



**Tomás García-Purriños**

Senior Portfolio Manager de Global Multi Asset Solutions (GMAS) España de Santander Asset Management.

**S**e tiende a pensar que los precios se incrementaron notablemente con la llegada del euro. Sin embargo, los datos demuestran que durante los últimos 20 años el crecimiento ha sido relativamente contenido, especialmente desde el año 2008.

Así, la variación del IPC en España entre 2002 y 2022 es de un nada despreciable 49%, pero durante las dos décadas anteriores (1981-2001) creció más de un 235% y entre 1961 y 1981 casi un 700%. Con diferentes porcentajes, lo anterior ha sido la tónica general en los países desarrollados. Por ejemplo, en Estados Unidos, aproximadamente 60%, 100% y 200% durante los mismos periodos, respectivamente.

Podemos extraer muchas conclusiones de estas cifras. Teniendo en cuenta que la inflación supone una erosión del ahorro, quizá la más significativa en lo que respecta a la in-

# La importancia de invertir en un entorno marcado por la inflación

NO INVERTIR EN INFLACIÓN ES ACEPTAR UNA PÉRDIDA DE PATRIMONIO AÑO A AÑO. CUANDO ESTA INFLACIÓN TEMPORAL SE ESTABILICE LO HARÁ POR ENCIMA DE 2008

versión es que, independientemente de nuestro perfil, el verdadero riesgo es no estar invertido. Aceptar la inflación es aceptar una pérdida de poder adquisitivo segura cada año.

La inflación es, en esencia, un fenómeno monetario que depende, en el largo plazo, de la oferta y de la demanda de dinero. A pesar de lo anterior, temporalmente (y temporal podría significar varios años) podría tener otras causas puntuales que la aceleran, como *shocks* de oferta o demanda, cambios estructurales, etcétera.

En este sentido, una parte de la inflación actual podría justificarse en el exceso de oferta de dinero. Durante los periodos de estrés económico, como 2020, la cantidad de dinero demandado se incrementa (el público valora más el dinero que otros activos). En respuesta a esto, y para evitar un escenario deflacionista, los bancos centrales comienzan a aplicar políticas monetarias

expansivas para satisfacer esta demanda extraordinaria.

La solución, por lo tanto, a esta parte provocada por la actuación de los bancos centrales estaría en una política monetaria menos expansiva, que ajuste correctamente de nuevo oferta y demanda de dinero.

Y ya está en marcha: parece que existe un consenso entre los miembros de la mayoría de autoridades monetarias a nivel global para normalizar la política monetaria.

Sin embargo, otra parte de la subida de precios, la que ha sido catalogada como temporal por los propios bancos centrales, podría justificarse en otras razones. Por ejemplo, la normalización del gasto paralizado durante la pandemia. Esta ha derivado, además, en problemas en las cadenas de suministros (por exceso de demanda), acentuados por los rápidos cambios en los hábitos de consumo. Asimismo, todo lo anterior ha terminado pesando sobre



los precios de las materias primas, incrementándose en parte también por las tensiones geopolíticas.

La solución a esta inflación temporal es mucho más compleja y parece que podría llevar más tiempo del estimado inicialmente. Por tanto, todo parece indicar que, a pesar de que la tasa de inflación se normalice, cuando las tensiones temporales descritas anteriormente se suavicen, lo hará a unos niveles más elevados de los que vimos desde 2008.

Por eso, mientras la recuperación económica continúe y las condiciones financieras no se deterioren excesivamente, es probable que los bancos centrales busquen una política monetaria menos expansiva.

De cara a la gestión de carteras, este último matiz a veces olvidado es muy relevante: la clave no está tanto en la inflación, si no en el crecimiento económico y en las condiciones financieras. Si los bancos centrales consiguen ajustar su oferta monetaria y la inflación temporal no pesa negativamente sobre el crecimiento económico, este nuevo entorno no tiene por qué ser necesariamente negativo para el rendimiento de los activos.

**D**e hecho, históricamente la renta variable estadounidense ha tenido en promedio retornos positivos durante los ciclos de subidas de tipos de interés.

Se suele comparar la situación actual con la década de los 70 (fuerte incremento de precios en materias primas y bancos centrales incrementando tipos de interés llevaron a una recesión económica), donde presentamos retornos reales negativos en la mayoría de clases de activo.

Sin embargo, siempre y cuando los problemas en las cadenas de suministro se vayan normalizando y no se materialice el peor escena-

rio de tensión geopolítica [se prolongue y expanda la invasión Rusa sobre Ucrania], la situación actual podría ser más parecida a 2003-2006, con crecimientos positivos a pesar de una inflación elevada.

A pesar de lo anterior, esto no significa que la actuación de los bancos centrales no tendría consecuencias sobre la asignación de activos. En primer lugar, cabe esperar cierto *repricing*, con mayor impacto en los activos de riesgo. Con unos tipos de interés reales (tipos de interés menos la inflación) tendiendo a incrementarse, las valoraciones deberían ajustarse. Esto implicaría un menor rendimiento (aunque no necesariamente negativo) de las bolsas durante los próximos años.

**P**or otro lado, unos tipos de interés incrementándose pesaría también negativamente sobre los precios de los bonos. Se harían necesarias, por tanto, nuevas formas de diversificar las carteras, porque quizá la correlación histórica negativa entre bolsa y precio de los bonos caiga.

Quizá por ello tenga sentido añadir en las carteras una mayor exposición a activos reales y materias primas. Además, el riesgo de un escenario muy negativo se ha elevado y podría ser prudente plantear estrategias de protección de los riesgos de cola (*hedges*).

Hemos vivido en un escenario de política monetaria muy expansiva y valoraciones elevadas. Parece que este escenario ha comenzado a cambiar. Por eso seguramente será más importante que nunca la gestión activa y sensata, volviendo a lo básico y preservando capital.

Porque en un entorno en el que todos los activos valen menos (menores valoraciones), en la inversión ya no valdrá todo. 📌

---

**“Unos tipos de interés en subida pesaría también sobre los precios de los bonos y quizá la correlación histórica negativa entre bolsa y precio de los bonos caiga. Por eso, puede tener sentido algo de exposición a activos reales”**