



ENTREVISTA A QUIENES GESTIONAN MÁS DINERO EN ESPAÑA

1

CRISTINA RODRÍGUEZ DIRECTORA DE GMAS SANTANDER AM ESPAÑA

“La continuidad del ciclo depende de los márgenes y los costes salariales”

La responsable de las carteras multiactivos de la gestora del Santander en España explica que ven más recorrido en la bolsa europea que en la americana, mercado donde están apostando por estrategias con más sesgo de valor. Y reconoce que es complicado encontrar oportunidades en renta fija

POR ÁLONSO, V. BLANCO Y J. GÓMEZ

La presentación de resultados trimestrales va a ser fundamental, a juicio de Cristina Rodríguez, responsable de Global Multi Assets Solutions de Santander AM –que abre una serie de entrevistas con los responsables de inversión de las gestoras españolas con mayor volumen patrimonial–, para monitorizar el sentimiento de las compañías respecto a la recuperación y la incidencia en sus márgenes del coste de la energía y un posible aumento de los salarios, aparte del decalaje entre la oferta y la demanda de sus cadenas de suministro. No porque esperen malos datos, sino porque servirán de guía de las expectativas de desarrollo del ciclo económico, al que auguran continuidad en 2022.

¿Dónde tienen puesto el foco en las carteras de cara a la recta final del año?

Hay que tener el foco puesto en la publicación de resultados trimestrales. Más que en los resultados en sí, que van a ser buenos, hay que fijarse en el mensaje de las compañías, sobre todo, en lo referente a la presión en márgenes, en incrementos salariales... Pistas sobre cómo está afectando el decalaje entre oferta y demanda en temas de suministros, que nos pueden indicar hacia dónde puede ir el sentimiento corporativo. Porque, si de verdad se traslada a presiones salariales y a los márgenes de las empresas, sería algo que nos haría reevaluar parte de nuestro escenario. Debemos intentar percibir en los *guidance* si el mundo corporativo sigue tan confiado de esa buena senda y cuánto de amenaza ven en salarios y márgenes del aumento del coste de las materias primas.

¿Piensan que se puede producir un ‘shock’ en las materias primas o lo descartan?

La cuestión con las materias primas es que, por mucho que suban los precios y por mucho que los productores quisieran ponerse a producir más, hay un problema de capacidad y de inversiones. A medida que los precios van subiendo, hay negocios que comienzan a ser rentables, pero no es algo inmediato. Y habría que ver si ese incremento de demanda va a seguir a estos niveles y ese *gap* se vuelva más estructural. Los gestos de Rusia, desviando parte de su producción hacia Europa con la idea de suavizar los precios, son positivos. Pero tanto en el petróleo como en el gas natural se juntan componentes geopolíticos que dificultan realizar estimaciones razonables. Nuestro escenario es que no va a pasar, pero hay que monitorizarlo.



“EN 2022 VOLVEREMOS A LAS TENDENCIAS DEFLACIONARIAS QUE HABÍA ANTES DE LA PANDEMIA”

“EL PEOR ESCENARIO ES QUE LOS BANCOS CENTRALES NO SEAN CAPACES DE CONTROLAR LA SUBIDA DE PRECIOS”

Respecto a la inflación, con un dato del 5,4% en Estados Unidos, ¿piensan que estamos ya en un punto de inflexión?

Nuestro escenario central es que a lo largo de 2022 tendremos una situación de crecimiento mucho más bajo que este año y volveremos a las tendencias deflacionarias que

había antes de la pandemia, un escenario más de *goldilocks*, donde las economías crecían pero sin generar grandes desequilibrios, sin presiones en precios. El peor escenario es que los bancos centrales no sean capaces de controlar la subida de precios y haya crecimientos bajos con inflaciones altas, y eso provoque que deban empezar a subir tipos de interés y genere una espiral más negativa. No es nuestro escenario central, pero en cuanto el mercado empieza a ponerlo en precio, genera mucha volatilidad.

¿Hasta qué nivel cree que puede llegar la deuda americana?

No creemos que vaya mucho más allá del 2%. La última subida ha sido bastante rápida y nos gustaría que la Fed lo gestionara tan bien como ha hecho hasta ahora, con un *tapering* que va a empezar en noviembre y la primera subida de tipos, el próximo año. Con ese escenario, estamos apostando por el empinamiento de la curva, sobre todo con los bono a 5 y 30 años, y cortos de duración en ge-

neral en todos los perfiles de riesgo. Pero este movimiento ha sido tan fuerte que la semana pasada estuvimos reduciendo ligeramente nuestras posiciones cortas en duración. Si sube de manera muy rápida, el riesgo es que tire del tipo real y eso sí que afecta.

¿En qué tipo de activos de renta fija puede seguir habiendo oportunidades?

Es complicado. Nosotros seguimos con algunas inversiones en bonos con grado de inversión y en *high yield*, pero ya está muy acotada la potencial reducción de *spread* en estos activos.

En la parte de renta variable, ¿cómo tienen la distribución de activos?

Seguimos favoreciendo el mercado europeo sobre el americano. Y dentro de éste, estamos teniendo algo más de exposición a *value*. A nivel sectorial, tenemos abierta alguna estrategia de valor relativa a favor de firmas financieras y en contra de *utilities*, que sufrimos un poco al abrirla pero se está comportando ahora mejor. Y donde estamos también positivos es con Japón y mercados emergentes, sobre todo Latinoamérica.

En el ‘value’ no entra dinero. Con la inversa del PER, hay rentabilidades muy atractivas en bolsa europea, con PER 16. Pero en ‘value’ es muy fácil hoy hacer carteras con PER 10, 11 o 12. ¿Qué buscan en Santander AM?

O delegamos en un gestor especializado o invertimos en un ETF con ese estilo. Es más buscar ese sesgo en la cartera para invertir. Pero Europa es *value per se* en sus índices, de ahí que en los últimos años se haya visto rezagada. Este año no ha habido un comportamiento tan diferente entre Europa y EEUU. Pero si este escenario se consolida, sí que deberíamos ver un comportamiento mejor del mercado europeo frente al americano.

¿Cómo se posicionan en ciclo y tecnología?

Merece la pena distinguir entre *value* cíclico y *value* entendido como compañías muy baratas. Probablemente estamos más interesados en el primero. *Utilities* es un *bond proxy* y en este escenario debería comportarse algo peor, aunque podría haber sorpresas porque hay alguna *utility* relacionada con la sostenibilidad, que es otra megatendencia, que es lo que ha llevado a este sector a estar tan caro.



Más información en www.economista.es