

Perspectivas de mercado



Cuento de Navidad: 2020

Número 66 | Diciembre 2020

03 ¿Hacia dónde se dirigen las bolsas?

Aunque no están baratas, siguen teniendo recorrido a largo plazo

04 ¿Tipos o recuperación?

A medida que crece la confianza, se echa algo en falta en la rotación cíclica

05 ¿Se está borrando la sonrisa del dólar?

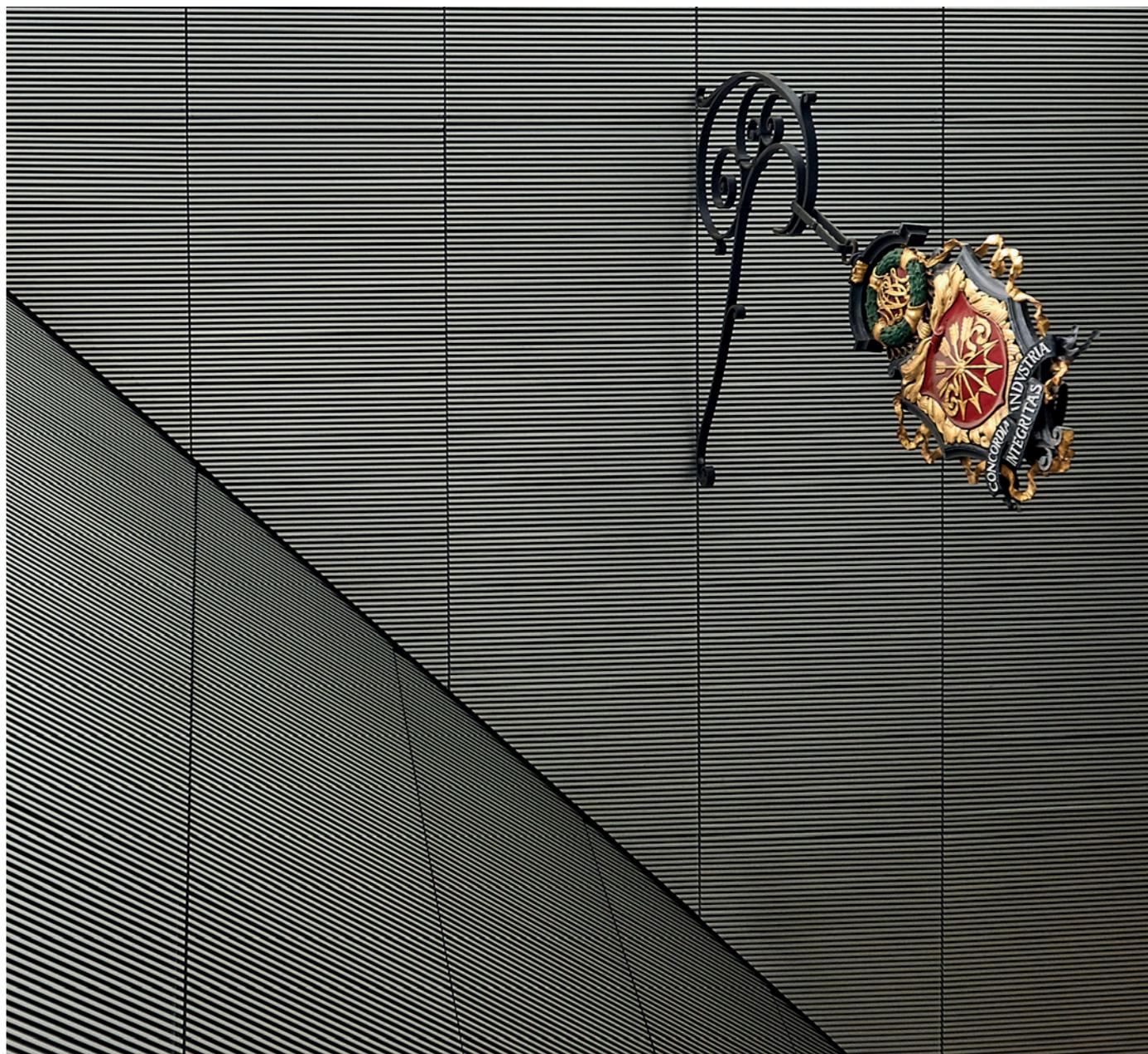
Las grandes monedas se mantienen relativamente estables y dentro de sus canales de tendencia... por ahora

06 Otro movimiento alcista del bitcoin

Las criptomonedas siguen suscitando preguntas

07 Inflación: notas de revisión

Qué es, por qué nos preocupa y qué efecto podría tener en las carteras de inversión





Tiempo de lectura

Preámbulo: Cuento de Navidad en 2020

Aquí está el espíritu de las Navidades pasadas, que nos trae el don de la perspectiva. Con su pelo mal cortado y sus pantalones improbables, nos trae a la memoria una época con mal humor crónico en la que el gasto militar y social dejó en Occidente unos estados y unas ofertas monetarias demasiado grandes y unas relaciones laborales disfuncionales. Las monedas flotantes (y *fiat*) daban miedo, el petróleo escaseaba y las tasas de inflación —y los tipos de interés reales negativos— erosionaban enormemente el ahorro. Y los datos económicos terminaban siendo aún más feos que la ropa. No se ha visto todavía nada equiparable a la década de 1970 en cuanto a negatividad constante.

El espíritu de las Navidades presentes nos recuerda que la crisis actual es, ante todo, una emergencia de salud pública: sus consecuencias económicas han sido graves, pero podrían no durar tanto como se teme. La adaptación y (con suerte) la distribución de las vacunas sugieren que todavía es posible una mayor recuperación económica (tal vez incluso con un acelerón para recuperar el terreno perdido). Las autoridades han ayudado una barbaridad: incluso Scrooge está despierto. Existe un límite para lo que pueden seguir haciendo hasta que estemos colectivamente preparados para juntarnos otra vez, pero cuando lo estemos, el problema podría no ser una demanda escasa, sino excesiva.

Así pues, hay algo que nos resulta familiar en el espíritu de las Navidades futuras: dos metros de alto, con gafas, un puro y un traje de banquero central. Y parece querer alertarnos no ya sobre un mundo completamente diferente en el que el sector empresarial se congela en su superficie, sino sobre los peligros de repetir los errores del pasado. Pedir prestado es tolerable, pero imprimir dinero podría no serlo.

A nuestros lectores les deseamos unas fiestas navideñas llenas de salud y un próspero Año Nuevo.

Kevin Gardiner y Victor Balfour

Global Investment Strategists



Imagen de portada:
Un símbolo muy conocido del legado y los valores de la empresa familiar es el escudo de Rothschild colocado en la pared exterior de nuestra oficina de New Court en St Swithin's Lane, Londres. Las cinco flechas combinadas con el lema de la familia es la única publicidad para la empresa que funciona en su interior.

© 2020 Rothschild & Co Wealth Management
Fecha de publicación: Diciembre de 2020
Valores: todos los datos a fecha de 30 de Noviembre de 2020.
Fuentes de gráficos y cuadros: Rothschild & Co y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

¿Hacia dónde se dirigen las bolsas? Rentabilidades plausibles

Este año que a buen seguro querríamos olvidar está tocando a su fin y las bolsas mundiales, que alcanzaron recientemente máximos históricos, muestran ganancias de dos dígitos en dólares y en moneda nacional. Parece prematuro hablar de un hundimiento económico provocado por la segunda oleada del virus: se han presentado varias vacunas viables, las elecciones estadounidenses han hecho del mundo un lugar ligeramente menos impredecible y seguramente los tipos de interés no puedan bajar (mucho) más. Cuesta imaginar qué más podría suceder en el plano de las buenas noticias. Entretanto, las valoraciones están caras. ¿Cuánto recorrido le puede quedar a la renta variable?

Con independencia de lo que ocurra a corto plazo —después de todo, ¿a quién le sorprendería que algo fuera mal?— pensamos que todavía le queda recorrido a largo plazo para batir a la inflación, incluso si se permite que esta se mueva en cotas superiores a las actuales (véase debajo).

Hemos puesto al día la forma en que calculamos las rentabilidades plausibles a diez años vista en la liquidez, los bonos y las acciones. Nuestros modelos anteriores no habían cambiado en cinco años.

Aunque todavía no está cerrado, nuestro enfoque revisado es, esperamos, (aún) más simple, transparente y objetivo que antes. Intentamos minimizar el papel de los juicios cuando resulta posible, si bien es indudable que ningún enfoque de valoración de inversiones (o cualquier otra cosa) puede ser nunca puramente objetivo.

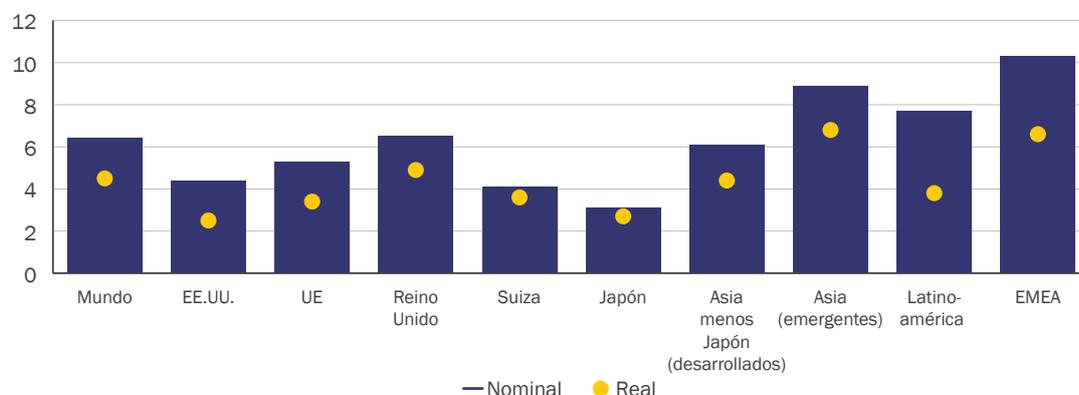
A la hora de calcular las rentabilidades plausibles de la liquidez y los bonos, hacemos más hincapié en las expectativas que descuentan actualmente los mercados (la curva de rendimientos y los tipos implícitos a plazo que esta contiene) y menos en nuestras concepciones del «valor razonable» a largo plazo. El mercado también ha apostado demasiado por las subidas de tipos durante los últimos años, pero menos que nosotros.

El resultado es un descenso de las rentabilidades previstas sobre los depósitos y unas rentabilidades ligeramente más elevadas en la renta fija (a medida que la probabilidad de un gran desplome se aleja en el horizonte). No obstante, con la excepción de la deuda corporativa especulativa, la mayoría de los bonos tiene pocas probabilidades de igualar la inflación prevista (para la que seguimos utilizando las previsiones del FMI como dato independiente y objetivo).

Seguimos pensando que podría producirse cierta normalización de las valoraciones bursátiles, pero hacia una media móvil más que hacia un punto fijo al inicio de la ventana de diez años. Así se podría captar mejor la forma en que se adaptan las expectativas, ya que cuanto más tiempo se mantenga una valoración en particular, más difícil resulta afirmar que no es normal (figura 1).

Figura 1: La renta variable mundial puede batir a la inflación

Rentabilidades plausibles a diez años en la renta variable (% anual)



Fuente: Rothschild & Co.

Nota: No se trata de previsiones, sino de nuestras rentabilidades modeladas, que reflejan hipótesis sobre dividendos, crecimiento y valoraciones normalizadas.

Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

También si nos centramos menos en los beneficios anteriores (actualmente hundidos de forma temporal) como punto de partida, la trayectoria de los beneficios tendenciales se eleva. Así, las valoraciones de las acciones retroceden rápidamente hacia niveles «normales» que son ligeramente

más altos de lo que eran. El resultado es un aumento de las rentabilidades globales modeladas entre uno y dos puntos porcentuales al año. El enfoque anterior también apuntaba a que renta variable batía la inflación probable, pero menos.

Somos conscientes del riesgo de vernos arrastrados por el sentimiento actual de los mercados. Del mismo modo, hemos visto durante estas últimas décadas cómo muchos expertos prematuramente pesimistas eran rehenes de unos indicadores de valoración excesivamente rígidos y, en última instancia, irrelevantes. Si bien las acciones tienen algo más de recorrido absoluto de lo que habíamos pensado, probablemente este siga siendo más pequeño de lo que habría parecido en cualquier momento de los últimos años caso de haber utilizado durante todo este tiempo el enfoque revisado.

8 de diciembre — Kevin Gardiner, Victor Balfour



Tiempo de lectura

¿Tipos o recuperación?

Dentro de la bolsa mundial, algunas regiones y sectores tienen más recorrido que otros y podría haber empezado una rotación hacia ellos en detrimento de los ganadores anteriores. Concretamente, y a medida que crece la confianza en la continuidad/reactivación de la recuperación económica, el foco de los inversores parece estar desplazándose paulatinamente desde los bajos niveles de los tipos de interés a largo plazo y el crecimiento estructural a largo plazo hacia las regiones y sectores más cíclicos. En respuesta, la curva de rendimientos de EE. UU. ha elevado progresivamente su inclinación, ya que los rendimientos de los bonos han subido en relación con los tipos de interés a corto plazo (figura 1).

Figura 1: Curva de rendimientos de EE. UU.

Rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años – Tipo de los fondos de la Fed, %



Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.

Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

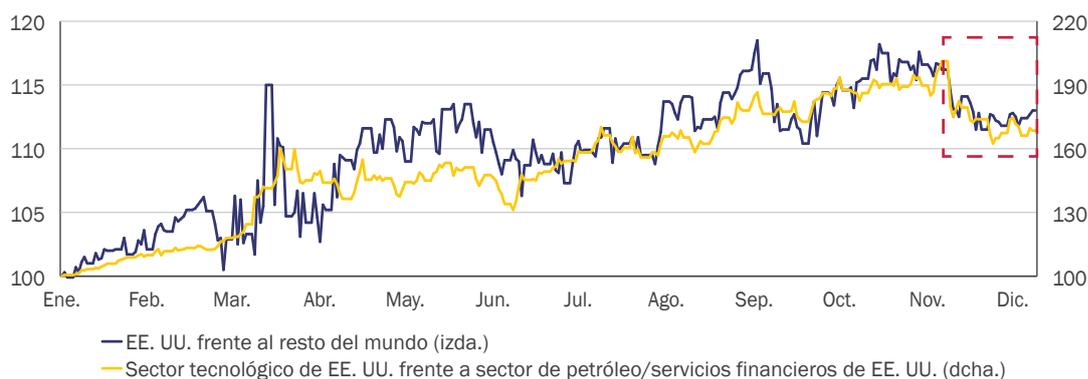
Hemos hablado a menudo de este tipo de cambio y hemos orientado parcialmente nuestro asesoramiento *top-down* en esta dirección. No obstante, todavía no confiamos lo suficiente en la rotación como para respaldar todas las áreas cíclicas o apostar con decisión contra esos ganadores anteriores. En los mercados de renta fija, nos preguntamos cuánto más se puede elevar la curva estadounidense mientras la Reserva Federal (Fed) sigue comprando.

Si la bolsa estadounidense y los sectores de tecnología, comunicaciones y consumo discrecional (sobre el último, pensemos en las grandes plataformas de venta en Internet y los fabricantes de coches eléctricos) van a ceder el liderazgo de forma duradera, tendríamos que ver una difusión aún mayor de esa confianza en la recuperación (figura 2).

A día de hoy resulta sorprendente que *nadie* parezca sostener públicamente la posibilidad de que el crecimiento experimente un acelerón, a saber, una recuperación en la que el PIB simplemente no regresa a su nivel y rumbo anterior, sino que se dispara al alza durante un tiempo.

Figura 2: ¿Cambio de guardia?

Los líderes bursátiles empiezan a quedarse rezagados



Fuentes: Rothschild & Co.

Nota: El sector tecnológico comprende servicios de comunicación. Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Dicha trayectoria podría responder a una reactivación de la demanda privada (cuando se levanten las medidas de confinamiento, naturalmente) junto con los estímulos monetarios continuados si, pongamos por caso, se retoman los planes de gasto postergados dentro de lo que podría constituir un suspiro colectivo de alivio.

En lugar de eso, el debate, cincelado por una mentalidad de «vaso medio lleno», sigue girando en torno a recuperar los niveles anteriores de PIB en 2022, con suerte. Los «escenarios optimistas», como el presentado por la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria del Reino Unido, apenas son ligeramente menos sombríos que las hipótesis de referencia pesimistas.

9 de diciembre — Kevin Gardiner, Victor Balfour



Tiempo de lectura

¿Se está borrando la sonrisa del dólar?

Las redacciones de los medios prestan a los mercados de divisas más atención de la que merecen. Los tipos de cambio no suelen impulsar tendencias económicas, sino que en su mayor parte están impulsados por estas. Su impacto en las carteras de inversión puede atenuarse mediante los efectos de la «ley del precio único» (si el franco suizo resulta que cae, por ejemplo, el valor local del negocio en el extranjero capitalizado en el índice de la bolsa suiza (SMI) aumenta). Más importante aún es que sus movimientos a corto plazo son impredecibles: resulta extremadamente difícil aportar valor sistemáticamente operando con divisas (a pesar

De hecho, durante los últimos años las divisas se han mostrado relativamente estables. Muy pocos grandes cruces se han salido de unos rangos de cotización consolidados, tal vez porque la inflación y los tipos de interés han convergido en gran medida en torno a cifras muy bajas y porque la mayoría de las valoraciones son normales (figura 1). En el mercado de divisas, nuestras convicciones han sido aún más bajas de lo habitual y actualmente no mantenemos apuestas tácticas activas.

¿Acaso esto está a punto de cambiar? ¿Necesitamos volver sobre ello?

El dólar ha batido al resto de grandes monedas durante la mayor parte de la última década y está relativamente caro (aunque, como hemos señalado, no manifiestamente caro; véase de nuevo la figura 1). El billete verde puede ser especial: es tanto un refugio como una moneda que se beneficia del crecimiento cíclico... si EE. UU. se ha sumado a la fiesta.

El resultado es la denominada «sonrisa del dólar». El atractivo del dólar es alto cuando la economía estadounidense manifiesta una especial debilidad, ya que esa debilidad puede ser un riesgo global del que refugiarse, pero también cuando EE. UU. muestra una especial fortaleza, porque entonces la Fed probablemente mueva al alza los tipos de interés. Cuando está más bajo es en el medio, cuando la tolerancia al riesgo es estable y el crecimiento estadounidense es mediocre.

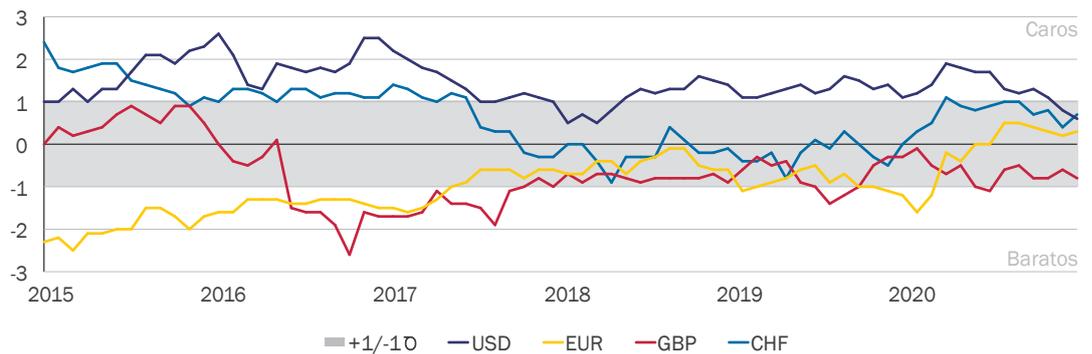
Dicho claramente, la consideración del dólar como la «moneda de reserva» de facto del mundo no se cuestiona: no puede ser reemplazado por el renminbi hasta que China haga desaparecer los

controles sobre la cuenta de capital y el superávit estructural por cuenta corriente. No obstante, esta consideración no es suficiente para que el dólar sea siempre igual de atractivo y el incipiente desplazamiento del interés de los inversores que describíamos antes (y en informes anteriores) se ha ampliado a las divisas, como cabía esperar.

Las cualidades de refugio del dólar han perdido atractivo con la mejora de la tolerancia al riesgo en los mercados internacionales, con el aumento de la credibilidad del euro ante el ímpetu «federalista» de la UE y con el mayor margen para sorprender positivamente que muestra la recuperación económica europea. Sin embargo, todavía no ha roto de forma decisiva con las tendencias recientes (figura 1) y todavía no estamos listos para vaticinar que lo hará.

Figura 1: Las valoraciones de las divisas no son descabelladas

Tipos de cambio reales ponderados por intercambios comerciales y normalizados (puntuación z)



Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Mientras escribimos, el Reino Unido y sus socios de la UE siguen buscando un acuerdo de última hora para el Brexit. Sea cual sea el desenlace, la libra nos parece barata y pensamos que las perspectivas económicas a largo plazo del Reino Unido son más halagüeñas de lo que muchos temen (incluso sin acuerdo, aunque, como siempre, esperamos no tener que averiguarlo). Eso apunta a cierta revalorización general de la libra esterlina, con el tiempo: la convicción a corto plazo debe mantenerse baja, ya que en las circunstancias actuales podría hundirse fácilmente antes de recuperarse.

9 de diciembre — Kevin Gardiner, Victor Balfour



Tiempo de lectura

Otro movimiento alcista del bitcoin

El bitcoin se ha disparado otra vez y cotiza cerca de su máximo histórico (intradía) ligeramente por encima de 19.500 dólares marcado en diciembre de 2017 (figura 1). Desde los mínimos de marzo, la divisa casi ha triplicado su valor. Las criptodivisas en general también se han revalorizado con fuerza. Ethereum, la segunda criptodivisa más popular, ha subido aún más rápido. Ripple o «XRP» (basada en una tecnología ligeramente diferente del *blockchain* que sostiene el bitcoin) también ha registrado grandes subidas.

A pesar de los altos niveles de volatilidad, es evidente que las criptodivisas siguen cobrando impulso, especialmente entre los inversores particulares. Para los inversores más sofisticados, existe ya un mercado de derivados de bitcoin. Mientras escribimos, la capitalización de mercado conjunta de las criptodivisas se sitúa en unos 600.000 millones de dólares, de los cuales el bitcoin representa tres quintas partes.

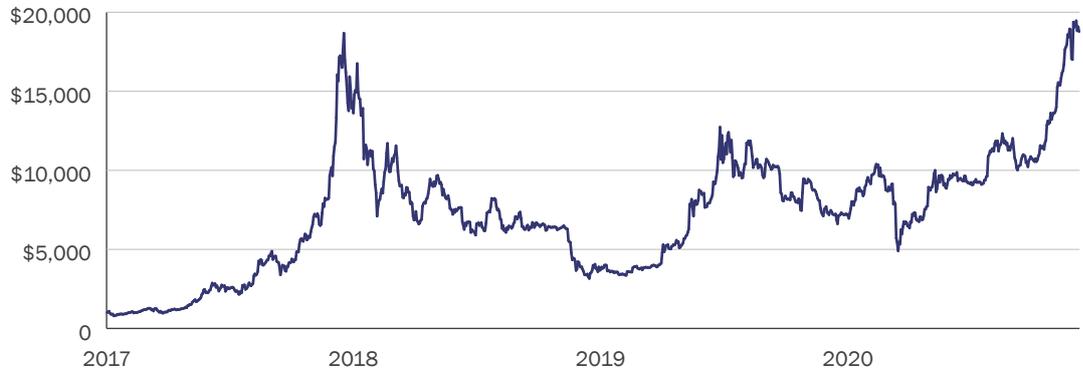
Con todo, comparado con los mercados de activos tradicionales el tamaño del mercado de las criptodivisas sigue siendo ínfimo: como referencia, se puede mencionar que en agosto de 2020 el tamaño total del mercado mundial de renta fija en dólares rondaba aproximadamente 128 billones de dólares de notional pendiente y que la capitalización bursátil de Apple ronda los 2 billones de dólares. Por el momento, las criptodivisas siguen siendo un activo relativamente ilíquido.

A pesar de que existe una cantidad finita de criptomonedas disponibles, no existen límites para el número de nuevas monedas que pueden crearse. Muchas jurisdicciones, como EE. UU. y el Reino Unido, han empezado a poner coto a las ofertas iniciales de monedas (ICO), aunque la actividad se ha trasladado fuera de sus fronteras. Este hecho, junto con las nuevas formas de salida al mercado, como las ofertas iniciales de canje (IEO) y las ofertas de *tokens* (INX), dificulta la tarea de llevar

un recuento de las nuevas monedas competidoras y pone de relieve la falta de transparencia y regulación de este mercado. El propio anonimato de bitcoin lo convierte en algo así como un activo sospechoso donde pululan personajes de dudosa reputación.

Figura 1: El bitcoin cotiza cerca de su máximo histórico

Dólares estadounidenses por moneda



Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.

Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

Algunos ven el bitcoin como una moneda alternativa, una cobertura frente a los abultados balances de los estados y la adulteración monetaria, casi del mismo modo que se puede ver el oro. En agosto, tanto el oro como el bitcoin se dispararon y la correlación entre los dos precios alcanzó un nuevo máximo histórico del 70 %. Sin embargo, el último tirón del bitcoin (ilustrativo de su volatilidad inherente) demuestra que se comporta mucho más como un activo de riesgo que como una cobertura.

Tal vez, pues, el argumento más convincente para la escalada reciente del bitcoin sea la entrada de PayPal en el universo de las criptomonedas: en octubre, PayPal anunció que a partir del próximo año sus clientes estadounidenses podrían comprar, mantener y vender bitcoin desde su *app*. Eso es determinante para el supuesto atractivo del *blockchain*, que no es otro que su capacidad para ser usado como sistema de pago generalista. Sin embargo, si exceptuamos lo anterior esta tecnología no ha estado recibiendo los elogios que solía y se considera tosca, tal vez una respuesta complicada en busca de una pregunta, y lo que promete todavía tiene que materializarse de forma más amplia en los pagos generalistas.

El mundo de las criptodivisas todavía se enfrenta a preguntas existenciales. ¿Para qué sirve en última instancia? ¿Cómo puede ser que de unos depósitos de valor alternativos pueda haber una oferta potencialmente infinita? Dada la volatilidad inherente del bitcoin (se comporta más como un activo de riesgo que como una cobertura) y su carácter deliberadamente oscuro comparado, digamos, con el oro y el dinero convencional, seguimos pensando que no tiene cabida en las carteras gestionadas de clientes privados. No somos unos obsesos del oro, pero cuando nos vemos obligados a buscar una alternativa al dinero convencional, preferimos el metal brillante al bitcoin.

24 noviembre — Charlie Hines



Tiempo de lectura

Inflación: notas de revisión

La inflación lleva un cuarto de siglo de capa caída, pero seguimos refiriéndonos al riesgo de que repunte como una de nuestras grandes amenazas macroeconómicas. ¿Hemos de replantarnos nuestra visión del mundo?

Hemos revisado a la baja nuestras expectativas durante los últimos años, pero mientras que la trayectoria más probable para la inflación ahora parece ser más baja que antes, seguimos pensando que se inclina al alza frente a los niveles actuales. El rango dentro del cual podría moverse parece más amplio y los riesgos asociados con ese rango parecen más bien unidimensionales. Somos escépticos sobre la posibilidad de afinar la inflación para que vuelva al objetivo y pensamos que los bancos centrales se equivocan al intentarlo.

En estas notas de revisión, planteamos qué tipo de inflación, siendo realistas, podrían depararnos los próximos años, qué supondría eso para las carteras y cuál es la mejor forma para que los inversores la eviten o se adapten a ella.

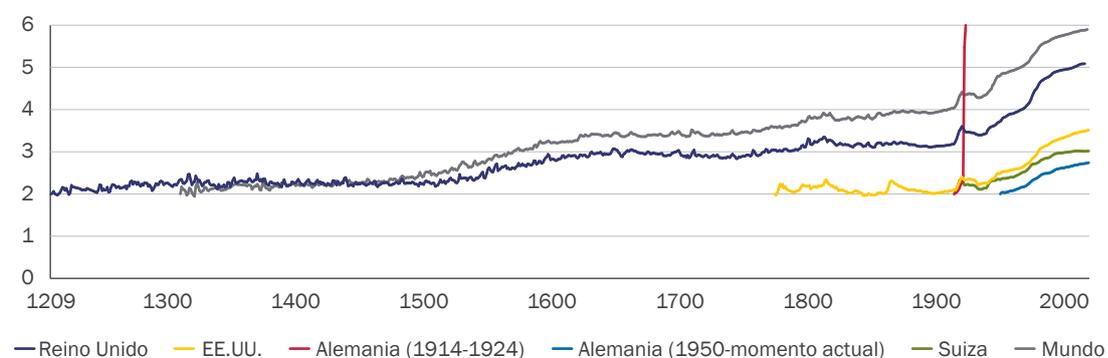
¿Qué es exactamente la inflación?

Alguna vez se ha sugerido que los precios de los activos financieros forman parte de la inflación, pero disentimos. La inflación es un aumento **constante** de los **precios de los bienes y servicios consumidos por un conjunto representativo de hogares**. En la práctica, los aumentos de precios pueden calar más allá de las compras de los consumidores, pero la idea clave es el «coste de la vida».

La figura 1 sugiere que una inflación elevada es un fenómeno relativamente moderno (s. XX). En ese siglo de tribulaciones, que también terminó siendo de prosperidad, algunos países registraron más inflación que otros. Sin embargo, no podemos mostrar exactamente lo mal que se pusieron las cosas porque el daño infligido por la hiperinflación de la Alemania de Weimar en el periodo 1921-1923 provocó la pérdida de los datos que podrían haber ayudado a registrarlo.

Figura 1: La inflación elevada fue sobre todo un asunto del s. XX

Precios al consumo (niveles del índice, registrados)



Fuentes: Banco de Inglaterra, Measuring Worth, Oficina Federal de Estadísticas de Suiza, Banco de la Reserva Federal de San Luis, Rothschild & Co. Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

¿Por qué ocurre?

En una economía de mercado, los precios generalmente suben si la demanda excede la oferta, aunque pueden generar dinámicas propias en las que se mueven por expectativas autocumplidas.

Este desequilibrio puede obedecer a un aumento de la demanda, un descenso de la oferta o a una mezcla de las dos. En la práctica, no resulta tan sencillo aislar cada factor.

Tal vez la frase más famosa sobre la inflación la pronunció Milton Friedman: «La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario» («La contrarrevolución monetarista», 1970). Por definición, un cambio en el nivel de precios incide en el valor del dinero, pero él creía que la inflación refleja en última instancia un crecimiento excesivo de la cantidad de dinero.

Algo nos dice que eso tiene sentido: si hay más dinero en circulación y todo lo demás no cambia, entonces su valor tiene que ser menor.

El problema es que un análisis rígidamente monetarista no funciona tan bien como sus defensores sugieren. No obstante, nuestras inquietudes actuales giran sobre todo en torno a la posibilidad de que la demanda supere a la oferta si las políticas de estímulo actuales son demasiado expansivas durante demasiado tiempo. Las economías no producen a plena capacidad, pero el volumen potencial de gasto es enorme y el suspiro colectivo de alivio que podría suscitar la vuelta al trabajo podría ser potente.

Otros ven actualmente riesgo de inflación en las políticas populistas y en la recuperación de cierto poder de negociación por parte de los trabajadores. La escasez de recursos y el encarecimiento de los precios del carbono son otra posible fuente de presiones en los costes.

Pero para nosotros, una política en exceso generosa —en especial en el plano monetario— es la gran preocupación. La política presupuestaria también puede ser inflacionista, pero sus consecuencias parecen potencialmente menos trascendentales.

Por qué nos preocupa

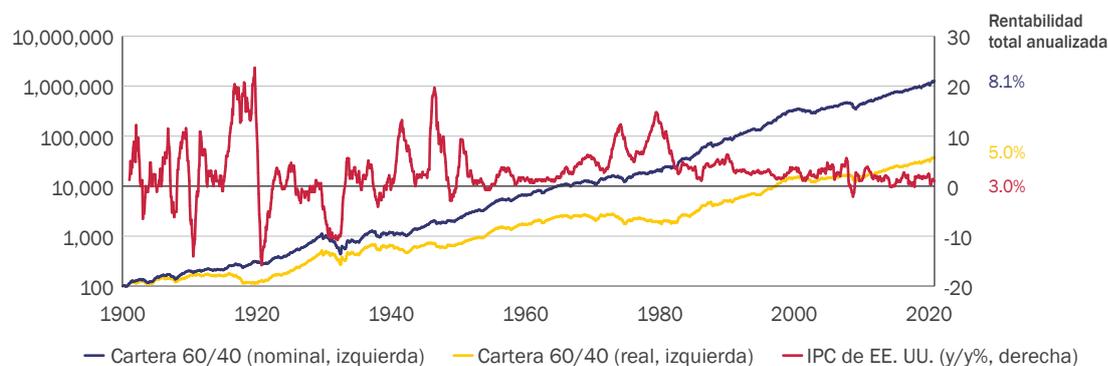
Si los salarios y otras rentas de los consumidores siempre aumentaran de forma clara junto con los precios, el nivel de vida «real» de los consumidores se mantendría estable.

En la práctica no ocurre así y los consumidores con rentas nominales fijas salen perjudicados. Cuanto más vulnerable sea el grupo, más fijas son sus rentas. La inflación no es Robin Hood: le roba a los pobres.

Cuando la inflación ha sido elevada a los inversores también les ha ido mal, ya que los activos financieros han perdido comba, sobre todo los bonos y los activos monetarios, pero también las acciones (figura 2).

Figura 2: Inflación y carteras de inversión

Cartera 60/40 de acciones y bonos (índice, registrado) e inflación del IPC (%)



Fuentes: Shiller, Bloomberg, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

En el extremo del espectro, cuando la inflación se descontrola tenemos periodos de hiperinflación en los que los precios aumentan exponencialmente. Socialmente son traumáticos. Afortunadamente, no ha habido episodios recientes en las economías desarrolladas, aunque la experiencia alemana de 1921-1923 sigue proyectando una larga sombra.

Cuando el poder adquisitivo cae tan rápido, el dinero pierde prácticamente todo su valor, los préstamos se evaporan de forma efectiva y los contratos y cuentas pierden su importancia. Se gasta mucha energía e ingenio simplemente intentando lidiar con ello, apresurándose a cambiar las etiquetas de precios y a gastar salarios y reorganizar ahorros antes de que no valgan nada.

Así pues, la inflación puede robar a los ahorradores y a los gastadores, tanto a ricos como a pobres. La redistribución de las rentas que trae consigo es arbitraria y los niveles desahorados de inflación pueden dañar profundamente el tejido económico, dejándonos colectivamente en una peor situación. No obstante, los gobiernos generalmente suelen ser los claros ganadores, ya que el valor de su deuda pendiente desciende.

El punto en el que la inflación deja de ser alta para ser «híper» no es fácil de detectar. Por eso nos inquieta el discurso actual en torno a estimular la inflación para acercarla de nuevo al objetivo. El conocimiento colectivo sobre cómo se comporta exactamente la inflación no es lo suficientemente sólido para confiar en nuestra capacidad para hacerlo.

Si la atonía actual de la inflación fuera la causa de los bajos niveles de vida y del desempleo, podríamos entender que se quiera estimular. Pero no lo es. El empleo está amenazado actualmente porque decidimos cerrar parte de la economía para luchar contra el virus.

Algunos economistas se preocupan por la baja inflación porque piensan que podría convertirse en deflación pura y dura. A pesar de que se ha predicho con frecuencia, todavía no lo ha hecho. La deflación de Japón se situó dentro de los límites del error de cálculo. No ha habido episodios de hiperdeflación.

¿Causa o efecto?

«Cuando las penas atacan, lo hacen no como un espía solitario, sino en batallones» – Hamlet

La inflación se juntó con malas compañías en la década de 1970 y los primeros años 80. El crecimiento era escaso, el desempleo subía, las huelgas estaban a la orden del día, los beneficios se hundían... y la inflación se disparaba (lo que, junto con el crecimiento lento, alumbró el concepto de «estancflación»).

¿Cómo sabemos que a las carteras de inversión les fue mal por culpa de la inflación y no por otra causa? No lo sabemos. La inflación podría haber sido más efecto que causa. Las cosas que más importaban eran las cosas que motivaban el desequilibrio entre demanda y oferta.

Por ejemplo, el fuerte repunte del petróleo y las relaciones laborales disfuncionales hicieron que la mayoría de las veces la inflación fuera «de los costes», lo que erosionaba los márgenes de beneficio.

Si hubiera sido inflación «de demanda», habría dado lugar a márgenes más altos, más beneficios y rentabilidades reales más elevadas en las bolsas.

Cuando la inflación por fin empezó a descender, algunos costes marcaron el paso y los márgenes pudieron ampliarse de nuevo. El hecho de que lo hicieran de forma tan sostenida también nos decía que la posición competitiva de las empresas estaba reforzándose, pese a que la inflación estaba descendiendo.

Inflación y carteras de inversión en la actualidad

Las implicaciones actuales para las carteras de inversión dependen del contexto. ¿Qué tipo de inflación esperamos? ¿Grande o pequeña? ¿En los costes o en la demanda? ¿Qué tipo de respuesta darán las autoridades? ¿Qué descuentan actualmente los activos? Ya existen unas perspectivas más matizadas de lo que a menudo reconocemos.

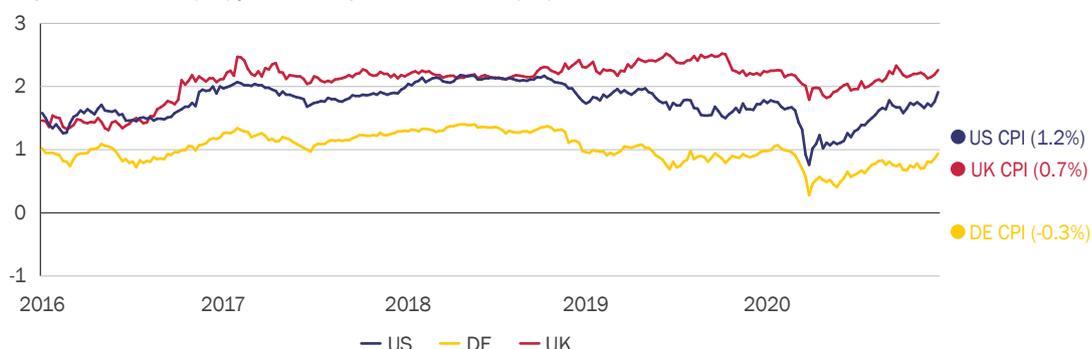
Una pregunta clave para los inversores gira en torno a la política monetaria. ¿Los tipos de interés sobre la «liquidez» (cuentas de ahorro y depósito a plazo) compensan la erosión del capital? Diríamos que no, de primeras al menos, pero si las autoridades finalmente tratan de contener la inflación, podrían hacerlo.

Los **bonos** están expuestos, obviamente. Sin embargo, el riesgo es mayor cuando las expectativas de inflación y tipos de interés están cambiando. Para cuando llegue la inflación, los precios de los bonos podrían haber caído lo suficiente como para que sus cupones fijos (si es que todavía existen) parezcan atractivos. Si posteriormente la inflación no sube tanto o los tipos de interés reales previstos descienden, el precio de los bonos podría rebotar.

Aunque los bonos convencionales a veces están menos expuestos de lo que podríamos pensar, los **bonos indexados a la inflación** pueden estar algo más expuestos, de nuevo a causa de los cambios de expectativas. Si las expectativas de inflación están cayendo, o si los tipos de interés reales previstos están subiendo, podrían ir por detrás de la inflación concurrente. También son más volátiles, en líneas generales.

Figura 3: Inflación prevista

Tasas de inflación implícita a diez años descontadas en los bonos (%). El Reino Unido se ha ajustado por la diferencia entre el índice de precios minoristas (RPI) y el índice de precios al consumo (IPC).



Fuentes: Bloomberg, Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

La brecha entre los rendimientos convencionales e indexados es un indicador de la inflación prevista por los inversores. Las tasas implícitas actuales sugieren un moderado incremento de la inflación a partir del momento actual (figura 3). La mayor parte de los rendimientos de los bonos convencionales se sitúan por debajo de la inflación actual, y todavía más por debajo de estas tasas de inflación implícita futura.

Para encontrar interesantes unos activos con unos rendimientos explícitamente tan negativos hace falta una visión bastante sombría del mundo, o una estrategia de inversión orientada hacia algo distinto al mantenimiento de la riqueza real.

Los bonos corporativos probablemente conlleven menos riesgo de inflación que la deuda pública, dado que sus rendimientos son más altos, lo que ofrece un colchón más grande, siempre que, naturalmente, los rendimientos extra (el denominado «diferencial») no sean engullidos por los impagos y las pérdidas.

La solvencia de los estados también podría deteriorarse. Sin embargo, en la práctica los gobiernos, como grandes prestatarios, saldrán más favorecidos que la mayoría ante un repunte inesperado de la inflación, como se ha indicado.

Los productos diferenciados y de marca suponen un porcentaje cada vez mayor de las economías y dan a sus proveedores cierto poder de fijación de precios. Eso otorga a las **acciones** protección

frente a la inflación, hasta cierto punto. Si la inflación amenaza con elevar los tipos de interés o los impuestos, o con provocar una perturbación más generalizada, puede ser más dañina para las empresas. Lo mismo puede ocurrir incluso con una inflación moderada si esta hunde sus raíces en las presiones sobre los costes.

Por tanto, no existen garantías de que las acciones vayan a igualar o superar a la inflación; de nuevo, todo depende. Sin embargo, los activos de las empresas mantienen un vínculo difuso con la economía real y con el crecimiento económico. Eso dota a las acciones de un ingrediente adicional que eleva sus probabilidades de conseguir rentabilidades por encima de la inflación.

¿Cómo podrían comportarse las acciones con el tipo de incremento gradual de la inflación que contemplamos? La inflación tendencial podría aumentar más del doble y mantenerse todavía en un único dígito bajo y pensamos que es más probable que se mueva por la demanda que por los costes. Eso no debería ser demasiado traumático para las carteras de inversión. No obstante, la mayor volatilidad de las acciones significa que no sería una sorpresa si en ocasiones se comportan peor que otros activos.

Actualmente las acciones están más caras de lo habitual y probablemente se produzca cierta normalización en las valoraciones. Pero como se ha señalado anteriormente, nuestras rentabilidades futuras modeladas sugieren que todavía pueden superar las tasas de inflación que se prevén actualmente.

El **oro** y los **inmuebles** son dos activos muy tangibles que a menudo atraen a los inversores preocupados por la inflación.

Sin embargo, la volatilidad del oro hace que puedan darse periodos prolongados en los que se mueve por detrás de los precios al consumo. No obstante, lo preferiríamos sin dudar como depósito de valor a otra cuasimoneda tan en boga actualmente como el bitcoin. El oro es decorativo, tangible y su oferta es limitada. La de las criptomonedas, no.

Los inmuebles, como el oro, son tangibles y atractivos por méritos propios. Las rentas por alquileres —como los dividendos de las empresas— están vinculadas a la evolución del conjunto de la economía. Desafortunadamente, son ilíquidos y pocos inversores pueden permitirse inversiones directas adecuadamente diversificadas.

4–9 de diciembre — Kevin Gardiner, Victor Balfour
Versión abreviada de un artículo más extenso.

Figura 4: Inflación y carteras de inversión

Cualidades para batir a la inflación de una selección de activos

	Vínculo con la inflación	¿Credenciales de superación de la inflación?
Depósitos bancarios	Tipos de interés variables	Depende de la política monetaria y del momento de mercado
Deuda pública convencional	Cupones más elevados, pero únicamente después de que los tipos de interés han subido y los bonos en circulación se han depreciado	Los bonos con vencimientos más largos son los más expuestos, pero pueden surgir oportunidades
Bonos indexados a la inflación	Vínculo explícito, pero los cambios en las expectativas y los tipos de interés reales generan volatilidad	Prácticamente completas si se compran en el momento de la emisión y se mantienen hasta el vencimiento, pero el viaje podría ser accidentado
Bonos corporativos	Como ocurre con los bonos convencionales, pero con más volatilidad en periodos de dificultades en el sector empresarial	Los rendimientos más elevados y los vencimientos más cortos ofrecen un colchón más amplio que la deuda pública
Acciones	Vínculo a largo plazo difuso con la inflación y el crecimiento real, pero volatilidad importante en periodos de dificultades en el sector empresarial (lo que puede incluir subidas de los tipos de interés)	La vulnerabilidad a largo plazo más baja, pero la clase de activos más volátil a corto
Oro	Vínculo a largo plazo muy difuso, con una volatilidad considerable. Puede brindar los mejores resultados cuando a las autoridades les va peor	Las correlaciones son inestables; volatilidad considerable a corto plazo
Inmuebles	Vínculo a largo plazo muy difuso, con hundimientos ocasionales de la liquidez	Las perspectivas a largo plazo y la liquidez varían enormemente entre regiones y sectores

Fuentes: Rothschild & Co.
Las rentabilidades históricas no deben tomarse como un indicador de rentabilidades futuras.

La economía y los mercados: contexto

Crecimiento: grandes economías

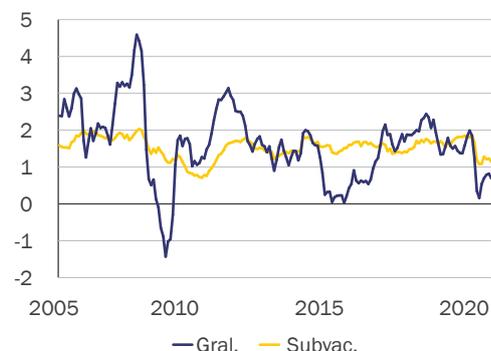
Optimismo empr.: desv. están. frente tendencia



Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co
Índice compuesto de los componentes a futuro de las encuestas de manufacturas de China, Alemania, Japón, Reino Unido y EE.UU. ponderados de forma general por el PIB

Inflación G7

%, interanual



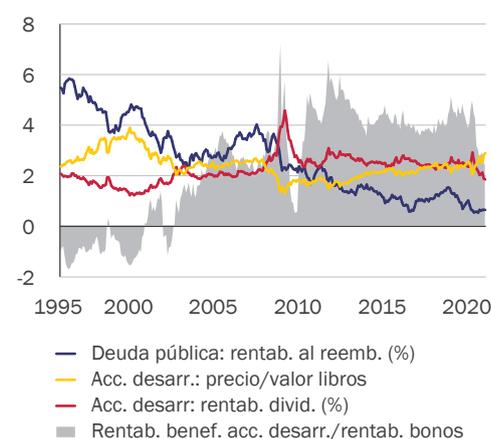
Fuente: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: índice rentab. relativa (%)



Fuente: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Acciones/bonos: valoraciones relativas



Fuente: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Bonos seleccionados

Rentab. actu., rentab. recientes divis. loc.

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Tesoro EE.UU. 10a	0.9	9.1	19.9
Gilt RU 10a	0.3	4.4	12.4
Bund alemán 10a	-0.6	2.0	7.9
Bonos gob. suizo 10a	-0.5	-0.3	3.0
Bonos gob. japonés 10a	0.0	0.1	1.1
Crédito global: grado inversión (USD)	0.9	5.2	15.8
Crédito global: alta rentab. (USD)	4.6	6.6	15.7
Emergentes (USD)	3.6	6.7	16.5

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Mercados de valores seleccionados

Rentab. divid., rentab. recientes divis. loc. (índices MSCI)

	Rentab. (%)	1a (%)	3a (%)
Mundial: todos países	1.9	15.0	31.8
Desarroll.	1.9	14.1	32.3
Emergen.	2.0	21.5	26.9
EE.UU.	1.5	21.2	47.5
Zona euro	2.1	-0.2	5.5
RU	3.3	-8.0	-2.5
Suiza	3.0	0.9	19.2
Japón	2.1	7.0	8.2

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Tipos de cambio seleccionados

Índices ponder. comerc., nominal (2000 = 100)

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Dólar (USD)	106	-3.8	0.7
Euro (EUR)	131	6.3	5.6
Yen (JPY)	94	-0.5	8.6
Libra esterl. (GBP)	78	-3.5	0.5
Franco suizo (CHF)	169	5.4	11.5
Yuan (CNY)	134	4.1	1.4

Fuente: Bloomberg, Rothschild & Co

Materias primas y volatilidad

	Nivel	1a (%)	3a (%)
Índice CRB Spot (1994 = 100)	159	-12.3	-14.1
Crudo Brent (\$/b)	48.9	-24.0	-22.9
Oro (\$/onza)	1,842	26.2	47.5
Metales indus. (1991 = 100)	287	21.0	13.6
Volatilidad acc. implíc. (VIX, %)	22.3	40.4	132.5
Volatilidad bonos implíc. (MOVE, pb)	48.5	-28.0	2.1

Fuente: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Datos correctos a 9 de Diciembre 2020.

El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura.

Notas

En Rothschild & Co Wealth Management ofrecemos una perspectiva objetiva a largo plazo sobre la inversión, estructuración y protección de activos para preservar e incrementar el patrimonio de nuestros clientes

Ofrecemos una amplia gama de servicios de asesoramiento a algunas de las familias, empresarios, fundaciones y organizaciones de caridad más ricas y exitosas del mundo

En un entorno en el que suele dominar el pensamiento a corto plazo, nuestra perspectiva a largo plazo nos diferencia. Creemos que la preservación como primer enfoque es el enfoque adecuado para la gestión del patrimonio.

Düsseldorf

Heinrich-Heine-Allee 12
40213 Düsseldorf
Alemania
+49 211 8632 17-0

Fráncfort

Börsenstraße 2-4
60313 Fráncfort del Meno
Alemania
+49 69 40 80 260

Ginebra

Rue de la Corrairie 6
1204 Ginebra
Suiza
+41 22 818 59 00

Guernsey

St Julian's Court
St Julian's Avenue
St Peter Port
Guernsey, GY1 3BP
Islas del Canal
+44 1481 705194

Londres

New Court
St Swithin's Lane
Londres EC4N 8AL
Reino Unido
+44 20 7280 5000

Manchester

82 King Street
Manchester M2 4WQ
Reino Unido
+44 161 827 3800

Milán

Passaggio Centrale, 3
Milán 20123
Italia
+39 02 7244 31

Zúrich

Zollikerstrasse 181
8034 Zúrich
Suiza
+41 44 384 7111

Información importante

Este documento ha sido elaborado por Rothschild & Co Wealth Management UK Limited con fines meramente informativos y para uso exclusivo del destinatario. Salvo en el caso de que Rothschild & Co Wealth Management UK Limited lo autorice expresamente por escrito, queda prohibida la copia, reproducción, distribución o transmisión de este documento, ya sea de forma parcial o en su totalidad, a ninguna otra persona. Este documento no constituye una recomendación personal o una oferta o invitación a comprar o vender títulos o cualquier otro producto bancario o de inversión. Nada de lo que figura en este documento constituye asesoramiento jurídico, contable o fiscal.

El valor de las inversiones y los ingresos que estas generan pueden subir o bajar, y usted podría no recuperar el importe de su inversión original. El rendimiento pasado no debe tomarse como una indicación de la rentabilidad futura. Invertir para obtener rendimiento entraña la aceptación de riesgos: no puede garantizarse el cumplimiento de los objetivos de rentabilidad. Si cambiara su perspectiva respecto a sus objetivos de inversión y / o su tolerancia a la rentabilidad y el riesgo, póngase en contacto con su asesor personal. Cuando una inversión conlleva exposición a una divisa extranjera, las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden provocar que el valor de la inversión y los ingresos que esta genera suban o bajen. Es posible que los ingresos se obtengan a costa de las rentabilidades del capital. Los rendimientos de la cartera se considerarán como "rentabilidad total", lo que significa que las rentabilidades se derivan tanto de la revalorización como de la depreciación del capital, según se refleja en los precios de las inversiones de su cartera, y de los ingresos recibidos de las mismas mediante dividendos y cupones. Las inversiones en carteras discretionales reales o a modo de ejemplo que figuran en este documento se detallan con fines meramente ilustrativos y están sujetas a cambios sin previo aviso. Al igual que el resto de este documento, no deben considerarse una solicitud o recomendación para una inversión diferente.

Aunque la información y los datos que aquí figuran se han obtenido de fuentes consideradas fiables, no se ofrecen garantías, ya sea de forma expresa o implícita, sobre su fiabilidad y, salvo en caso de fraude, Rothschild & Co Wealth Management UK Limited no acepta responsabilidad u obligación alguna con respecto a la imparcialidad, precisión o integridad de este documento, la información en la que se basa, o la fiabilidad que se le otorgue. En particular, no se ofrecen garantías respecto al alcance o la razonabilidad de cualesquiera pronósticos, estimaciones, objetivos o proyecciones que figuran en este documento. Asimismo, todas las opiniones y datos utilizados en este documento están sujetos a cambios sin previo aviso.

Cuando los datos de esta presentación sean fuente: MSCI, se nos exige como condición de uso advertirle que: «Ni MSCI ni ninguna otra parte involucrada en o relacionada con la recopilación, el cálculo o la creación de los datos de MSCI ofrece ninguna garantía o representación expresa o implícita respecto a tales datos (o los resultados que se obtengan por el uso de

los mismos), y tales partes rechazan expresamente cualquier garantía de originalidad, exactitud, integridad, comerciabilidad o adecuación a un fin particular con respecto a ninguno de tales datos. Sin limitación a nada de lo expuesto, ni MSCI ni ninguna de sus filiales ni ningún tercero involucrado en o relacionado con la recopilación, el cálculo o la creación de los datos tendrán en ningún caso responsabilidad alguna por ningún dato directo, indirecto, especial, punitivo, consecuente o de otra índole (incluida la pérdida de beneficios), incluso si se les hubiera notificado la posibilidad de tales daños. No se permite la distribución o difusión ulterior de los datos de MSCI sin el consentimiento expreso por escrito de MSCI».

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited distribuye este documento en el Reino Unido y Rothschild & Co Bank AG en Suiza. La legislación u otras normativas podrían restringir la distribución de este documento en ciertas jurisdicciones. En consecuencia, los destinatarios del mismo deben informarse acerca de todos los requisitos legales y reglamentarios, y cumplirlos. Con el fin de descartar cualquier posible duda, queda prohibida la copia, el envío o la obtención de este documento en Estados Unidos, o su distribución en dicho país o a una persona estadounidense.

Las referencias a Rothschild & Co que figuran en este documento aluden a cualquiera de las sociedades del Rothschild & Co Continuation Holdings AG group que operan bajo el nombre de "Rothschild & Co" y no necesariamente a ninguna compañía de Rothschild & Co en concreto. Las compañías de Rothschild & Co fuera del Reino Unido no están autorizadas para operar bajo la Ley Británica de Mercados y Servicios Financieros de 2000 y, en consecuencia, en la eventualidad de que los servicios sean prestados por cualquiera de estas sociedades, no regirán las salvaguardas previstas por el sistema reglamentario británico para clientes particulares, ni podrá accederse a indemnización alguna bajo el Plan de Indemnización de Servicios Financieros del Reino Unido. Si tiene alguna pregunta acerca de este documento, de su cartera o de cualquiera de nuestros servicios, póngase en contacto con su asesor personal.

El Rothschild & Co group está integrado por de gestión patrimonial (entre otras):

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Inscrita en Inglaterra con el nº 04416252. Sede social: New Court, St Swithin's Lane, Londres, EC4N 8AL. Autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority) de Reino Unido.

Rothschild & Co Bank International Limited. Sede social: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Autorizada y regulada por la Comisión de Servicios Financieros (Financial Services Commission) de Guernsey.

Rothschild & Co Bank AG. Sede social: Zollikerstrasse 181, 8034 Zúrich, Suiza. Autorizada y regulada por la Autoridad Federal de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA).