajos. El anuncio de la Fed también fue bien recibido por los mercados de renta variable y de bonos corporativos. Estas manifestaciones de confianza son tanto más significativas cuanto que los mercados bursátiles se encuentran en máximos históricos, con valoraciones a menudo exageradas, y que la deuda corporativa exhibe unos diferenciales de crédito especialmente ajustados, reflejo también de una valoración muy generosa. Estas valoraciones reducen el margen de error de los bancos centrales: un aumento demasiado rápido o excesivo de los tipos de referencia podría desencadenar una importante corrección del precio de los activos financieros con los daños colaterales que podemos imaginar en vista del elevado nivel de endeudamiento.

En este contexto tan tensionado, la calma de los mercados es un indicio especialmente claro de que consideran que la economía no ha abandonado la senda iniciada hace varias décadas, en la que una inflación estructuralmente baja e incapaz de protagonizar repuntes de gran calado permite unos tipos de interés persistentemente reducidos que favorecen un endeudamiento capaz de generar un ritmo de crecimiento económico considerado suficiente por los inversores. En este contexto persistente, el riesgo que más se asocia al necesario ajuste en curso de las políticas monetarias es el de una marcada ralentización económica. Cuarenta años de desinflación han terminado por anclar las previsiones de crecimiento económico en niveles más bajos, a no ser que sea al revés... En cualquier caso, unos hábitos tan arraigados no se dejan atrás de la noche a la mañana.

Por el contrario, parece que los mercados no tienen muy presente el riesgo de que los bancos centrales actúen con demasiada lentitud o suavidad y pierdan el control de los tipos de interés a largo plazo. La subida de los tipos en la parte corta de la curva suele considerarse una expresión de la vigilancia activa de los mercados contra la inflación, al igual que el notable aumento de la inflación previsto por los productos indexados, en máximos de los últimos veinte años o más según los vencimientos. Pero unos tipos nominales del 1,2 % a cinco años para una inflación prevista del 3,1 % de media para el mismo periodo pueden dejar un cierto mal sabor de boca en cuanto a la «vigilancia activa contra la inflación»: el mantenimiento sostenido de una inflación elevada tendrá más efectos negativos en los mercados de renta fija que su regreso a lo que ha venido siendo la norma en las últimas décadas. Se trata de un parámetro claro de la situación actual en los mercados.

Un mensaje bastante claro en materia de inversión en renta variable, aunque más complicado para los bonos

La configuración actual transmite un mensaje bastante claro respecto a la inversión en renta variable. En el caso de que la inflación se reduzca paulatinamente tras la eliminación de los cuellos de botella sin que el crecimiento se haya visto interrumpido por el ajuste de las políticas monetarias, los mercados bursátiles deberían mantener su orientación positiva, impulsados aún por los títulos de crecimiento con visibilidad elevada que, a diferencia de los que, tras una nominación perdida, ya no necesitan un crecimiento fuerte para prosperar. Si los bancos centrales no consiguen orquestar un aterrizaje suave y bien controlado y, en su lugar, desencadenan una ralentización más profunda de lo previsto, estos mismos títulos de crecimiento con buena visibilidad seguirían comportándose relativamente bien, aunque habría que reducir la inversión para que las firmas más dinámicas sacaran provecho de la situación, atendiendo a su menor sensibilidad económica.

Más interesante, por ser menos intuitivo, es el caso de nuestra hipótesis alternativa de inflación persistente. El período más rompedor que ocurrió fue el denominado Nifty Fifty, que se extendió desde mediados de los años sesenta hasta principios de los setenta, cuando la primera crisis del petróleo (1973) puso fin al mercado alcista de la renta variable. Antes de eso, desde los años cincuenta hasta mediados de los sesenta, la economía experimentó un excelente crecimiento no inflacionista, que fue positivo para los mercados de renta fija y de renta variable en su conjunto. Alrededor de 1965, la inflación comenzó a aumentar, llevando así a los rendimientos de los bonos a 10 años a alrededor del 8 %, sin impedir que los buenos títulos de crecimiento de la época se apreciaran considerablemente en relación con el resto del mercado bursátil. Los valores que se beneficiaron de este entorno fueron los Nifty Fifty, las cincuenta empresas «geniales» que podían hacer frente a la inflación. Estas pertenecían a sectores nuevos como la sempiterna tecnología (Digital Equipment), el ocio (Disney), la salud (Eli Lilly), los bienes de consumo (Kodak) o los conglomerados industriales (General Electric). Cuando se produjo la crisis del petróleo, la media de las ratios precio/beneficio de estas empresas era de alrededor de 50, en comparación con solo 10 para el resto del mercado bursátil. Hoy en día, estos valores bien podrían ser los gigantes de la tecnología e Internet, las firmas de artículos de lujo y las compañías sanitarias más innovadoras.

Esta categoría de buenas empresas de crecimiento tiene un valor relativo decididamente considerable, ya que presenta un modelo que parece capaz de adaptarse a todas las hipótesis que pueden preverse actualmente.

La renta fija, como clase de activos, parece más complicada de entender. Unos tipos largos tan bajos a pesar de las elevadas previsiones de inflación y unos diferenciales de crédito muy reducidos no abogan por posicionarse en los extremos, ya que esta situación paradójica es un factor de volatilidad. A más largo plazo, habrá que detectar cualquier señal de retorno persistente de la inflación tras cuarenta años de olvido. Un indicio que no debemos pasar por alto y que justificaría una política de gestión de la renta fija sesgada hacia unos tipos más altos, con más probabilidades de generar valor que la hipótesis prevista por los bancos centrales, que contempla un regreso a una economía languideciente que se mantiene a flote gracias a una deuda cada vez mayor. Hasta ese hipotético momento en que la inflación pase a ser una preocupación angustiosa para todos los ahorradores, nuestra vigilancia nos lleva a aplicar la moderación más constructiva en los mercados de deuda pública de los países desarrollados.



Estrategias de inversión

Renta variable

Los mercados bursátiles están descontando poco a poco la perspectiva de una inflación más elevada y persistente, mientras persisten los cuellos de botella en el plano de la oferta. Aunque la fuerte subida de los tipos de interés penalizó a la renta variable en septiembre, esta se recuperó con fuerza en octubre. Con todo, es interesante destacar que, aparte de las materias primas, los sectores que generalmente se ven impulsados por un contexto inflacionista no brillaron. En cambio, los valores tecnológicos arrojaron mejores resultados, aupados por el hecho de que el aumento de la inflación va acompañado de una ralentización del crecimiento, lo que lleva a los inversores a buscar títulos capaces de ofrecer visibilidad sobre su crecimiento futuro y mantener al mismo tiempo unos márgenes elevados.

En general, mantenemos una visión positiva sobre la renta variable como clase de activos, con unas primas de riesgo que continúan siendo interesantes. Por otra parte, en este entorno frágil, seguimos priorizando los títulos de crecimiento a largo plazo, en particular en el sector tecnológico, que debería beneficiarse del aumento de la inversión de las empresas para mejorar la productividad en un contexto de alza de la inflación y de caída de las previsiones de crecimiento.

No obstante, se impone la selectividad. De hecho, aunque la temporada de resultados fue sólida en su conjunto, las pocas empresas que no pudieron cumplir las expectativas de los inversores se vieron muy penalizadas. Como ejemplo, esta temporada de resultados confirmó nuestra cautela con respecto a los actores de la publicidad digital, que tienden a sufrir más de lo previsto por los cambios en las normas de confidencialidad por parte del gigante Apple. A medida que vamos dejando atrás el año 2021, observamos con atención a los beneficiados por la crisis de la COVID-19. Tras un año decepcionante, los inversores están evaluando cómo podría ser la normalización del crecimiento de estos actores, y empresas como Netflix ya han conseguido tranquilizarlos con respecto a su capacidad para mantener su crecimiento de forma sostenible.

Renta fija

La creciente constatación de que la inflación ha venido para quedarse durante más tiempo del previsto inicialmente ha llevado a los mercados de bonos a descontar cada vez más subidas de tipos en los próximos dos años. Las revisiones de las valoraciones han sido muy fuertes y las previsiones se perfilan especialmente agresivas, ya que los mercados prevén, por ejemplo, el final del programa de compras de activos y dos subidas de tipos en EE. UU. para finales de 2022, cuando la Reserva Federal solo señala una. Los mercados pronostican cuatro subidas de tipos en el Reino Unido en los próximos doce meses. Así que, en cuestión de un año, hemos pasado de un entorno de tipos persistentemente bajos y de interminables programas de compra de activos a las expectativas de un ciclo de ajuste monetario especialmente rápido y relativamente fuerte.

Al mismo tiempo, los tipos más largos —que suelen reflejar más las previsiones de crecimiento a largo plazo— fluctuaron en gran medida y cerraron el periodo en niveles relativamente contenidos.

Y en este contexto de notable volatilidad en los mercados de renta fija, de incertidumbre en el plano de la inflación, de tipos de interés bajos que limitan la capacidad de absorber esta volatilidad, y de mazazo para las perspectivas de las políticas monetarias futuras, la gestión activa del riesgo de tipos resulta esencial. Esto es tanto más importante cuanto que los bonos del Tesoro de los países con mayor calificación, que han sido una importante herramienta de gestión de riesgos durante la última década, se consideran cada vez menos un activo refugio debido a sus reducidos niveles y habida cuenta de las preocupaciones (elevado endeudamiento, inflación) que atormentan a los mercados. Así pues, el dólar y la liquidez parecen ser los más aptos para hacer frente a un episodio de volatilidad si este llegara a materializarse. En paralelo, el contexto de represión financiera prolongada y unas condiciones financieras marcadamente favorables son factores de apoyo para los segmentos de mercado que ofrecen un rendimiento adicional (crédito, deuda pública de los países emergentes), siempre que se lleve a cabo un proceso de selección riguroso.

¹ La palabra "tapering", en este contexto, significa la ralentización de las compras de bonos por parte de los bancos centrales.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, a 12/11/2021