

## **Notas del mes Abril de 2021**

### **Inflación**

Las expectativas de un rápido y marcado aumento de la inflación, que sería el prolegómeno de una subida de tipos es, quizás, la cuestión central del debate actual en los mercados financieros.

Es cierto que los bancos centrales han emitido cantidades ingentes de dinero, y que lo han destinado, principalmente, a comprar deuda pública de sus respectivos estados. El gobierno de Estados Unidos no pide dinero a la Reserva Federal. Y los gobiernos nacionales de la UE, o el mismo gobierno supranacional de la UE, la Comisión Europea de Bruselas, tampoco le piden formalmente dinero al BCE. Ni se lo piden, ni mucho menos (no vamos a dudar aquí de la independencia de los bancos centrales), les dan órdenes de que se lo den. Pero el hecho incontestable es que, cuando lo necesitan, para pagar vía subsidios (desempleo, ERTES...), las pérdidas de ingresos de los trabajadores de sus respectivos países derivadas de las decisiones de parálisis forzosa de la actividad económica (en este caso, para luchas contra la pandemia), que los estados han impuesto a un buen número de empresas, lo obtienen.

Se ha emitido mucho dinero, sí. Pero ello no ha generado ni generará inflación. Porque el dinero emitido, y puesto (vía subsidios, subvenciones, pagos por desempleo permanente o temporal) en manos de los consumidores, a cuenta de un aumento de la deuda pública, no ha incrementado la demanda agregada artificialmente hasta niveles superiores a los previos a la crisis. De hecho, apenas ha conseguido mantenerla en los mismos niveles. Si todos los afectados por un ERTE hubieran dejado de percibir una paga, el consumo (y los precios), habrían caído notablemente. Gracias a que han recibido una paga (algo menor que su sueldo anterior, pero suficiente para llenar el carro de la compra) financiada por los préstamos (compra de bonos) que el BCE y la Reserva Federal han dado a los estados, el consumo (y con él, la inflación), no se ha desplomado.

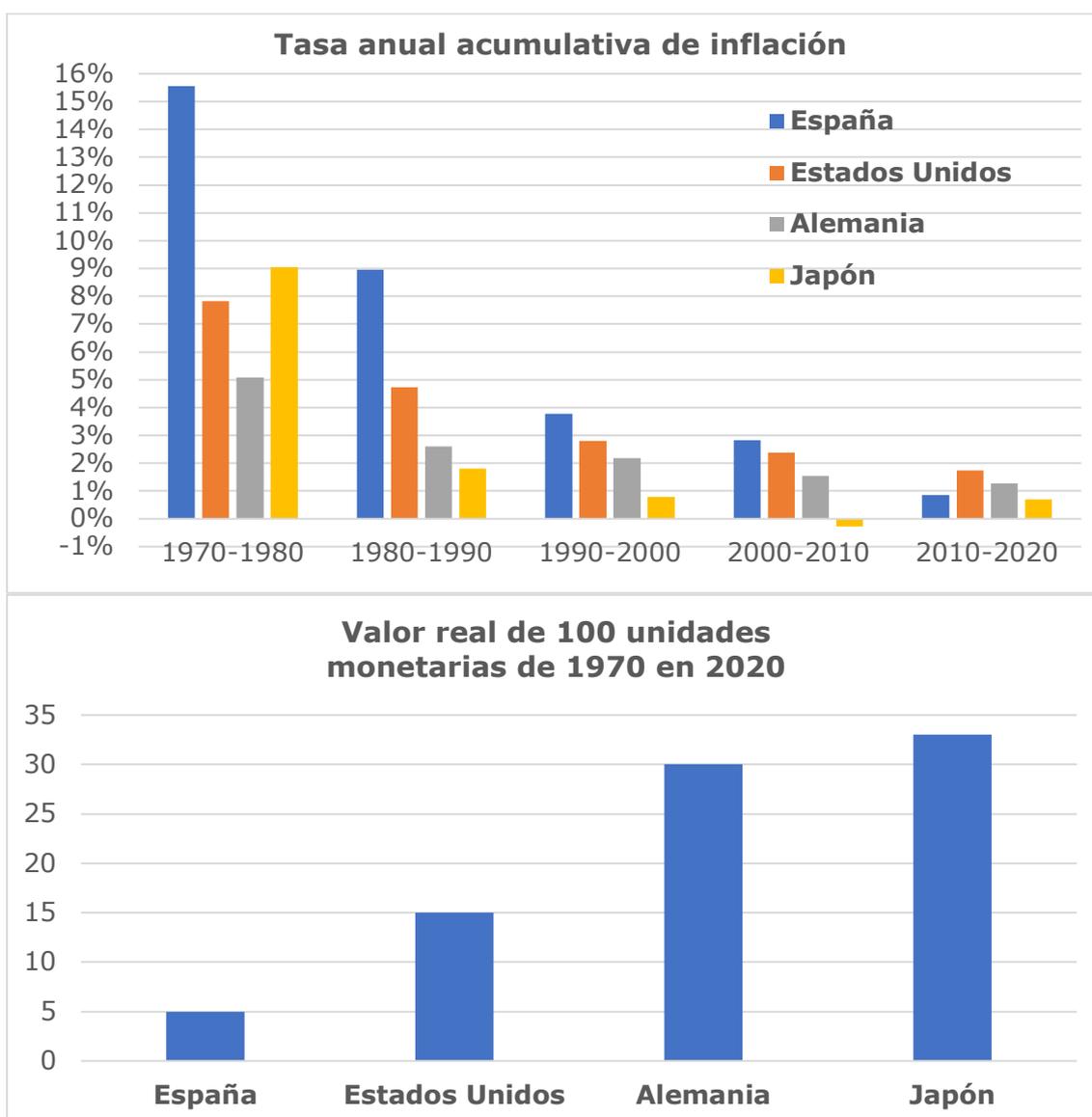
Un estudio histórico de la inflación realmente riguroso y comparable con la actualidad debe limitarse al período transcurrido desde el final de la segunda guerra mundial. En puridad, podríamos incluso circunscribirlo a los últimos 50 años, cuando se abandona el patrón oro y las circunstancias políticas y sociales son realmente comparables con las actuales. Remontarse, como hacen algunos, a historiales de inflación de la segunda mitad del siglo XIX (cuando, por ejemplo, en el mercado laboral todavía existía la esclavitud en Estados Unidos y muchas colonias europeas, o que la mayoría de los parlamentos "democráticos" occidentales eran elegidos por sufragio censitario, que reconocía el derecho de voto a menos de un 3% de la población) es absurdamente anacrónico.

Tampoco es equiparable con la actualidad la primera mitad del siglo XX (con dos guerras mundiales, y episodios de hiperinflación en entreguerras, como los de Alemania en la República de Weimar). Quepa recordar, para que nos hagamos una idea rápida de las cosas que, por ejemplo, en 1930, en España, la esperanza de vida era de 50 años, y la tasa de analfabetismo del 50%.

Intentaremos hacer un breve análisis de las causas y consecuencias de la inflación en el último medio siglo.

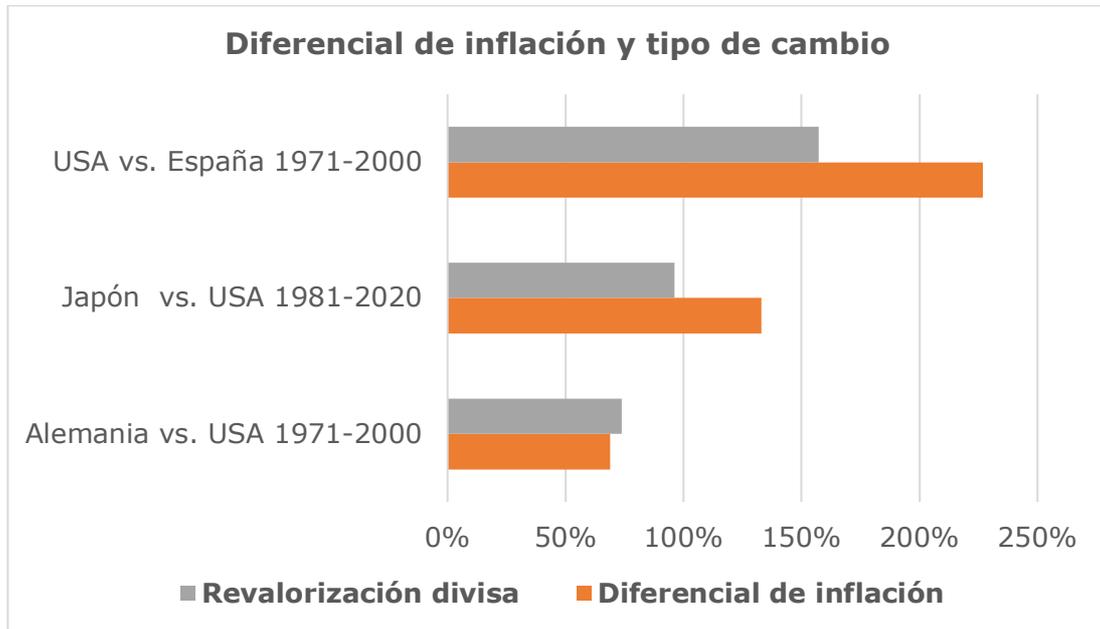
## Inflación diferencial y devaluación

El monetarismo, en el último cuarto del siglo pasado, situaba la oferta monetaria como factor clave para la modulación de la inflación. Tipos bajos, inflación alta, tipos altos, inflación baja. A principios de los años setenta se había abandonado, formalmente (*de facto* desde el período de entreguerras ya no regía en buena parte del mundo), el patrón oro, y la crisis del petróleo de 1973, había sido la espoleta de espirales inflacionistas. Los diferenciales de inflación entre los principales países desarrollados fueron muy notables en las décadas de los 70 y los 80 del siglo pasado.

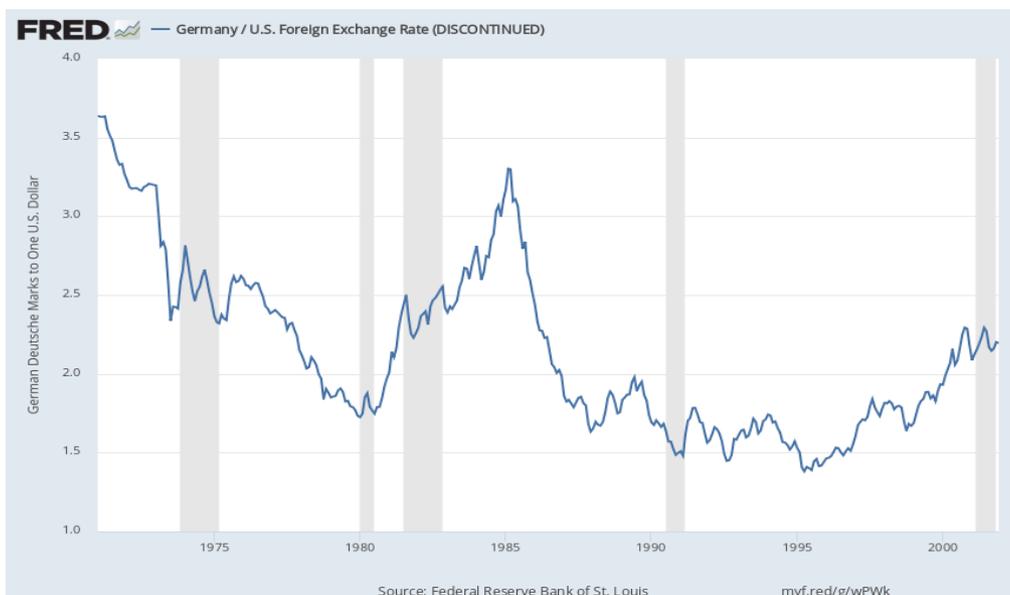


En Estados Unidos en concreto, la inflación tuvo un repunte espectacular en la década de los setenta, con tasas anualizadas del 8%. En Alemania las alzas de precios fueron mucho más moderadas, del orden del 5% (la memoria de la hiperinflación de entreguerras era fuerte). En España, con soberanía entonces para la emisión de billetes en pesetas, la tasa anualizada de inflación en entre 1970 y 1980 superó el 15%. Al final, y visto en perspectiva plurianual, los que se hicieron trampas al solitario con su propia moneda (subiendo el 15% los precios en pesetas, o en 8% en dólares, frente al escaso 5% en marcos alemanes), vieron como el valor de mercado de su divisa se ajustaba a la baja.

Toda la subida incremental de precios en cada divisa se vio corregida, a lo largo de dos décadas, por una caída de similar magnitud en su tipo de cambio.

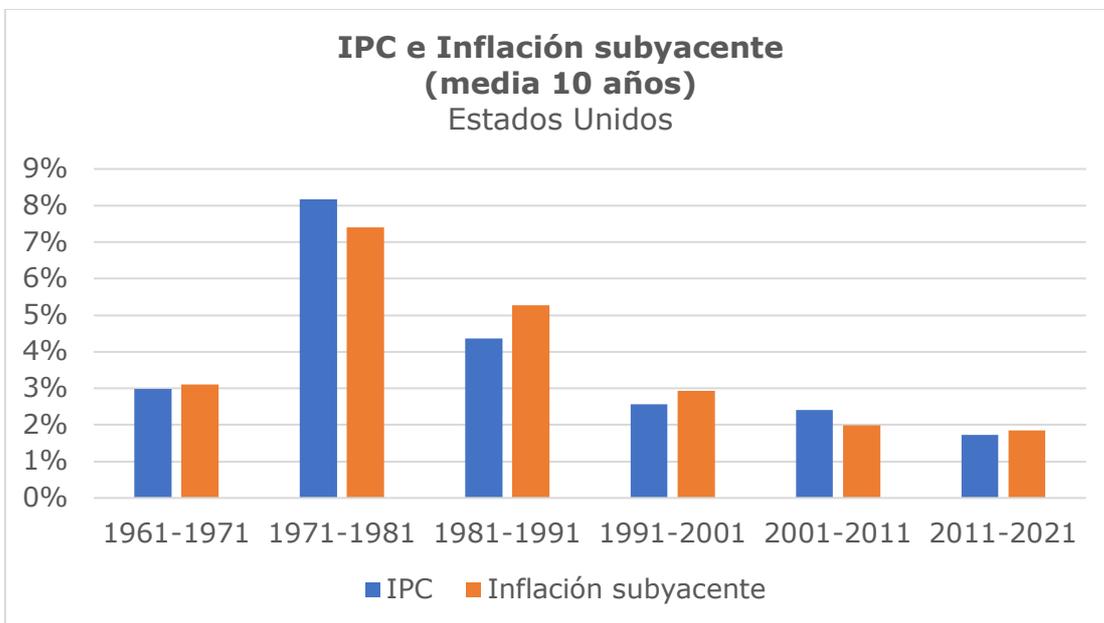
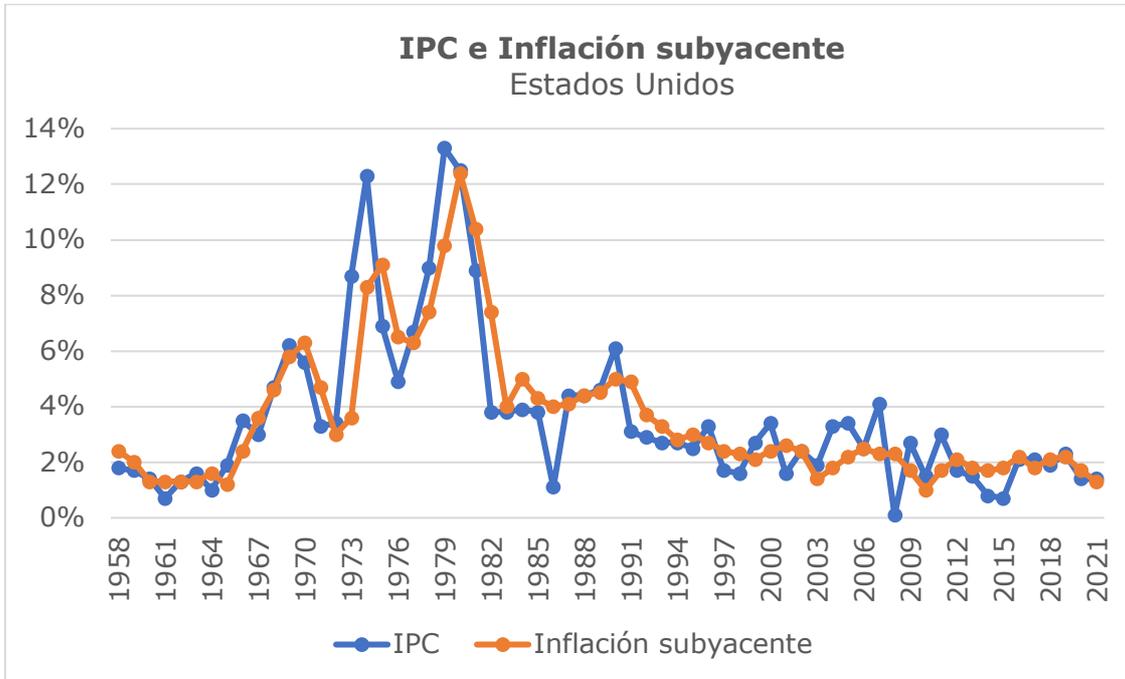


En plazos más cortos, no de diez o veinte años, cuando el diferencial de inflación se ve corregido por el tipo de cambio, sino de uno, dos o hasta tres años, el emitir "más moneda falsa que el competidor", puede parecer no compensado. Estados Unidos puede subir el precio de las cosas un 8% al año, cuando Alemania lo hace solo en un 5%. Es evidente que un dólar debería valer un 3% menos que lo que valía, frente a un marco, el año anterior. Ahora bien, si la Reserva Federal me paga un 3% más de interés, a un año, que el Bundesbank, puedo seguir comprando dólares. O si me paga un 6% más en dos años, o un 9% más en tres años... Pero a largo plazo, el dólar cae frente al marco, porque mantener tipos altísimos durante un tiempo prolongado no es sostenible para nadie. Un dólar devaluándose puede ser un desprestigio para el gobierno de Estados Unidos, pero pagar intereses del 10% por la deuda pública es peor que un desprestigio, es una ruina.



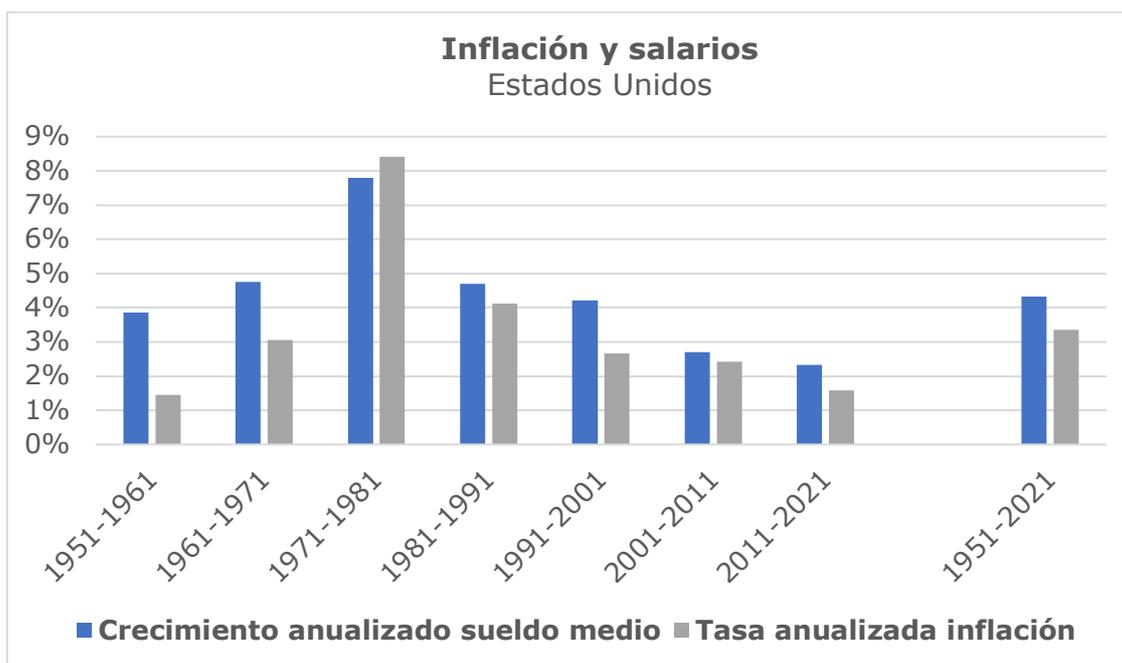
## IPC e inflación subyacente convergen en el largo plazo

Coyunturalmente, a corto plazo, grandes oscilaciones de inflación, medidas por el IPC general, pueden ser ocasionadas (al alza y a la baja), por la variación de los precios de las materias primas, principalmente las energéticas, y destacadamente el petróleo. Pero a largo plazo, el IPC y la inflación subyacente (la que excluye materias primas y energía), tienden a igualarse.

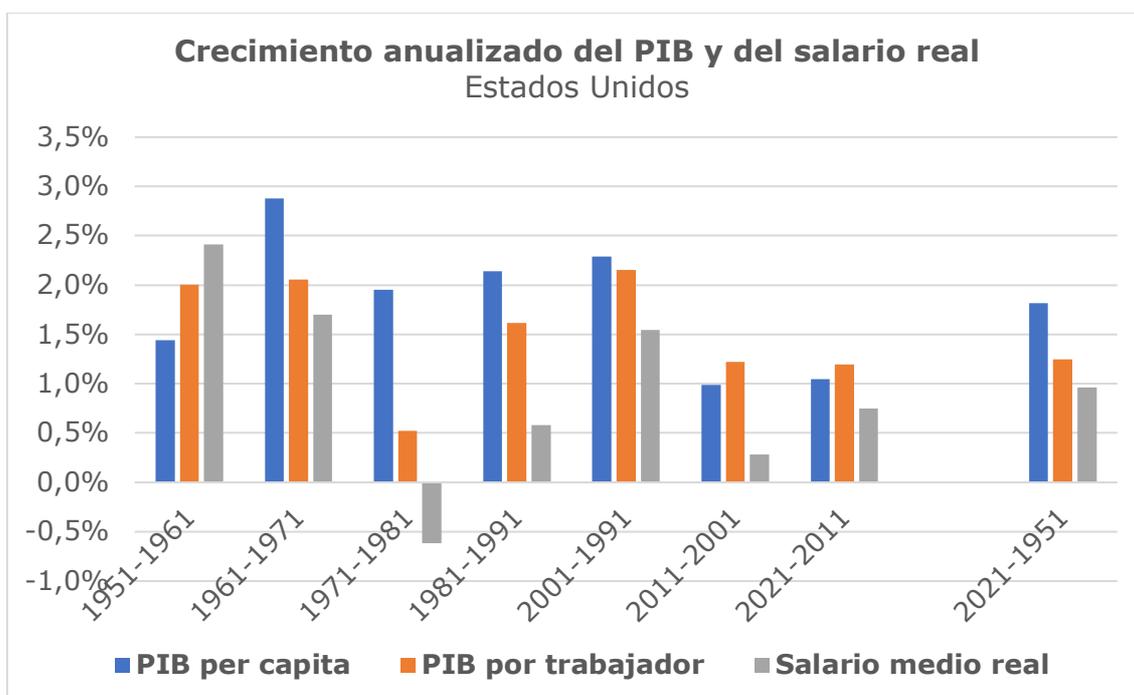


La razón de fondo de las inflaciones, próximas al doble dígito de forma consistente en los setenta en Estados Unidos, no estaban pues tanto en la subida del precio del petróleo (que subió fuertemente durante un par de años, para caer después durante otros dos años, y rebotar y estabilizarse a futuro), sino en políticas de revisión al alza de salarios (presión sindical, mercados nacionales relativamente cerrados, tanto en bienes como en disponibilidad de mano de obra), que determinaron grandes inflaciones.

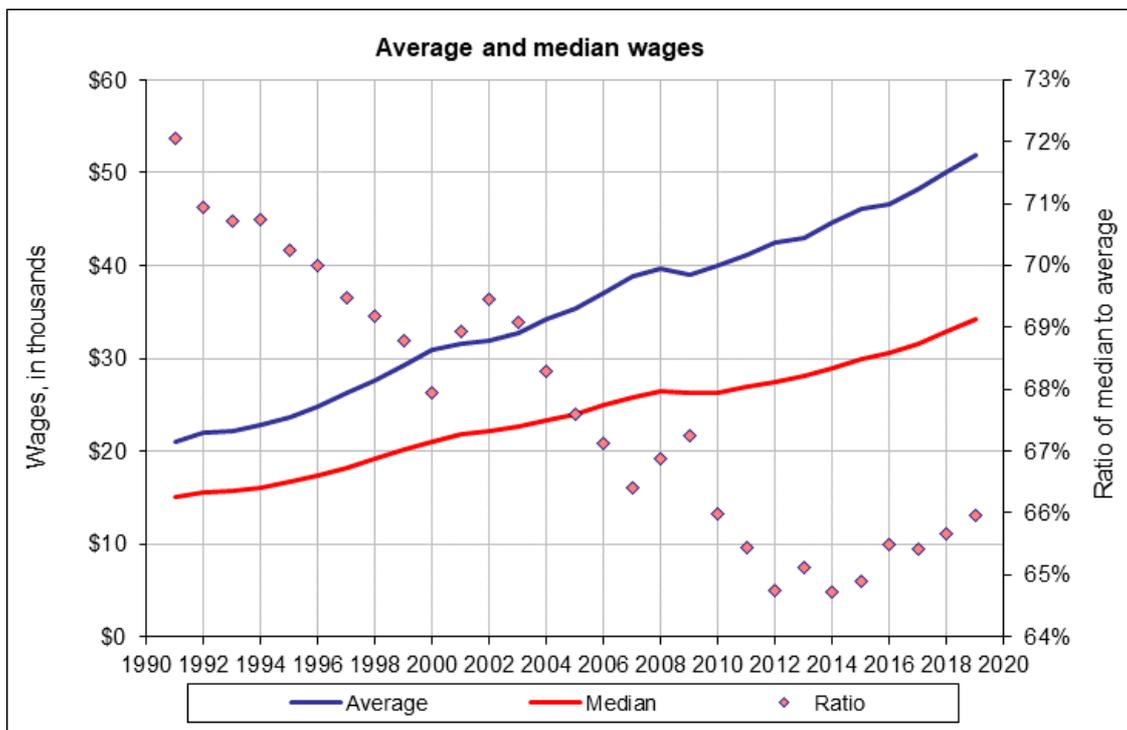
## El IPC, la inflación, depende básicamente, a largo plazo, de los salarios



En los últimos setenta años el IPC americano ha subido algo más de un 3% anual. Y el salario medio lo ha hecho en algo más de un 4%. En las décadas de los cincuenta y los sesenta del siglo XX los aumentos de sueldo fueron claramente superiores a la inflación, en línea con el incremento de la productividad. En la década de los setenta, el salario aumentó por debajo del IPC. En los ochenta lo hizo de forma similar. Hubo una moderada ganancia real en los noventa, aunque por debajo de los avances en productividad. Y en el siglo XXI, los incrementos de sueldo y el IPC han sido muy moderados (de entre el 1% y el 2% anual) han ido de la mano, con diferencias de apenas medio punto porcentual.



El crecimiento de los salarios en Estados Unidos, en los últimos veinte años ha sido muy superior en un reducido número de salarios altos que en el conjunto de los salarios. Así, el salario mediano ha pasado de representar el 72% del salario medio a suponer un 66% del mismo en los últimos 20 años. Ello indica que la moderada ganancia real de salarios, de apenas medio punto porcentual frente a la inflación durante el siglo XXI, medida por los salarios medios, ha quedado en prácticamente cero (si la midiéramos para los salarios medianos) para una gran parte de los trabajadores norteamericanos.

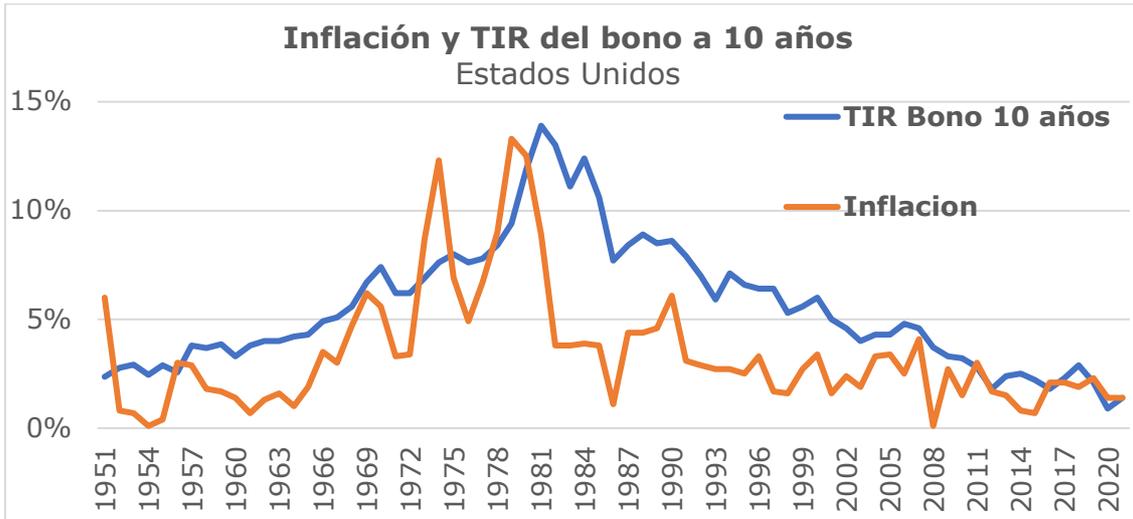


En términos reales, en el conjunto de los últimos setenta años la ganancia salarial media ha sido próxima al 1%, algo por debajo del incremento de la productividad (medida en PIB real por trabajador).

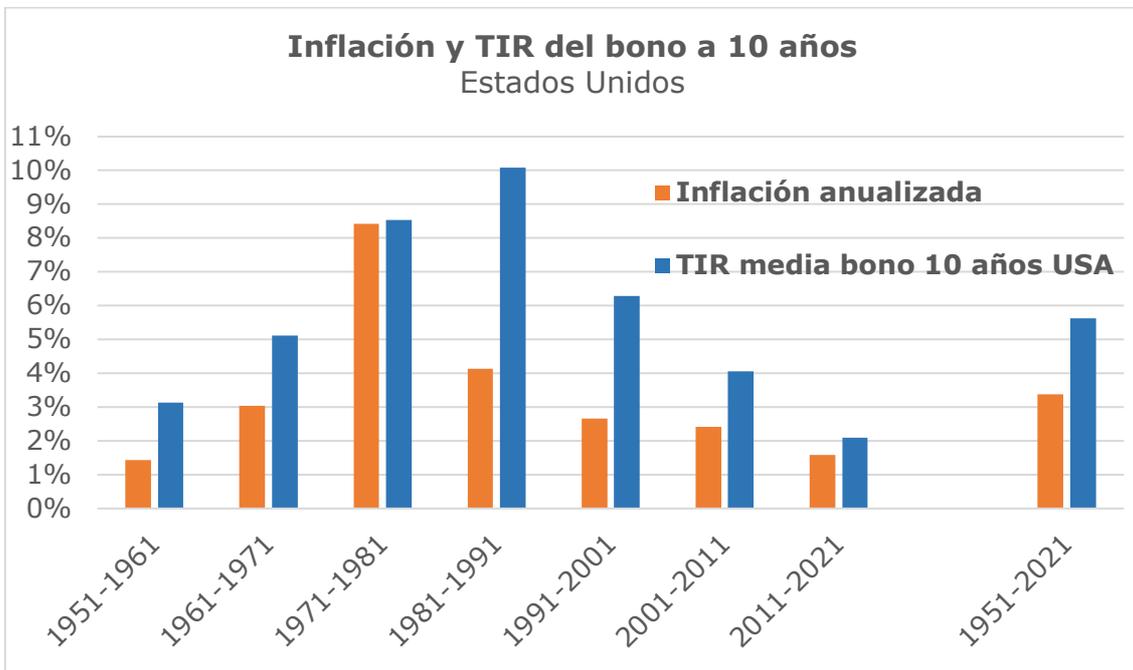
### La política monetaria influye marginalmente en la inflación

No vamos a negar que los tipos bajos, y con ellos la mayor disponibilidad de dinero (con tipos bajos se tiende a pedir prestado lugar de ahorrar, y viceversa), no tenga un cierto efecto sobre la demanda de bienes y servicios (cuyo brusco aumento o disminución en un corto plazo es la que genera inflación o paro, según Keynes). Pero no tanto como se pretende. La inmensa mayoría de la población (y no hablamos de un 50% sino de más del 90%, probablemente), llega justita a final de mes. El 90% de la población no ahorrará más porque le paguen un 5% de interés en lugar de un 2%. Y el 10% de la población con mayor capacidad de ahorro, tampoco gastará mucho más si en el banco le dan un 2% de interés en lugar de darle el 5%.

La política de tipos (o, en sentido más amplio, la política monetaria) de los bancos centrales, está mucho más dirigida a resolver problemas políticos (financiación de déficit público para preservar coyunturalmente la paz social, devaluaciones bruscas de la divisa), que a modular la demanda de bienes y servicios (y con ello, los precios). En resumen: sólo los aumentos de sueldo provocan, estructuralmente, inflación. Las bajadas de tipos, si son para financiar un déficit público dirigido a mantener la demanda agregada (no a incrementarla), como es el caso actual, no son inflacionistas (los ricos, aquellos que llegan muy holgados a final de mes, no dejan de ahorrar para gastar en cantidades relevantes).



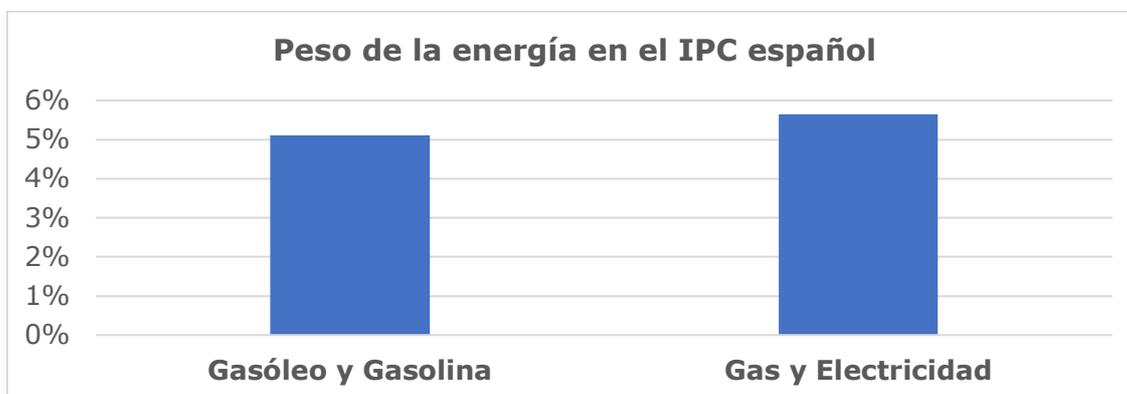
Las subidas de tipos, que vienen históricamente después de las subidas de inflación, pueden contener la inflación en la medida en que contengan el gasto público (básicamente, una espiral de incremento de sueldos sin un crecimiento paralelo de la productividad), o pueden ser un simple instrumento, coyuntural, para mantener el tipo de cambio de una divisa. **Los tipos de interés no tienen un efecto tan notable sobre la inflación** como el que muchos pretenden. **Sí lo tienen, sin embargo, sobre el precio de los activos.** Con tipos bajos, los bonos, las acciones y los inmuebles valen más (la rentabilidad exigible por intereses, dividendos o alquileres es menor, porque la rentabilidad libre de riesgo con las que se comparan dichos ingresos también lo es). Y viceversa.



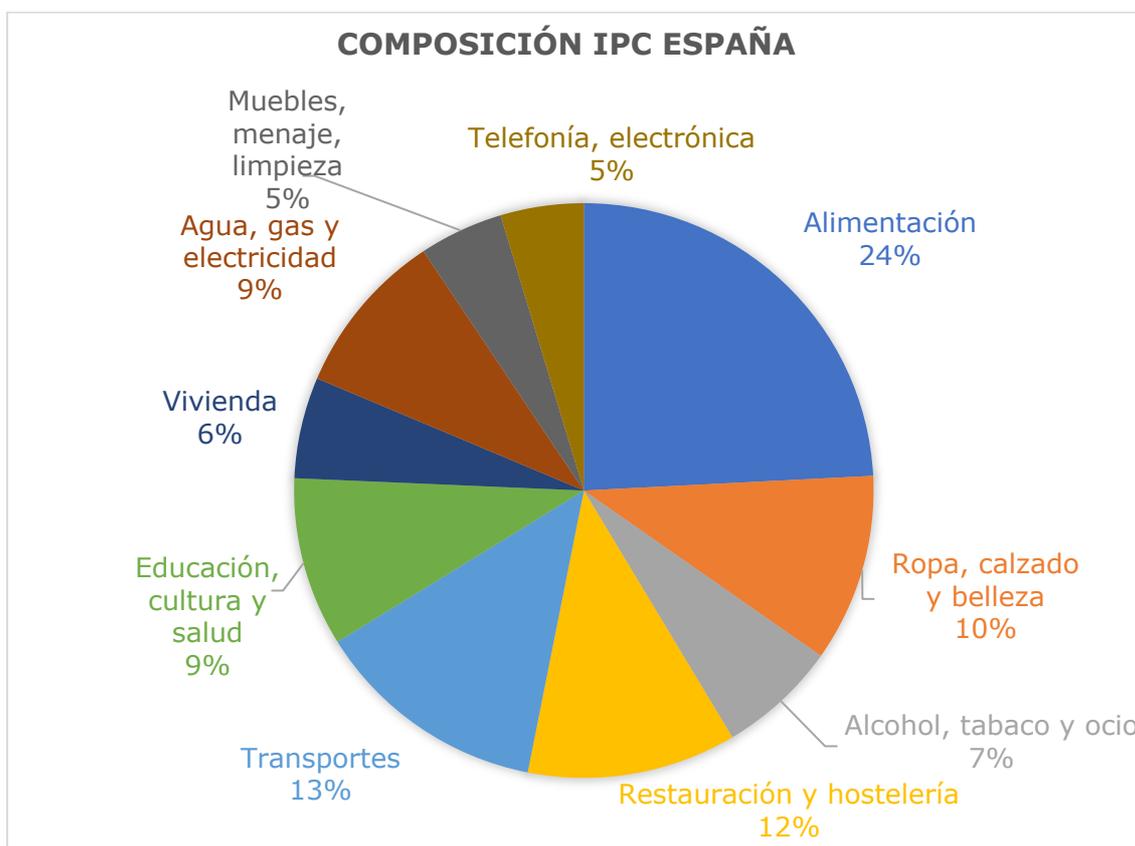
**Siendo más claros: la política monetaria es, sobre todo, política. Más o menos moneda en circulación no genera más o menos riqueza.** En realidad, no es más que un complemento de la política fiscal: modula el gasto público (más o menos pago de intereses por la deuda), y redistribuye renta disponible a través de una mayor o menor remuneración de los activos de aquellos que los tienen (o un mayor o menor coste de los pasivos de aquellos que tienen que pagar deudas).

## El petróleo explicaría hasta 2 puntos de repunte coyuntural de inflación

En marzo, en abril y en mayo de este año, sin embargo, veremos como la inflación publicada es cercana o superior al 2% interanual. Pero ello se podrá explicar, sencillamente, por la subida de los precios del petróleo. El crudo, que hace ahora un año, en pleno confinamiento, cayó hasta niveles del orden de 30 dólares por barril, cotiza hoy por encima de 60 dólares. Si el precio del petróleo multiplica por 2 en doce meses, el incremento del precio de los combustibles de automoción está asegurado.



Si el petróleo cuesta el doble, la gasolina sube, no un 100% (el peso de los impuestos y de los márgenes de refino y marketing es muy relevante en el precio de venta al público del carburante), pero sí un 30% o un 40%. Por ejemplo, en España, de poco más de un euro por litro a 1,30-1,40 euros por litro. Si uno observa el peso que en la cesta del IPC español tienen la gasolina y el gasóleo, estrictamente (sin incluir gas natural, butano u otros componentes cuyo precio va ligado normalmente al del petróleo), es del 5%. Es decir: si un 5% de la cesta de la compra (gasolinas y gasóleos) aumenta sus precios en un 40% (pasa de 1 euro el litro a 1,4 euros el litro), ese solo hecho debería aumentar el IPC interanual en un 2% ( $5\% \times 40\%$ ).



## **La globalización asegura inflaciones bajas durante mucho tiempo**

En nuestra opinión, aunque la inflación pueda repuntar notablemente en el segundo trimestre de 2021, con lecturas interanuales superiores al 2% que la Reserva Federal norteamericana o el BCE se marcan como referencia para el largo plazo, los riesgos inflacionistas de fondo permanecen muy controlados y apoyan el mantenimiento de una política monetaria acomodaticia durante un tiempo prolongado.

La inflación subyacente, no afectada por la evolución de los precios de las materias primas, sobre todo, del petróleo, seguirá en niveles claramente inferiores al 2% de referencia, en un contexto en el que el desempleo y la reducción de las rentas disponibles para un buen número de hogares, aunque paliadas parcialmente por las medidas de estímulo fiscal, será un hecho. Dicho de forma simple: la inflación subyacente sólo sube de manera consistente si los sueldos suben y, con más paro, es muy difícil que ello suceda.

Una visión que se resume en que no hay que temer grandes subidas de tipos de interés, en el medio plazo, porque la inflación subyacente, que depende de los salarios (y estos de la mano de obra, abundantísima y líquida en un mundo globalizado), permanecerá muy baja. **Ahora tenemos una curva de tipo de entre el 0% y el 1% en España (y hasta el 2% en muy largos plazos en Estados Unidos). Superada la pandemia, esta curva quizás repunte un punto porcentual. Pero no mucho más.**

**Y una curva de tipos del 1% a un año hasta un 3% a 10 años, si viniera, no sería desincentivadora, antes al contrario** (devolvería racionalidad a los mercados de renta fija y sería representativa de una percepción de riesgo mucho más normalizada), para los mercados de renta variable.

## 1962 Capital SICAV

Estimados inversores,

Desde la mitad de marzo hasta el final de abril los mercados bursátiles suelen mantenerse en una posición de esperar y ver. A mediados de marzo ya se han conocido los resultados de cierre del ejercicio anterior y las primeras estimaciones, todo lo genéricas e indefinidas que se quiera, pero estimaciones al fin y al cabo (con lo que llevan de cierto compromiso), sobre cuáles pueden ser los objetivos de cada empresa para el año en curso. Aunque solo a partir de finales de abril empezaremos a ver cómo se plasman y matizan, en los resultados trimestrales dichas estimaciones.

2021 seguirá sin ser un año normal, y los resultados del primer trimestre habrá que enjuiciarlos con muchas limitaciones. Ahora mismo parece claro que, por lo menos durante el primer semestre del año, y en un buen número de sectores (hostelería, turismo, centros comerciales...), durante todo el año, no podremos ver una completa recuperación de la normalidad previa a la pandemia, un entorno de negocios sin restricciones horarias o de aforo. Y en otros sectores, notoriamente el financiero, las consecuencias finales que las restricciones derivadas de la pandemia puedan haber tenido sobre la viabilidad y solvencia de un buen número de compañías de los sectores especialmente afectados, no se verán plasmadas en sus cuentas de resultados (insolvencias finalmente producidas y no cubiertas por los respectivos estados soberanos con sus planes de avales y garantías sobre préstamos concedidos), hasta el cierre del ejercicio 2022.

Un buen número de compañías, sin embargo, sí habrán empezado a ver relativamente recuperado su nivel de actividad, y sus resultados nos indicarán si, tras el desplome de la actividad económica de 2020, viene, y con qué intensidad viene, la recuperación.

El mercado repunte en las rentabilidades de los bonos soberanos a medio y largo plazo experimentado durante el primer trimestre de 2021 parece haberse detenido. Los miedos a que una inflación desbocada, pretendidamente de la mano de los estímulos monetarios, pudiera generar una espiral de subida de tipos de interés, parecen cada vez más atenuados. Es evidente que, durante un trimestre, veremos repuntes marcados de la tasa de inflación. Pero también es evidente, con un sencillísimo cálculo, que ello se debe a factores coyunturales. En concreto a que el precio del petróleo se ha multiplicado por dos en los últimos doce meses. Pero la inflación subyacente se mantiene bajo control, y la marca del 2% señalada por los bancos centrales como punto de referencia para cambiar de una política de tipos restrictiva a otra acomodaticia, está muy lejos de ser alcanzada, y desde luego mantenida en un medio plazo, si uno excluye la volatilidad, coyuntural, de los precios del petróleo.

Hemos realizado dos cambios en nuestra cartera: salen Crédit Agricole y Commerzbank y entran Unilever y Sanofi. Tras este ligero ajuste, el fondo tiene una inversión prácticamente equiponderada en 24 valores europeos de gran capitalización: 4 bancos (BNP; Société Générale, ING y Unicredit), 3 petroleras (ENI, Repsol y Total), 3 compañías de alimentación y bebidas (AB Inbev, Unilever y Danone), 2 operadoras de telecomunicaciones (Telefónica y Orange), 2 fabricantes de automóviles de gama alta (Daimler y BMW), 2 aseguradoras (Allianz, Axa), 2 químicas (Air Liquide y Basf), 2 tecnológicas (SAP y Siemens), una fabricante de aviones (Airbus), una farmacéutica (Sanofi), una empresa de moda textil (Inditex) y una inmobiliaria propietaria de centros comerciales (Unibail).

A 12 de abril, la rentabilidad de la SICAV desde inicio de 2021 es del 15%, frente al 11,5% registrado por el índice Euro Stoxx 50. Desde su inicio, en junio de 2012, la SICAV acumula una rentabilidad del 147% (frente a un 75% del índice en el mismo período). Confiamos en que la marcada infravaloración fundamental que mantienen una buena parte de los valores que tenemos en cartera (sobre todo los de aquellos sectores más castigados en los mercados bursátiles en 2020), se corrija en el transcurso de 2021, cuando se recupere la normalidad en la vida cotidiana.

Muchas gracias por su confianza,

Ofelia Marín-Lozano  
Consejera Delegada  
1962 Capital SICAV, S.A.

	<b>1962 Capital</b>	<b>Euro Stoxx 50</b>
Último precio (12/4/2021)	7,07	3.962
Revalorización 2021	15,0%	11,5%
Revalorización 2020	-16,6%	-5,1%
Revalorización 2019	31,4%	24,8%
Revalorización 2018	-22,7%	-14,3%
Revalorización 2017	10,9%	6,5%
Revalorización 2016	5,5%	0,7%
Revalorización 2015	7,5%	3,9%
Revalorización 2014	3,6%	1,2%
Revalorización 2013	34,9%	18,0%
Revalorización 30/6/12 hasta 31/12/12	44,4%	16,4%
<b>Desde inicio (30/6/12 hasta 12/4/21)</b>	<b>147%</b>	<b>75%</b>

<b>CARTERA 1962 CAPITAL SICAV</b>	<b>Peso</b>
INDITEX	3,3%
REPSOL	3,7%
TELEFONICA	3,2%
AB INBEV	3,0%
BMW	4,0%
DAIMLER	5,5%
SAP	3,4%
SIEMENS	3,7%
ALLIANZ	3,4%
BASF	3,7%
AIR LIQUIDE	2,9%
TOTAL	3,2%
SANOFI AVENTIS	3,4%
AXA	3,7%
DANONE	4,2%
SOCIETE GENERALE	4,2%
BNP PARIBAS	4,0%
ORANGE	3,3%
UNIBAIL RODAMCO	4,4%
UNILEVER	4,0%
ENI	3,3%
UNICREDIT	2,8%
AIRBUS	3,3%
ING	4,7%
<b>Total cartera Renta Variable</b>	<b>88%</b>
<i>Futuros Euro Stoxx Banks</i>	<i>16%</i>
<b>Exposición total a Renta Variable</b>	<b>104%</b>