



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO

11 DE ENERO DE 2017

ANÁLISIS ECONÓMICO DICIEMBRE 2016

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

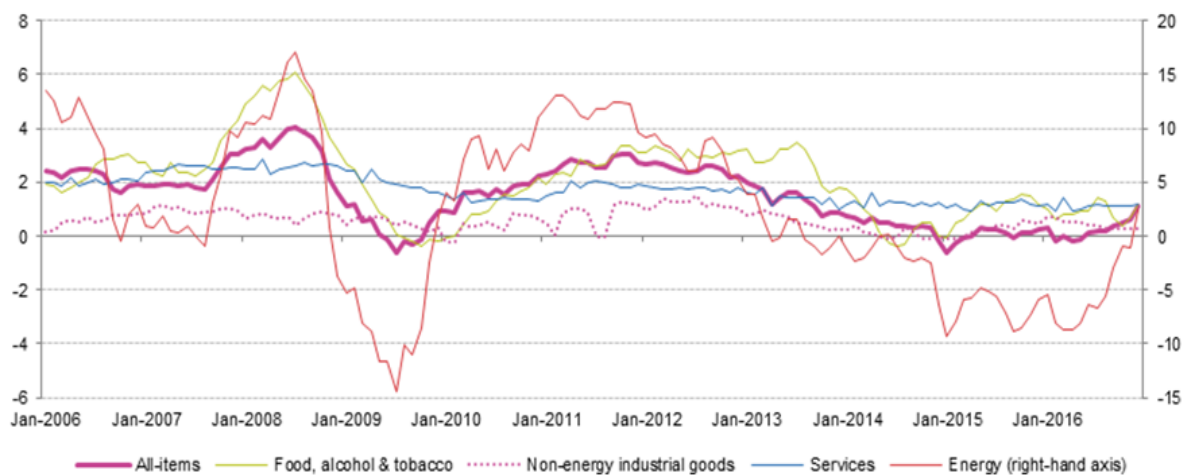
Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la
Autora y Know Square S.L.

¿Y si repunta la inflación?

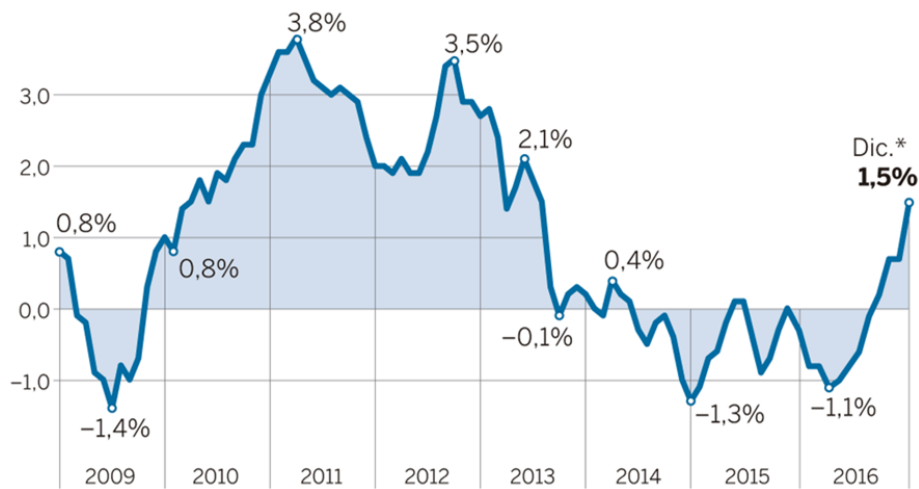
Los precios cerraron el año pasado experimentando un claro repunte. En España del 1,5% y en la zona euro del 1,1%, según datos adelantados comparados con los precios de un año antes. El repunte frente a sólo un mes antes es ostensible, ya que en noviembre la subida de precios se situó en el 0,7% interanual en España y en el 0,6% en el área euro. El repunte del precio del crudo, y con él de los carburantes, es el principal responsable de la subida. Así, excluyendo los componentes volátiles como energía y alimentos, los últimos datos de inflación "subyacente" tanto en la zona euro como en España la sitúan en niveles cercanos pero no superiores al 1%. En cualquier caso, también en la inflación subyacente se percibe cierto despertar, al situarse en el rango alto de los dos últimos años (entre el 0,2% y el 1,1% en España y entre el 0,6% y el 1,1% en el área euro).

Si en Europa el repunte de los precios generales es claro, y el de los precios estructurales (inflación subyacente) parece vislumbrarse, en EE.UU. ambas alzas son un hecho, situándose el incremento anual de precios en torno al 2% (1,7% la inflación general en el último mes disponible, noviembre, y 2,1% la subyacente).

Inflación en el área euro (variación interanual, en %)



Inflación en España (variación interanual, en %)



* Dato adelantado

¿En qué invertir si repunta la inflación?

La historia no tiene por qué repetirse si las circunstancias cambian, y así el **regreso de la inflación a niveles históricos de un dígito alto parece improbable en un escenario de globalización** (que presiona a la baja los precios de los bienes y servicios, y por ende también los sueldos) y en ausencia de las agudas crisis del petróleo vividas en los años 70 y 80.

En cualquier caso, puestos a asumir un escenario con incrementos de precios superiores a los actuales (ya sea por efecto de la subida del crudo, la política monetaria expansiva de los últimos años, la recuperación económica o el posible estímulo fiscal), la pregunta relevante es cómo protegerse frente a la inflación, en qué conviene invertir.

Los TIPS (*Treasury Inflation Protected Securities*) o bonos del Estado indicados a la inflación surgen como posible respuesta inmediata, aunque conviene contrastarla.

El cuadro siguiente muestra un estudio sobre las rentabilidades que han ofrecido distintos activos en distintos escenarios de crecimiento e inflación.

Asset class returns by economic environment (1926-2010)

Economic Environment	Asset Class	Average Return (%)
Rising Growth	Equities	13.9
	Commodities	10.2
	TIPS	8.4
	Bonds	1.1
Falling Growth	TIPS	9.4
	Bonds	8.8
	Equities	5.8
	Commodities	1.2
Rising Inflation	TIPS	19.4
	Commodities	11.5
	Equities	5.9
	Bonds	3.9
Falling Inflation	Equities	12.9
	Bonds	7.1
	Commodities	-0.9
	TIPS	-1.4

Source: Bridgewater Associates

Los TIPS se comportan mucho mejor que los bonos tradicionales en caso de inflación creciente o crecimiento económico, muy parecidos en caso de caída de la actividad económica, y peor en el caso de inflación decreciente.

En escenarios de inflación creciente los TIPS son el activo que mejor se comporta, por encima de las *commodities* (materias primas) y de la renta variable.

¿En qué casos conviene invertir en bonos ligados a la inflación?

Veamos hasta dónde debe repuntar la inflación para que nos convenga invertir en los citados bonos.

El cuadro siguiente, proporcionado por Agence France Trésor (el tesoro francés) muestra la diferencia entre la rentabilidad de los bonos franceses convencionales a

10 y 30 años y los ligados a la inflación de la zona euro a los mismos plazos. La diferencia de rentabilidad (actualmente alrededor del 1% a 10 años, y cerca del 1,5% a 30 años) es lo que se conoce como punto de equilibrio de inflación, o la tasa de inflación a partir de la cual el rendimiento de los bonos ligados a inflación sería superior a la de los bonos convencionales; el nivel de inflación a partir del cual nos convendría comprar bonos indicados frente a convencionales.

Yield OAT – Yield OATCi (10 years and 30 years). Agence France Trésor



Podemos ver que desde julio de 2016 el punto de equilibrio de inflación ha aumentado algo, aunque sigue moviéndose dentro de un margen estrecho (de medio punto porcentual entre máximo y mínimo en los últimos dos años) y es inferior, por ejemplo al de mediados de 2015.

La tasa de inflación "cotizada" de esta forma por el mercado (1% a 10 años, 1,5% a 30 años) es inferior al objetivo a largo plazo de inflación del BCE del 2%. Con sólo que se alcanzasen los objetivos de inflación del BCE, la compra de bonos ligados a inflación sería una opción más interesante que la de bonos convencionales.

Para España, el cuadro siguiente muestra las últimas rentabilidades de los bonos (TIR) de las cuatro emisiones más recientes de bonos españoles ligados a inflación (inflación armonizada del área euro), comparadas con otras cuatro emisiones de bonos soberanos españoles convencionales a la misma fecha de vencimiento (rentabilidades a que cotizan, a precio de mercado actual de los bonos, de 9 de enero de 2017, según Bloomberg). El diferencial sería de nuevo el *breakeven inflation point*, o inflación de equilibrio. Si la inflación superara en media anual en el período hasta el vencimiento dicho diferencial los bonos ligados a inflación serían una opción más atractiva que los convencionales. Los puntos de equilibrio de la inflación están en el 1,07% a 8 años y 1,24% a 14 años, en consonancia con los que el gráfico anterior muestra para los bonos franceses a 10 y 30 años.

TIR bonos Reino de España

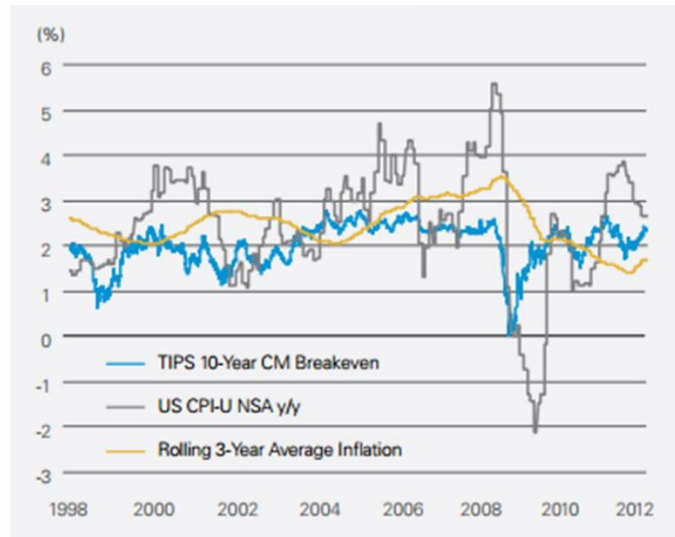
Vencimiento	Ligados a inflación	Tradicionales	Inflación equilibrio
3 años	-0,93%	0,00%	0,93%
5 años	-0,64%	0,28%	0,92%
8 años	0,06%	1,13%	1,07%
14 años	0,68%	1,92%	1,24%
Fuente: Bloomberg 9-1-2017			

¿Son los bonos cotizados un buen estimador de la inflación?

Este gráfico recoge el historial de 14 años (1998-2012) del *breakeven inflation point* de los bonos norteamericanos con vencimiento a 10 años. El diferencial de rentabilidad entre los bonos tradicionales y los TIPS (ligados a inflación) se marca en la línea azul y se observa que, con la excepción del período 2008-2009, ha permanecido entre algo más del 1% y algo menos del 3%.

La línea gris indica la inflación anual, y la amarilla la media anual de los últimos tres años. Vemos como en general la "inflación cotizada en el diferencial de los bonos" se asemeja más a la inflación de los últimos tres años que a la del último año (la de un solo año puede ser excepcionalmente alta o baja).

US 10-Year TIPS breakeven



Source: Barclays Research. As of May 2012

© Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A
© Know Square S.L.