



La inflexión de la inflación: Adaptación al nuevo paradigma

La pandemia del COVID-19 y el conjunto de políticas destinadas a mitigar su impacto han provocado un retorno a los niveles de inflación no vistos en los últimos 40 años. Aunque los niveles están siendo muy elevados durante 2022 es probable que la inflación se modere; creemos que se asentará y persistirá a una tasa superior a la que nos hemos acostumbrado en los últimos ciclos. Creemos que este es un argumento de peso para las clases de activos y las estrategias que tienen el potencial de mitigar o aprovechar la inflación y este artículo examina una serie de posibilidades.

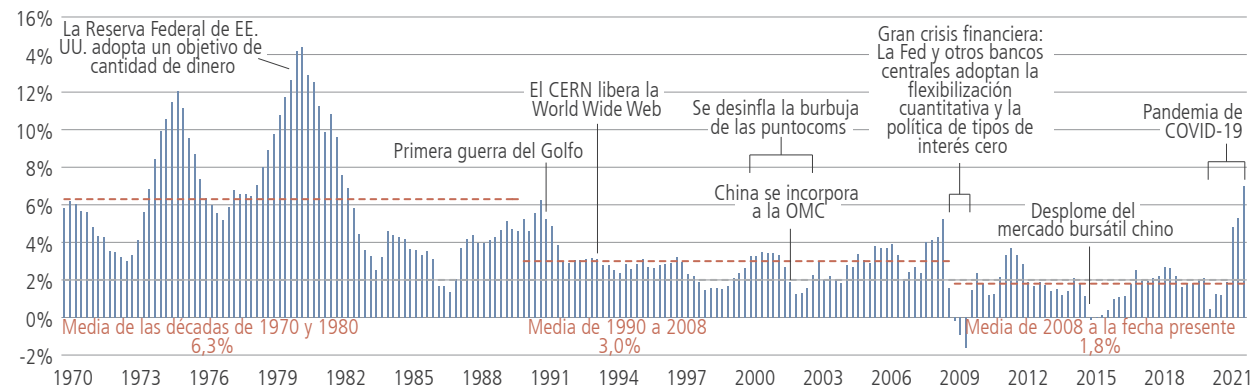
La dinámica económica de mercado y política de la última década nos ha dejado con unos rendimientos de la renta fija históricamente bajos y unas valoraciones del mercado de la renta variable elevada lo que hace que estas dos clases de activos estén cada vez más correlacionadas y sean muy sensibles a la subida de los tipos de interés. Creemos que esto refuerza aún más los argumentos a favor de las inversiones sensibles a la inflación, así como de otros diversificadores de cartera no tradicionales.

De hecho, diríamos que la búsqueda de activos sensibles a la inflación hoy en día no sólo tiene que ver con la conveniencia de la exposición a la inflación en sí misma, sino con un objetivo más amplio de la diversificación de la cartera: creemos que muchos inversores podrían carecer de una exposición suficiente a la inflación después de experimentar un periodo tan largo de precios estables. Además, es probable que una inflexión económica tan importante, combinada con unos mercados tan frágiles, se caracterice por el tipo de mayor volatilidad del mercado que ya hemos visto este año.

Creemos que esto significa que una cartera preparada para una mayor inflación debería contener no sólo activos que puedan MITIGAR y APROVECHAR la inflación, sino también activos que puedan DIVERSIFICARSE contra la incertidumbre y la volatilidad del recorrido.

LA PANDEMIA DEL COVID-19 HA PROVOCADO UN RETORNO A NIVELES DE INFLACIÓN NO VISTOS EN LOS ÚLTIMOS 40 AÑOS...

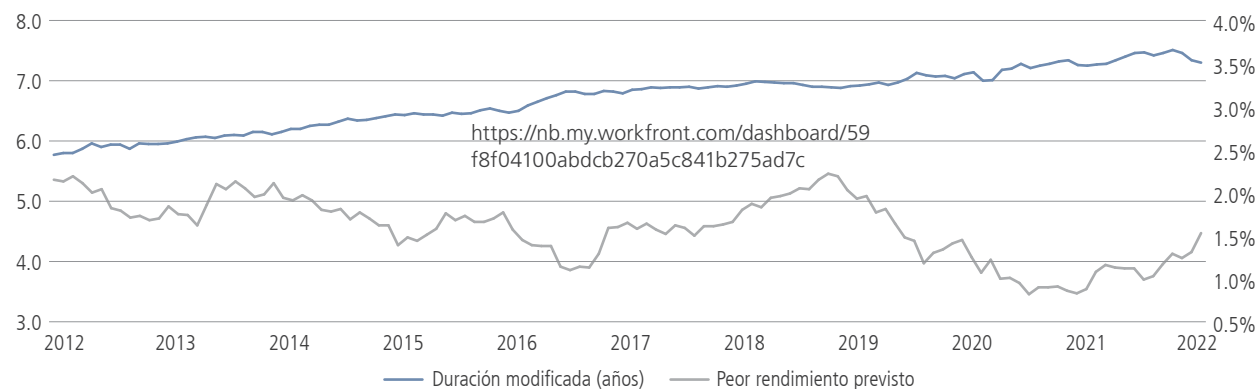
El índice de precios al consumo de Estados Unidos con variación interanual a partir de diciembre de 2021



Fuente: FactSet. Sólo con fines ilustrativos.

...DEJANDO A LOS MERCADOS DE BONOS VULNERABLES A LA SUBIDA DE LOS TIPOS DESPUÉS DE UNA DÉCADA EN LA QUE LOS RENDIMIENTOS HAN BAJADO Y LA DURACIÓN DE LOS MISMOS HA AUMENTADO

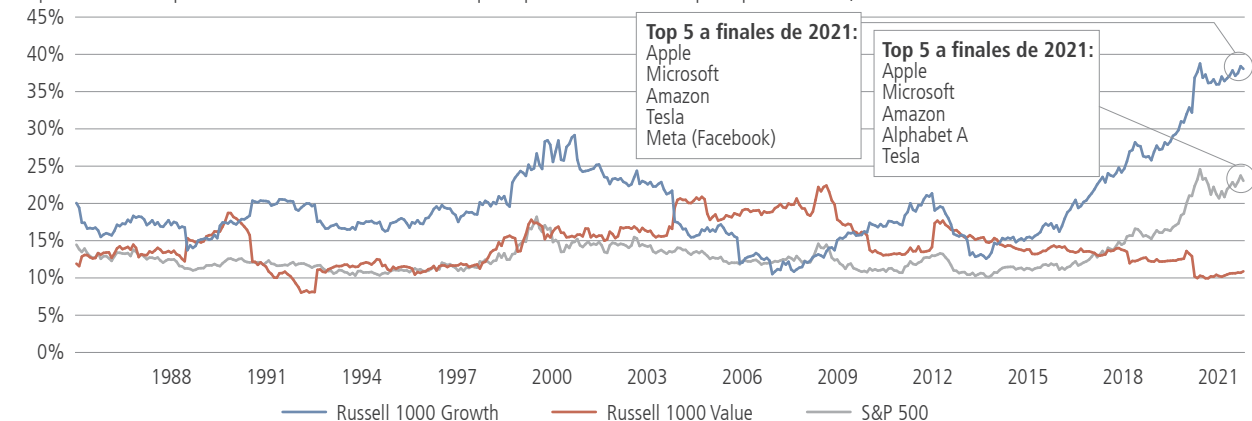
Rendimiento y duración del Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index, a 31 de enero del 2022



Fuente: FactSet. Sólo con fines ilustrativos. Los índices no están gestionados y no están disponibles para la inversión directa. La inversión conlleva riesgos incluida una posible pérdida de capital. **La rentabilidad pasada no garantiza los resultados futuros.**

...LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE SON VULNERABLES A LA SUBIDA DE LOS TIPOS TRAS UNA DÉCADA DE CONCENTRACIÓN EN VALORES DE CRECIMIENTO DE LARGA DURACIÓN

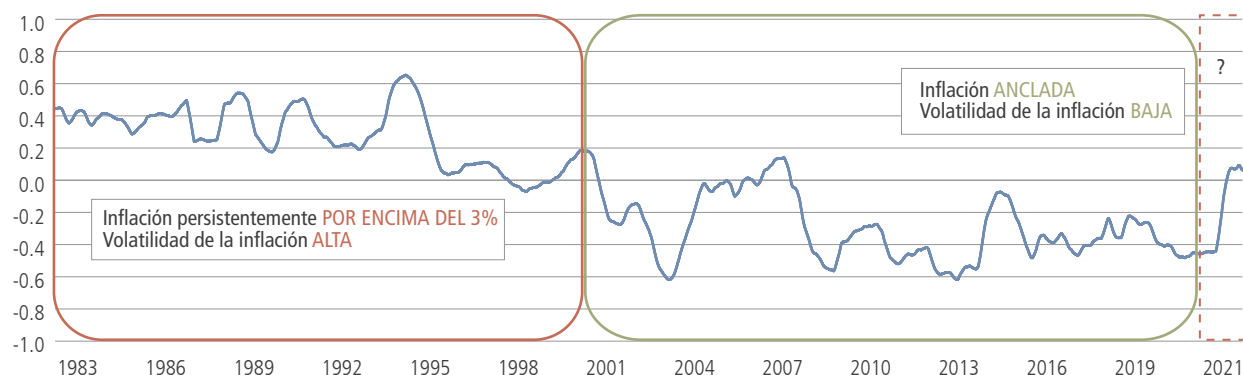
Proporción de la capitalización del mercado del índice que representan sus cinco principales valores, a 31 de diciembre de 2021



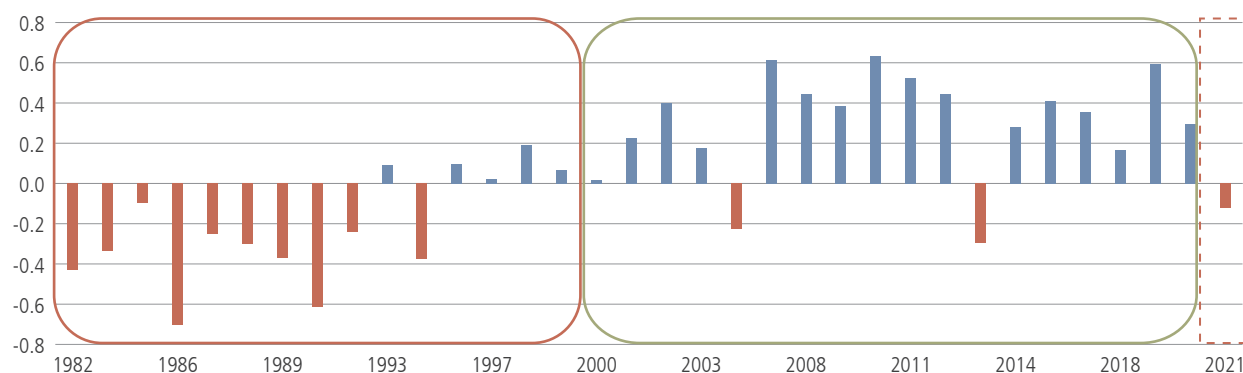
Fuente: Bloomberg. Sólo con fines ilustrativos. Los índices no están gestionados y no están disponibles para la inversión directa. La inversión conlleva riesgos, incluida la posible pérdida de capital. **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.**

...LO QUE HACE QUE LAS CARTERAS DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO SEAN VULNERABLES DE UN POSIBLE AUMENTO DE LA CORRELACIÓN ENTRE ACCIONES Y BONOS...

La correlación móvil de un año de los rendimientos diarios; Índice S&P 500 frente al Tesoro estadounidense a 10 años, a 7 de enero del 2022



Expectativa de inflación a 5 años en Estados Unidos, 3 de febrero de 2022



Fuente: Bloomberg. Sólo con fines ilustrativos. Nada de lo aquí expuesto constituye una predicción o proyección de acontecimientos futuros o del comportamiento futuro del mercado. Debido a una serie de factores, los acontecimientos reales o el comportamiento del mercado pueden diferir significativamente de las opiniones expresadas. Los índices no están gestionados y no están disponibles para la inversión directa. La inversión conlleva riesgos, incluida la posible pérdida del capital. **Los resultados pasados no garantizan los resultados futuros.**

...Y CON POCAS SEÑALES TODAVÍA DE UNA MAYOR INFLACIÓN ESTRUCTURAL EN LOS BONOS DEL TESORO A LARGO PLAZO, LOS MERCADOS PUEDEN TENER UN AJUSTE VOLÁTIL POR DELANTE...

Expectativa de inflación a 5 años en EE.UU., a 3 de febrero de 2022



Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis (FRED). Sólo con fines ilustrativos. Nada de lo aquí expuesto constituye una predicción o proyección de acontecimientos futuros o del comportamiento futuro del mercado. Debido a una serie de factores, los acontecimientos reales o el comportamiento del mercado pueden diferir significativamente de las opiniones expresadas. La inversión conlleva riesgos, incluida la posible pérdida del capital. **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.**

REFORZANDO LOS ARGUMENTOS PARA CONSIDERAR LA EXPOSICIÓN A LA INFLACIÓN COMO PARTE DEL OBJETIVO MÁS AMPLIO DE DIVERSIFICAR UNA CARTERA DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO

MITIGAR

el impacto de la inflación

- Minimizar la duración
- Revisar la cobertura de divisas

Bonos de corta duración, crédito sin grado de inversión, bonos municipales, renta variable de valor, renta variable, cobertura de divisas

APROVECHAR

la inflación

- Tipos variables y vinculados a índices
- Activos reales
- Poder de fijación de precios
- Ingresos y ganancias vinculados a la inflación

Materias primas, bienes inmuebles, infraestructuras, renta variable de materias primas, REIT, MLP, acciones cíclicas, acciones de bienes de lujo y ocio, mercados emergentes, bonos indexados, préstamos, crédito privado, crédito titulado, valores financieros subordinados

DIVERSIFICAR

la cartera frente a una coyuntura menos favorable de crecimiento e inflación

- Estrategias flexibles, ágiles y activas
- Estrategias no correlacionadas
- Calidad
- Ingresos
- Primas de volatilidad

Oro, activos digitales, estrategias vinculadas a seguros, estrategias neutrales de mercado, estrategias macroeconómicas, gestión activa de divisas, venta de índices de renta variable, renta variable de calidad, estrategias de crédito flexibles, mercados privados

Fuente: Neuberger Berman. Sólo con fines ilustrativos. Este material es de carácter general y no está dirigido a ninguna categoría de inversores y no debe considerarse como una recomendación individualizada, un consejo de inversión o una sugerencia para emprender o abstenerse de cualquier curso de acción relacionado con la inversión. Invertir conlleva riesgos, incluida la posible pérdida del capital.

En las economías industriales modernas, una inflación moderada se considera positiva. Incentiva el consumo y la inversión en capacidad productiva es lo que estimula la actividad económica en general. Durante las desaceleraciones económicas permite a los bancos centrales reducir los tipos de interés por debajo de la tasa de inflación sin tener que llegar a cero.

Por el contrario, la baja inflación y la deflación pueden ser síntomas de una economía con mala salud que reflejan una demanda de consumo moderada y una capacidad infrautilizada. En el otro extremo, una inflación elevada y persistente aumenta los costes para las empresas y los consumidores puede acabar provocando la quiebra generalizada de las empresas y las dificultades económicas y amenazando un círculo vicioso al retirarse cada vez más la inversión en capacidad productiva.

La inflación ideal moderada es útil para entender las respuestas políticas a la inflación en los últimos 40 años,

30 años de lucha contra la inflación 10 años de lucha contra la desinflación

Las autoridades monetarias controlaron la elevada inflación de la década de 1970 subiendo agresivamente los tipos de interés. Esto desencadenó 40 años de desinflación, empujado a la baja por los avances tecnológicos de la era de Internet y la absorción de la mano de obra de China y otros países emergentes en la comunidad comercial mundial.

Cuando la inflación entró en territorio negativo durante la Gran Crisis Financiera de 2008 - 09, las autoridades fiscales y monetarias intervinieron en la dirección opuesta con grandes paquetes de rescate económico, tipos de interés políticos cero e incluso negativos y flexibilización cuantitativa. Cuando se estaban preparando para retirar estas medidas la pandemia de coronavirus les obligó a volver a ellas con más agresividad que nunca.

Los bloqueos de 2020 fueron inicialmente desinflacionarios. Los consumidores ahorraron a un ritmo sin precedentes. Sin embargo, el impulso se convirtió rápidamente en inflacionario, ya que los gobiernos apoyaron a las empresas y a los trabajadores expuestos. Los consumidores tranquilos empezaron a gastar antes de que muchos trabajadores de fábricas, agricultores, tripulantes de barcos, camioneros y dependientes de tiendas volvieran a sus puestos de trabajo.

Incluso después de una guerra, es raro que las cadenas de suministro muy fragmentadas y con pocos recursos se encuentren con una ola de demanda reprimida como ésta. En toda Europa y Estados Unidos la inflación alcanzó niveles no vistos desde la década de 1980. El Banco de Inglaterra (BoE) ya ha empezado a subir los tipos de interés, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) ha adoptado un tono mucho más duro; y mientras el desempleo y la inflación de la zona euro alcanzaban sus niveles más bajos y más altos, respectivamente en la era de la moneda única, el Banco Central Europeo (BCE) ha seguido su ejemplo.

La transición a una inflación estructuralmente más alta podría aumentar la volatilidad

Es probable que gran parte de la interrupción de la cadena de suministro asociada a la pandemia disminuya. También es poco probable que la actual inflación extrema dure pero vemos cuatro razones principales por las que esto podría ser un punto de inflexión duradero dejándonos con una inflación estructuralmente más alta de lo que nos hemos acostumbrado en los últimos 20 años.

DES-GLOBALIZACIÓN

- Puede que las interrupciones de la cadena de suministro no duren para siempre pero han sido lo suficientemente dolorosas como para que las empresas empiecen a localizar y diversificar sustituyendo los acuerdos “justo a tiempo” de los últimos 40 años por una mayor redundancia “justo por si acaso”.
- Los gobiernos también fomentan la deslocalización para garantizar el suministro sobre todo de productos estratégicos como los semiconductores.

CHINA

- La población china envejece apenas crece y está tan urbanizada como es probable que como resultado su gobierno priorice la igualdad, la buena salud, el Medio Ambiente y la automatización de la economía sobre el crecimiento generador de empleo.
- Se acabaron las décadas en que China exportaba desinflación como el taller del mundo.

POLÍTICA FISCAL Y MONETARIA

- Percibimos una ampliación implícita y explícita de los mandatos de los bancos centrales que quita prioridad a la estabilidad de precios frente a objetivos sociales como la financiación de infraestructuras sostenibles, en el pleno empleo, una mayor igualdad y la liberalidad fiscal.
- En respuesta a los efectos actuales de la Gran Crisis Financiera y la pandemia, las autoridades fiscales de todo el mundo también parecen estar adoptando políticas económicas más populistas que podrían inclinar la balanza a favor del trabajo sobre el capital, lo que consideramos inflacionista.

DES-CARBONIZACIÓN

- La transición a las energías renovables y a una economía electrificada es necesaria pero costosa: recortar la inversión en energía intensiva en carbono, mientras la demanda sigue creciendo y la oferta de renovables se sigue construyendo probablemente generará una “Greenflation” (inflación verde) en las materias primas energéticas y en los metales que probablemente desempeñarán un papel importante en la economía neta cero.

Puede que los mercados de bonos a largo plazo hayan empezado a ajustarse en el 2022 pero todavía no tienen un precio para una inflación estructuralmente más alta. Mientras que a principios de año se situaban en el -1%, los rendimientos reales en EE.UU. por ejemplo siguen siendo negativos y sólo recientemente han superado el -0,5% a 10 años. Creemos que la Reserva Federal aspira a que los rendimientos reales vuelvan a cero, lo que requeriría un nuevo descenso de las expectativas de inflación un nuevo aumento de los rendimientos nominales a largo plazo ó ambas cosas. Sin embargo, el mensaje de la Reserva Federal sobre una política más restrictiva ha aplanado la curva de rendimiento ya que los rendimientos a largo plazo han aumentado más lentamente que los rendimientos a corto plazo: sospechamos que los inversores aún no están preparados para reconocer que hemos llegado a un punto de inflexión ó para reconocer las fuerzas inflacionistas estructurales que vemos en funcionamiento.

“Los mercados no han valorado la inflación persistente a largo plazo: están más centrados en la posible trayectoria descendente hasta 2022 y 2023. Pero creemos que la inflación será estructuralmente más alta de lo que nos hemos acostumbrado en los últimos 20 años.”

Brad Tank, CIO—Renta Fija

“Durante 10 años, los bancos centrales aflojaban cuando el crecimiento se tambaleaba; ahora, frente a la inflación están dispuestos a apretar cuando las expectativas de crecimiento aumentan. Es un gran cambio junto con lo que vemos como fuerzas inflacionistas potencialmente estructurales podría dejarnos con una mezcla de crecimiento-inflación mucho menos favorable lo que llevaría a una mayor volatilidad e incertidumbre en el mercado.”

Robert Surgent, Gestor de Carteras Senior, Multi Asset

Esto deja a los mercados financieros vulnerables, en nuestra opinión. Una década de lento crecimiento mundial, políticas de tipos de interés cero, flexibilización cuantitativa y la consiguiente búsqueda de crecimiento y rendimiento nos han dejado con una dinámica de mercado única y singularmente frágil:

- Rendimientos de los bonos históricamente bajos
- Márgenes de crédito históricamente reducidos
- Valoraciones históricamente altas del mercado de renta variable
- Una demanda históricamente alta de acciones de “crecimiento”

Dejando la renta variable y la renta fija:

- Caros
- Cada vez más correlacionados
- Sensibles a las variaciones de los tipos de interés, y en riesgo en caso de que los tipos deban subir sustancialmente para controlar la inflación

La volatilidad que se ha abierto en 2022 ha empezado a reflejar esta fragilidad del mercado, así como la posibilidad de una combinación crecimiento-inflación menos favorable que la que hemos afrontado durante gran parte de los últimos 20 años. Creemos que es probable que la volatilidad persista en el futuro inmediato.

¿Qué puede significar esto para las Carteras?

En estas condiciones, creemos que los inversores que se preparan para una inflación estructuralmente más alta deberían tratar de conseguir tres cosas.

MITIGAR

el impacto de la inflación

- Minimizar la duración
- Revisar la cobertura de divisas

APROVECHAR

la inflación

- Tipos variables y vinculados a índices
- Activos reales
- Poder de fijación de precios
- Ingresos y ganancias vinculados a la inflación

DIVERSIFICAR

la cartera frente a una coyuntura menos favorable de crecimiento e inflación

- Estrategias flexibles, ágiles y activas
- Estrategias no correlacionadas
- Calidad
- Ingresos
- Primas de volatilidad

Sólo con fines ilustrativos. Este material es de naturaleza general y no está dirigido a ninguna categoría de inversores y no debe considerarse como una recomendación individualizada, un consejo de inversión o una sugerencia para emprender o abstenerse de cualquier curso de acción relacionado con la inversión. Invertir conlleva riesgos, incluídala posible pérdida de capital.

Nos gustaría argumentar que la búsqueda de activos sensibles a la inflación hoy en día no sólo tiene que ver con la conveniencia de la exposición a la inflación en sí misma, sino con el objetivo más amplio de la diversificación de la cartera: creemos que muchos inversores podrían carecer de suficiente exposición a la inflación después de experimentar un período tan largo de precios estables. Además, una inflexión económica tan importante, combinada con unos mercados tan frágiles, probablemente se caracterice por una mayor volatilidad del mercado, como ya hemos visto este año.

Renta fija: Duración corta, tipos flotantes, estrategias flexibles

Podría decirse que las carteras de renta fija son las que más riesgo corren ante un entorno inflacionista. La inflación y los tipos más altos tienden a reducir el valor real actual de un flujo de renta fija. Cuanto más larga sea la fecha de esos flujos de ingresos, más sensible será su valor actual a las variaciones de los tipos, ya que presentan una mayor duración. Si se requiere un rendimiento real a largo plazo del 1% o incluso cero para que la inflación se sitúe, por ejemplo entre el 2,5% y el 3,0% los rendimientos nominales serán sustancialmente más altos que los actuales.

“Ahora mismo, los TIPS no son la forma más barata de expresar una visión de la inflación pero con valoraciones más atractivas seguirían siendo la forma más directa de ganar exposición”.

Ashok Bhatia, Director General Adjunto de Renta Fija

“Cuando la inflación es más alta ciertamente nos volvemos más cautelosos en torno a los sectores que requieren una mano de obra importante, o que se enfrentan a otros costes que podrían resultar difíciles de trasladar a los clientes.”

Joe Lynch, Responsable Global de Crédito sin grado de Inversion

En la renta fija, creemos que la prioridad es **MITIGAR** el impacto de la inflación.

- **Corta duración:** Minimiza el impacto negativo de la subida de tipos: con la Fed, el BCE y el Banco de Inglaterra volviéndose más beligerantes con la inflación, favorecemos este posicionamiento tanto en los mercados estadounidenses como en los europeos.
- **Crédito sin grado de inversión:** Para mantener el rendimiento con una duración más corta, somos partidarios de añadir riesgo crediticio con bonos de alto rendimiento estadounidenses y europeos, estrategias específicas de alto rendimiento de corta duración, préstamos bancarios negociables y deuda titulizada.
- **Bonos municipales estadounidenses:** Duración corta, con un riesgo crediticio algo menor, en muchos casos respaldados por un mercado inmobiliario fuerte.
- **Cobertura de divisas:** Aislar la exposición al riesgo, ya que la incertidumbre cíclica y el aumento de la inflación aumentan la posibilidad de una mayor volatilidad en el mercado de divisas.

Aunque la inflación es en general un reto para las carteras de bonos hay formas de **SACAR PROVECHO**.

- **Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación (TIPS) y otros bonos indexados:** Los TIPS estadounidenses a corto plazo fueron uno de los pocos mercados de renta fija en los que la rentabilidad total coincidió con la tasa de inflación estadounidense del 7% en 2021, pero ahora están caros; creemos que es prudente observar los rendimientos reales para encontrar un punto de entrada más atractivo.
- **Valores de tipo flotante:** Los préstamos bancarios negociables, el crédito privado, los tramos de crédito titularizados y las obligaciones municipales a la vista a tipo variable ya han tenido un rendimiento superior debido a su corta duración; el aumento de los cupones puede aumentar su rentabilidad total una vez que los bancos centrales se embarquen en sus subidas de tipos previstas.
- **Valores financieros subordinados:** La fuerte calidad crediticia y los atractivos rendimientos se combinan con el potencial de los emisores para beneficiarse de la subida de los tipos de interés.

Los mercados de bonos ofrecen amplias formas de **DIVERSIFICAR** el riesgo: mediante la duración, el riesgo de crédito, el riesgo de divisas, el riesgo regional, los tipos fijos o flotantes, las posiciones senior o subordinadas en las estructuras de capital.

- **Estrategias flexibles:** El alto nivel de incertidumbre cíclica justifica las estrategias de “ir a cualquier parte” que son capaces de cambiar con los datos económicos y desde el punto de vista de los inversores.

Inversiones alternativas: Activos reales, estrategias no correlacionadas.

Renta Variable: Poder de fijación de precios con un renovado enfoque en el rendimiento

La renta variable ha tendido a superar a la renta fija durante los periodos de mayor inflación pero eso parece tener más que ver con el fuerte crecimiento que suele acompañar al aumento de la inflación que con la inflación en sí misma. La posibilidad de que la combinación crecimiento-inflación sea menos favorable es, por tanto una buena razón para reexaminar el estilo y las inclinaciones sectoriales en las carteras de renta variable, pero también para replantearse el equilibrio entre los enfoques pasivos y los activos.

“Piense en el mercado de renta variable en términos de upstream y downstream. Las empresas de la fase inicial, como los productores de materias primas y los fabricantes de semiconductores, tienen más facilidad para repercutir sus costes. En cambio, en el mercado descendente, que se dirige directamente al consumidor, es mucho más difícil repercutir los costes. Las empresas del sector intermedio que fabrican bienes de equipo están entre esos dos extremos”.

Raheel Siddiqui, Analista de Investigación Senior De Renta Variable

“El crecimiento ha superado tanto al valor en la última década que ha llegado a dominar los índices de referencia. Los llamados índices “core” son ahora índices de crecimiento. Los índices de crecimiento son ahora índices de “supercrecimiento”. Y los valores de crecimiento corren mucho más riesgo de sufrir una subida de tipos que los de valor”.

Eli Salzmänn, Gestor de Cartera Senior, Large Cap Value Equities

En la renta fija, creemos que la prioridad es **MITIGAR** el impacto de la inflación.

- **Corta duración:** Minimiza el impacto negativo de la subida de tipos: con la Fed, el BCE y el Banco de Inglaterra volviéndose más beligerantes con la inflación, favorecemos este posicionamiento tanto en los mercados estadounidenses como en los europeos.
- **Crédito sin grado de inversión:** Para mantener el rendimiento con una duración más corta somos partidarios de añadir riesgo de crédito con bonos de alto rendimiento estadounidenses y europeos estrategias de alto rendimiento de corta duración, préstamos bancarios negociables y deuda titulizada.
- **Bonos municipales estadounidenses:** Duración corta, con un riesgo crediticio algo menor en muchos casos respaldados por un mercado inmobiliario fuerte.
- **Cobertura de divisas:** Aislar la exposición al riesgo, ya que la incertidumbre cíclica y el aumento de la inflación aumentan la posibilidad de una mayor volatilidad en el mercado de divisas.

Aunque la inflación es en general un reto para las carteras de bonos hay formas de **SACAR PROVECHO**.

- **Valores del Tesoro Protegidos contra la Inflación (TIPS) y otros bonos indexados:** Los TIPS estadounidenses a corto plazo fueron uno de los pocos mercados de renta fija en los que la rentabilidad total coincidió con la tasa de inflación estadounidense del 7% en 2021, pero ahora están caros; creemos que es prudente observar los rendimientos reales para encontrar un punto de entrada más atractivo.
- **Valores de tipo flotante:** Los préstamos bancarios negociables, el crédito privado, los tramos de crédito titulizados y las obligaciones municipales a la vista a tipo variable ya han tenido un rendimiento superior debido a su corta duración; el aumento de los cupones puede aumentar su rentabilidad total una vez que los bancos centrales se embarquen en sus subidas de tipos previstas.
- **Valores financieros subordinados:** La fuerte calidad crediticia y los atractivos rendimientos se combinan con el potencial de los emisores para beneficiarse de la subida de los tipos de interés.

Los mercados de bonos ofrecen amplias formas de **DIVERSIFICAR** el riesgo: a través de la duración, el riesgo de crédito, el riesgo de divisas, el riesgo regional, los tipos fijos o flotantes, las posiciones senior o subordinadas en las estructuras de capital.

- **Estrategias flexibles:** El alto nivel de incertidumbre cíclica justifica las estrategias de “ir a cualquier parte” que son capaces de cambiar con los datos económicos y es sentimiento de los inversores.

Inversiones alternativas: Activos reales, estrategias no correlacionadas

Los rendimientos históricamente bajos de los bonos, los estrechos márgenes de crédito y las elevadas valoraciones del mercado de renta variable aumentan la probabilidad de que las acciones y los bonos estén más correlacionados y sean más volátiles. En nuestra opinión, la posibilidad de una inflación estructuralmente más alta y una combinación de crecimiento e inflación menos favorable aumentan aún más esa probabilidad. La cartera tradicional 60/40 parece vulnerable. Creemos que los diversificadores alternativos tendrán que desempeñar un papel más importante, centrándose en los que son especialmente sensibles a la inflación.

“El camino hacia una inflación estructuralmente más alta está plagado de incertidumbre. Parece probable que se produzca un alejamiento de los modelos de asignación de activos “pasivos”, de “fijar y olvidar”, como el 60/40 o la paridad de riesgo ingenua, en favor de enfoques más tácticos y receptivos.”

Erik Knutzen, Director de Inversiones de Multi Asset

“Es probable que la desglobalización, la descarbonización y la redistribución generen más demanda de materias primas, lo que podría desplazarlas de su papel tradicional de cobertura contra los picos inflacionistas cíclicos a un nuevo papel de cobertura contra una inflación estructuralmente más elevada.”

Hakan Kaya, Gestor Senior de Carteras de Materias Primas, Estrategias Cuantitativas Y Multiactivos

“Una autopista de peaje puede recaudar ingresos vinculados al IPC, los ingresos de una empresa de servicios públicos pueden estar vinculados a su materia prima, e incluso los activos que no suelen tener contratos ajustados a la inflación a largo plazo, como los puertos, suelen ser lo suficientemente críticos como para tener un poder de fijación de precios considerable.”

Josh Miller, Analista de Investigación y Cartera, Infrastructure Private Equity

Los activos reales suelen ser el corazón de las carteras diseñadas para **APROVECHAR** la inflación.

- **Productos básicos:** Es probable que la desglobalización aumente la competencia mundial por las materias primas; la política centrada en la igualdad implica un mayor poder adquisitivo para las personas con menores ingresos, que tienden a gastar más en materias primas; y es probable que la descarbonización aumente la demanda de muchas materias primas, especialmente los metales.
- **El sector inmobiliario:** A medida que aumentan los costes de construcción, el valor de los activos inmobiliarios existentes también tiende a aumentar; para justificar los costes de construcción, es probable que los alquileres en todo el sector también tengan que aumentar; muchos sectores tienen contratos de arrendamiento a largo plazo con escalas contractuales vinculadas a la inflación, otros tienen contratos de arrendamiento renovables anualmente, y los alquileres suben y bajan con los precios al consumo y los salarios.
- **Inmuebles residenciales multifamiliares:** La inflación salarial es el principal motor de la demanda, y sus contratos de arrendamiento son cortos, por lo que su duración es mínima.
- **Fondos de inversión inmobiliaria (REIT):** Empresas cotizadas que se especializan en la gestión de activos inmobiliarios.
- **Infraestructuras:** Los contratos de uso a largo plazo suelen ajustarse en función de un índice de precios al productor o al consumidor o, en el caso de una empresa de servicios públicos, del precio de su materia prima; otros activos suelen ser lo suficientemente críticos como para tener un poder de fijación de precios considerable.
- **Infraestructura de energías renovables:** La materia prima es gratuita, pero, sobre todo durante la transición hacia la descarbonización, puede beneficiarse de los mismos precios elevados de la energía para el consumidor fijados por las empresas de combustibles fósiles.
- **Sociedades limitadas maestras (MLP):** Sociedades cotizadas que se especializan en la gestión de activos de infraestructuras energéticas intermedias (cada vez más creadas o convertidas en sociedades anónimas, pero a menudo siguen denominándose MLP).

Las altas valoraciones, los bajos rendimientos y la posibilidad de una combinación menos favorable de crecimiento e inflación hacen que la necesidad de **DIVERSIFICAR** los riesgos de la renta variable y la renta fija sea mayor que nunca.

- **Mercados no correlacionados:** Algunos riesgos de mercado son totalmente diferentes de los riesgos económicos de la renta variable y la renta fija, como los asociados a los bonos de catástrofes y otros valores vinculados a los seguros.
- **Estrategias no correlacionadas:** La baja correlación puede lograrse cuando las posiciones largas y cortas crean exposiciones neutrales al mercado, como en el caso de los fondos de cobertura de valor relativo y neutrales al mercado; o cuando se buscan rendimientos de la negociación a corto y medio plazo, como en el caso de las estrategias macro ó de seguimiento de tendencias.
- **Gestión activa de divisas:** Mientras que los picos de volatilidad del mercado de divisas han coincidido con periodos de tensión económica y del mercado (a veces inflacionista, ó desinflacionista), los aumentos más graduales de la volatilidad de las divisas, y por lo tanto la oportunidad de rendimiento activo, han tendido a correlacionarse con periodos de expectativas de inflación decrecientes, lo que podría hacer de la gestión activa de divisas un diversificador útil a medida que la inflación disminuye desde sus extremos actuales, y en caso de que pasemos a una combinación de crecimiento e inflación menos favorable.
- **Oro y activos digitales:** Aunque puede ser vulnerable a la subida de los tipos, el oro tiene un historial de buenos resultados cuando la combinación crecimiento-inflación es desfavorable; la escasez incorporada de Bitcoin podría darle el potencial para protegerse contra la inflación y la degradación de la moneda fiduciaria; a medida que la adopción crece y la regulación aumenta la confianza, creemos que algunas criptodivisas podrían descorrelacionarse de los activos de riesgo y comportarse más como "oro digital".
- **Suscripción de opciones de venta sobre índices de renta variable:** Gana primas que han tendido a aumentar en tiempos de incertidumbre y volatilidad del mercado, vendiendo efectivamente un seguro contra caídas sustanciales de los índices de renta variable.
- **Acciones privadas:** Las valoraciones de los activos subyacentes existentes pueden estar en riesgo porque tienden a estar orientadas al crecimiento y a la larga duración, pero los compromisos de fondos realizados hoy probablemente se inviertan en los próximos dos o tres años, beneficiándose potencialmente de valoraciones más atractivas; históricamente, las cosechas de capital privado levantadas cuando las valoraciones del mercado público alcanzaron su punto máximo han pasado a generar algunos de los mejores rendimientos.

Para mantener la diversificación, prepárese para la inflación

Creemos que ahora es prudente pensar en qué clases de inversión tienen el potencial de mitigar y ofrecer una exposición positiva a una mayor inflación.

Aunque también creemos que la exposición a la inflación debe considerarse no sólo en sus propios términos sino como un medio importante para ofrecer un enfoque genuino de diversificación de la cartera en un momento de bajos rendimientos de los bonos, altas valoraciones de la renta variable, extrema concentración del mercado de crecimiento y renta variable, estrechas correlaciones entre acciones y bonos y la posibilidad de una combinación menos favorable de crecimiento e inflación. Creemos que la dinámica de la inflación debe ser objeto de atención ahora porque las condiciones económicas están cambiando, pero también porque los inversores podrían carecer de una exposición suficiente a la inflación después de experimentar un periodo tan largo de precios estables.

Esto implica dos consideraciones:

En primer lugar, creemos que hay que tener cuidado de no inclinarse demasiado hacia la sensibilidad a la inflación, y tener en cuenta formas de añadir activos y estrategias más amplios que amortigüen la volatilidad y no estén correlacionados, como complemento y equilibrio de las exposiciones a la inflación.

En segundo lugar, es poco probable que los mejores resultados se obtengan simplemente añadiendo a la cartera una larga lista de clases de activos sensibles a la inflación. Cada clase de activos tiene características diferentes que implican distintos papeles en una cartera de diferentes tamaños.

Algunas como las materias primas presentan una alta sensibilidad a la inflación y una elevada volatilidad pero una correlación relativamente baja con la renta variable y la renta fija. Otros, como los valores y las acciones cíclicas o los bienes inmuebles cotizados y las infraestructuras de tipo medio presentan una sensibilidad a la inflación y una volatilidad relativamente elevadas pero también una correlación relativamente alta con el mercado de renta variable. Los préstamos a tipo flotante pueden combinar la sensibilidad a la inflación con una volatilidad moderada y una correlación modesta con la renta variable y la renta fija, pero con el riesgo de una caída más severa en los eventos de cola del crédito. Los bonos ligados a la inflación han tendido a ofrecer una alta sensibilidad a la inflación con una baja volatilidad en el pasado pero las valoraciones actuales pueden comprometerlos en ambos aspectos.

La creación de una combinación adecuada de activos relacionados con la inflación y activos tradicionales para su perfil de riesgo-rentabilidad y su diversificación exige una cuidadosa reflexión. Creemos que el camino que estamos recorriendo conduce a una inflación estructuralmente más alta. Pero es poco probable que ese camino sea recto o suave, y creemos que un conjunto equilibrado de riesgos de cartera puede ayudar a los inversores a recorrerlo con mayor seguridad.

Este material se proporciona únicamente con fines informativos y nada de lo aquí expuesto constituye asesoramiento en materia de inversión, legal, contable o fiscal. Este material es de carácter general y no está dirigido a ninguna categoría de inversores y no debe considerarse como una recomendación individualizada, un consejo de inversión o una sugerencia para emprender o abstenerse de cualquier curso de acción relacionado con la inversión. Las decisiones de inversión y la idoneidad de este material deben tomarse en función de los objetivos y circunstancias individuales del inversor y en consulta con sus asesores. La información se obtiene de fuentes consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud, integridad o fiabilidad. Toda la información es actual a la fecha de este material y está sujeta a cambios sin previo aviso. Los comentarios sobre sectores y empresas específicos tienen únicamente fines informativos. Este material no pretende ser un informe de investigación formal y no debe utilizarse como base para tomar una decisión de inversión. La empresa, sus empleados y las cuentas de asesoramiento pueden tener posiciones en cualquiera de las empresas analizadas. Nada de lo aquí expuesto constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Los valores específicos identificados y descritos no representan todos los valores comprados, vendidos o recomendados para los clientes asesores. No debe suponerse que las inversiones en valores, empresas, sectores o mercados identificados y descritos hayan sido o vayan a ser rentables. Los puntos de vista u opiniones expresados pueden no reflejar los de la empresa en su conjunto. Los productos y servicios de Neuberger Berman pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todos los tipos de clientes. Las referencias a sitios de terceros se hacen únicamente con fines informativos y no implican ningún tipo de respaldo, aprobación, investigación, verificación o supervisión por parte de Neuberger Berman de ningún contenido o información contenida en dichos sitios o accesible desde ellos. Invertir conlleva riesgos, incluida la posible pérdida de capital. Las inversiones en fondos de cobertura y capital privado son especulativas e implican un mayor grado de riesgo que las inversiones más tradicionales. Las inversiones en fondos de cobertura y en capital privado están destinadas únicamente a inversores sofisticados. Los índices no están gestionados y no están disponibles para la inversión directa. **Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.**

Las opiniones expresadas en este documento pueden incluir las del equipo de Neuberger Berman Multi-Asset Class (MAC) o las del Comité de Asignación de Activos de Neuberger Berman. El Comité de Asignación de Activos está compuesto por profesionales de múltiples disciplinas, incluidos estrategas de renta variable y renta fija y gestores de carteras. El Comité de Asignación de Activos revisa y establece modelos de asignación de activos a largo plazo, establece asignaciones tácticas de clases de activos preferidas a corto plazo y, a petición, revisa las asignaciones de activos para mandatos grandes y diversificados. Las opiniones sobre la asignación táctica de activos se basan en una cartera hipotética de referencia. Los miembros del Comité de Asignación de Activos son encuestados sobre las clases de activos y las opiniones posicionales son representativas de un consenso del Comité de Asignación de Activos. Las opiniones del equipo MAC o del Comité de Asignación de Activos pueden no reflejar las opiniones de la empresa en su conjunto y los asesores y gestores de cartera de Neuberger Berman pueden adoptar posiciones contrarias a las opiniones del equipo MAC o del Comité de Asignación de Activos. Las opiniones del equipo MAC y del Comité de Asignación de Activos no constituyen una predicción o proyección de acontecimientos futuros o del comportamiento futuro del mercado. Este material puede incluir estimaciones, perspectivas, proyecciones y otras "declaraciones prospectivas". Debido a una serie de factores, los acontecimientos reales o el comportamiento del mercado pueden diferir significativamente de las opiniones expresadas. Nada de lo aquí expuesto constituye una predicción o proyección de acontecimientos futuros o del comportamiento futuro del mercado o de la economía.

La información contenida en este material puede contener proyecciones, perspectivas de mercado u otras afirmaciones de carácter prospectivo relativas a acontecimientos futuros, incluidas las perspectivas o expectativas económicas, de clase de activos y de mercado, y sólo es actual en la fecha indicada. No existe ninguna garantía de que dichos acontecimientos, perspectivas y expectativas se vayan a cumplir, y los resultados reales pueden ser significativamente diferentes a los aquí mostrados. La duración y las características de los ciclos económicos/de mercado y el comportamiento del mercado en el pasado, incluidos los mercados alcistas/bajistas, no son una indicación de la duración y las características de los ciclos económicos/de mercado actuales o futuros. La información sobre observaciones históricas acerca de las clases de activos o subactivos no pretende representar ni predecir acontecimientos futuros. Las tendencias históricas no implican, pronostican ni garantizan resultados futuros. La información se basa en las opiniones actuales y en las condiciones del mercado, que fluctuarán y podrán ser superadas por acontecimientos posteriores del mercado o por otras razones.

El valor de un bono puede fluctuar en función de los tipos de interés, las condiciones del mercado, la calidad del crédito y otros factores. Puede tener una ganancia o una pérdida si vende sus bonos antes del vencimiento. Por supuesto, los bonos están sujetos al riesgo de crédito del emisor. Si se venden antes del vencimiento, los valores municipales están sujetos a ganancias/pérdidas basadas en el nivel de los tipos de interés, las condiciones del mercado y la calidad crediticia del emisor. Los ingresos pueden estar sujetos al impuesto mínimo alternativo (AMT) y/o a los impuestos estatales y locales, según el estado de residencia del inversor. Los bonos de alto rendimiento, también conocidos como "bonos basura", se consideran especulativos y conllevan un mayor riesgo de impago que los bonos con grado de inversión. Su valor de mercado tiende a ser más volátil que el de los bonos con grado de inversión y puede fluctuar en función de los tipos de interés, las condiciones del mercado, la calidad del crédito, los acontecimientos políticos, la devaluación de la moneda y otros factores. Los bonos de alto rendimiento no son adecuados para todos los inversores y los riesgos de estos bonos deben sopesarse frente a las posibles recompensas. Ni Neuberger Berman ni sus empleados proporcionan asesoramiento fiscal o legal. Debe ponerse en contacto con un asesor fiscal en relación con la idoneidad de las inversiones exentas de impuestos en su cartera. Los bonos del Estado y las letras del Tesoro están respaldados por la plena fe y el crédito del Gobierno de los Estados Unidos en cuanto al pago puntual del principal y los intereses. La inversión en acciones, incluso de las empresas más grandes, conlleva todos los riesgos de la inversión bursátil, incluido el riesgo de que pierdan valor debido a las condiciones generales del mercado o de la economía. Las acciones de pequeña y mediana capitalización son más vulnerables a los riesgos financieros y de otro tipo que las acciones de empresas más grandes. También se negocian con menos frecuencia y en menor volumen que las acciones de empresas más grandes, por lo que sus precios de mercado tienden a ser más volátiles. La inversión en valores extranjeros conlleva mayores riesgos que la inversión en valores de emisores estadounidenses, como las fluctuaciones monetarias, los tipos de interés, la posible inestabilidad política, las restricciones a los inversores extranjeros, la menor regulación y la menor liquidez del mercado. La venta o compra de materias primas suele realizarse a través de contratos de futuros u opciones sobre futuros, que implican riesgos significativos, como la volatilidad de los precios, el elevado apalancamiento y la falta de liquidez. Este material se emite de forma limitada a través de varias filiales y subsidiarias globales de Neuberger Berman Group LLC. Por favor, visite www.nb.com/disclosure-global-communications para conocer las entidades específicas y las limitaciones y restricciones jurisdiccionales.

El nombre y el logotipo de "Neuberger Berman" son marcas de servicio registradas de Neuberger Berman Group LLC.

NEUBERGER	BERMAN
-----------	--------

Neuberger Berman
1290 Avenue of the Americas
New York, NY 10104-0001

www.nb.com