

INFORME DE INVERSIÓN TRIMESTRAL

2T 2022

Al inicio de 2022 se generó optimismo al levantarse los confinamientos impuestos por la Covid y cuando los mercados financieros comenzaron a anticipar la liberación de la demanda reprimida una vez que la economía mundial salió de la pandemia. Desde entonces una maldición bíblica liderada por guerras, hambrunas, pestilencia y muerte ha ahogado este sentimiento, con el consiguiente varapalo de los activos financieros. Ha sido especialmente atípico ver cómo los mercados de renta fija y renta variable registran caídas al unísono. Durante los últimos cuarenta años cada vez que las Bolsas se tambaleaban, el mercado de renta fija ofrecía un refugio seguro, pero a partir de máximos récord. Ahora, con la llegada de una inflación mucho más alta de lo esperado, los bonos se han desplomado. La renta variable ha entrado en un terreno bajista, pero el mal comportamiento de los índices ha ocultado el daño real que se ha sufrido. Muchas acciones han perdido más del 60% de su valor, un declive del que son responsables tres sucesos inesperados. Primero, la inflación, que supuestamente iba a ser transitoria, ha resultado más persistente, lo que ha provocado un brusco aumento de los rendimientos de los bonos, dando lugar a una de las subidas más rápidas de los tipos hipotecarios de la historia. Segundo, China no ha concluido su dura política contra el ómicrom, lo que ha llevado a imponer confinamientos totales en Shanghái durante varios meses y otros tantos parciales en Pekín. Durante casi todo este año alrededor de un cuarto de la economía de China se ha visto afectada, lo que ha agravado los problemas de abastecimiento que se habían desatado en los últimos dos años. Tercero, la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia propició que escasearan numerosos productos básicos de consumo, casi de un día para otro. Casi lo único bueno que puede decirse sobre la situación de Ucrania es que de momento se han evitado los peores escenarios; no obstante, la enorme crisis de abastecimiento que supuso perder al mayor productor de energía, metales industriales y materias primas agrícolas del mundo justo en un momento en que el mundo lidiaba con la desglobalización y el fin del despilfarro macroeconómico, se combinaron para generar considerables presiones inflacionistas. Como consecuencia de esto, todas las grandes economías se enfrentan a la desagradable opción de aceptar niveles de inflación mucho más altos o imponer políticas monetarias y fiscales mucho más estrictas respecto a las que prevalecieron en el periodo posterior a 2008, lo que en la mayoría de los casos significa entrar en recesión. La incertidumbre que genera esta situación ha puesto nerviosos a los mercados, y es improbable que recuperen el tono hasta que se aclare qué decisiones van a tomar los responsables políticos.

La inflación se encuentra ahora al 8,6% en Estados Unidos, el nivel más alto en décadas, prácticamente igual que en Europa, donde algunos países experimentan tasas mucho más elevadas. Todos los países Bálticos, por ejemplo, registran niveles del 15-19% y en Estonia se ha superado el 20%. Parte de esta inflación no es culpa de las autoridades de los bancos centrales, ya que no pueden actuar frente al aumento de precios de los alimentos y la energía. Sin embargo, tardaron tiempo en percatarse del extremo sobrecalentamiento de los mercados laborales, y de cómo los efectos de la desglobalización estaban levantando barreras a la movilidad laboral, lo que animaba a las empresas a trasladar la producción de nuevo a su país, mientras que la balcanización del mundo estaba aumentando los cuellos de botella y los costes en general. Occidente,

además de tardar en subir los tipos de interés, agravó la inflación al adoptar enormes estímulos monetarios durante la pandemia por Covid. El efecto de esto se observa al comparar la inflación entre Estados Unidos y China. Aunque las dos economías han experimentado las mismas presiones de inflación derivadas de las materias primas, China ha ido reduciendo los estímulos monetarios y su inflación apenas llega al 2,1%, lo que supone un cuarto de la de Estados Unidos. Con retraso, la Reserva Federal ha ido subiendo los tipos de interés, pasando del mínimo histórico del 0,25% al 1,75% actual, y ha sugerido que los subirán por encima del 3% a finales de este año. En términos de los bancos centrales, esto se definiría como "echar el freno", y ni la inflación ni este drástico ciclo de subidas de tipos son fenómenos a los que la mayoría de la gente esté acostumbrada. Aparte de esto, desde junio la Fed ha reducido su balance en 47.500 millones de USD al mes y este nivel se incrementará hasta 95.000 millones de USD en septiembre, lo que supone eliminar del mercado un comprador potente y estable de deuda estadounidense. Esto ha influido de manera significativa en todos los precios de los bonos. Un ejemplo drástico es el bono a 100 años emitido por Austria en 2020, que ha perdido más del 50% de su valor este año. Otro ejemplo significativo es el bono a 30 años emitido por EE. UU en mayo de 2020 al valor nominal con un cupón del 1,25%; ahora cotiza a 59 centavos de dólar y renta un 3,5%. Los valores del Tesoro estadounidense a corto plazo, que ofrecían una rentabilidad inferior al 0,25% hasta el pasado diciembre, ahora pagan un 3%. Estos movimientos del mercado representan enormes pérdidas para los que invierten en los mercados de renta fija. El regreso de la inflación también tiene consecuencias en el ámbito presupuestario del Estado. Los gobiernos continúan registrando déficits sustanciales, pero cada vez están más limitados por el tamaño de su deuda con respecto al PIB. La ratio deuda / PIB de EE. UU se sitúa actualmente en el 120%, lo que contrasta con el 40% a principios de la década de 1980 y el 60% en 2008. Estos porcentajes podrían aumentar aún más para cubrir las necesidades de una población envejecida. Una vez que la Fed se ha retirado del mercado, siendo sustituida por inversores más sensibles al precio, si la inflación persiste será mucho más difícil embarcarse en una nueva era de generosidad fiscal para proporcionar otra ronda de estímulos.

El aumento de los rendimientos de los bonos también ha eliminado la ventaja de valoración relativa de la que han gozado las acciones frente a los bonos en los últimos años. Con el 3% de ingresos garantizados, los inversores de renta fija que huyeron a la renta variable en busca de rentabilidad volverán a los bonos. Este año hemos visto que las acciones de crecimiento de calidad no siempre generan rendimientos superiores al mercado. El comportamiento de este tipo de acciones y de muchas acciones tecnológicas no rentables en los últimos dos años ha estado condicionado tanto por la política monetaria laxa como por el crecimiento de los beneficios. Al endurecerse las condiciones financieras, las ocho compañías de mega capitalización (Amazon, Alphabet, Apple, Meta, Microsoft, Netflix, Nvidia, Tesla) se han depreciado una media el -39,4% este año. Y las empresas que todavía no han alcanzado el umbral de rentabilidad se han resentido con mucha más fuerza. En los dos últimos años asistimos a un inmenso auge de estas empresas, muchas de ellas en el sector tecnológico, al verse impulsadas por el fenómeno del teletrabajo durante la pandemia de COVID, así como por el

excedente monetario de los bancos centrales. Sin embargo, con la normalización de la vida y el endurecimiento de las condiciones para obtener liquidez, estas empresas se han derrumbado. Por ejemplo, Peloton (una empresa que permitía a sus abonados participar en clases de entrenamiento físico a distancia), se ha depreciado un 95% desde su máximo, perdiendo un valor próximo a 60.000 millones de dólares. Cathy Wood's Ark Invest, supuestamente el producto de inversión más conocido en estas tecnologías disruptivas, se ha depreciado alrededor del 75%. Por desgracia, a estos títulos tecnológicos acudieron en tropel la mayoría de los inversores, seducidos por sus atractivas historias de crecimiento; sin embargo, en un entorno inflacionario ese crecimiento es menos llamativo y, de hecho, en muchos casos se está frenando.

Aunque la presión inflacionaria en las materias primas ya era evidente a comienzos del año, estas presiones se multiplicaron por la invasión rusa de Ucrania. En cuanto a los mercados de energía, existe un problema estructural debido a varios años de sequía de inversión causada por la demonización del sector, lo que ha provocado una falta de oferta que atenuará al mundo durante varios años. La severidad del problema puede verse en la escasez de mano de obra. Desde 2015 el 25% de los ingenieros de petróleo cualificados han abandonado el sector y el resto está envejeciendo. La Universidad de Calgary ha suspendido la admisión a su programa de ingeniería del petróleo y gas por falta de demanda, y el número de universidades en todo el mundo que ofrecen este curso se ha reducido de 35 a 20. Esta pérdida de mano de obra cualificada ha creado un cuello de botella en el peor momento posible, justo cuando Rusia está cortando su suministro. El movimiento a favor del medio ambiente ha creado impedimentos reales para la generación de nueva producción: no se pueden conseguir trabajadores ni capital de Wall Street, y es casi imposible obtener permisos para explotar nuevas áreas. Esta situación deja a las compañías dominantes en una sólida posición, y sus acciones se han vuelto baratas tras la nueva aversión de los inversores a los combustibles fósiles. Un problema derivado de lo anterior es que, al ser la agricultura intensiva en energía, los precios de los abonos se han disparado. Los precios del gas han obligado a echar el cierre a diversas fábricas de abonos, lo cual mermará el rendimiento de los cultivos; esto puede apreciarse en los precios de los alimentos en la zona euro, que en mayo subieron hasta el 9,1% en términos interanuales. El impacto en los alimentos derivado de la invasión de Ucrania es igual de grave que el producido en la energía. Además de los trastornos causados en las cosechas, los costes para los agricultores están aumentando en todas partes. Los abonos se han encarecido considerablemente y los precios del combustible han multiplicado el coste de poner en marcha tractores y cosechadoras. Para más inri, Estados Unidos, Australia y la India han sufrido malas condiciones climáticas que han afectado a sus cosechas. El Centro Internacional de Desarrollo de Fertilizantes afirma que los actuales costes de los abonos reducirán en un tercio los cultivos del maíz y el arroz en África este año. La Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación ha dicho que ya hay veinte países que se enfrentan a una emergencia alimentaria crítica. Aunque la energía y los alimentos se encuentran sumidos en una crisis aguda, otras materias primas se ven favorecidas por la necesidad permanente de migrar hacia fuentes de energía renovable. La energía solar, eólica y otras renovables precisan enormes cantidades de metales, como el cobre y el litio, que deberían sostener los

precios durante varias décadas. Las iniciativas de descarbonización pueden ser el peor error político cometido en una generación debido a su mala ejecución, al haber llevado a mil millones de personas a una situación de casi hambruna y pobreza energética; sin embargo, están induciendo un enorme mercado alcista en muchas materias primas. Paradójicamente, para que el mundo logre la transición verde se precisa la colaboración extensa de industrias que se consideran sucias. Los inversores probablemente harían bien en intentar quedarse en los países que cuenten con los mejores marcos jurídicos para invertir en valores de materias primas, ya que atraerán una prima asociada a la jurisdicción. Y también deben estar atentos a las repercusiones políticas causadas por la subida de precios de la energía. Por ejemplo, es probable que los demócratas sufran un fuerte varapalo en las elecciones de mitad de mandato previstas en noviembre, al haber subido el precio de la gasolina en las estaciones de servicio de Estados Unidos de 2 a 5 dólares el galón desde que tomaron el control en Washington en enero de 2021.

El panorama de la inversión es más problemático de lo que fue en muchos años debido al regreso e la inflación. El efectivo se ha vuelto poco atractivo al verse erosionado su valor de forma constante. Los bonos se enfrentan a una rebaja similar de calificación. Por lo general, las altas calificaciones de las acciones, tras varios años de estímulos monetarios, les han hecho vulnerables a una mayor rebaja de calificación. Sin embargo, no deben ignorarse los factores positivos. Los consumidores disponen de ahorros elevados, el empleo se mantiene sólido y los bancos gozan de buena salud. Hay áreas del mercado de renta variable que siguen siendo atractivas, por ejemplo los valores asociados a materias primas. Tras las recientes correcciones, algunas acciones de crecimiento de calidad ofrecen buenos puntos de entrada a largo plazo. El mercado japonés está repleto de oportunidades, al haber sido ignorado por los inversores durante años. Los equipos directivos de las empresas japonesas están mostrando una notable mejoría en sus iniciativas a favor de los accionistas. Muchas empresas cuentan con balances saneados, están aumentando sus dividendos y las recompras de acciones, además de impulsar la rentabilidad del capital. Por otro lado, el yen registra un valor excepcionalmente competitivo al haberse depreciado un 65% frente al dólar desde 2012. La inflación también podría empezar a sacar a las instituciones financieras japonesas fuera del mercado de renta fija, en el que están fuertemente sobreponderadas, para entrar en la renta variable, ya que sus bonos empiezan a perder dinero. Los particulares japoneses ostentan aproximadamente 7,5 billones de dólares en efectivo, y la inflación les podría animar a buscar protección y rentabilidad en el mercado bursátil. En otras áreas, cabe destacar que los Mercados Emergentes han estado batiendo a sus homólogos desarrollados a pesar de los efectos causados por el desplome del mercado ruso y los esfuerzos de China por reabrir su economía y volver a la normalidad. El mejor comportamiento de Mercados Emergentes probablemente se debe al hecho de que sus economías adoptan políticas mucho más ortodoxas, han subido los tipos de interés mucho más pronto que Occidente, su inflación es mucho más baja y tienen unos volúmenes de deuda más pequeños. Allí los precios de los alimentos y la energía representan claramente un problema, como en otros lugares, pero los mercados laborales no son tan rígidos, por lo que estos países cuentan con una

flexibilidad normativa mucho mayor. Si China tiene éxito en la reapertura de sus negocios, eso dará un fuerte impulso al conjunto de la clase de activos de Mercados Emergentes. En cuanto a sectores, la biotecnología parece interesante. Aunque las acciones de las empresas biotecnológicas se han depreciado con fuerza, el sector rebosa de potencial. Es un raro ejemplo de industria en la que la productividad ha disminuido: ahora suele costar unos 2.500 millones de USD sacar un producto al mercado, y sólo el 5% de los medicamentos tienen éxito. Sin embargo, lleva destinándose dinero a la biotecnología desde hace diez años y se ha recurrido a la informática para utilizar la robótica con vistas a hacer millones de pruebas a la semana, lo que ha permitido crear una enorme base de datos. Gracias a esto, los científicos pasan más tiempo analizando que realizando experimentos, lo que aumenta enormemente las posibilidades de obtener resultados satisfactorios.

Después del batacazo como el que han sufrido los mercados este año, es difícil estar seguro del rumbo que tomarán a corto plazo. Los inversores se enfrentan a dos hipótesis arraigadas que parecen estar discutiendo a la inversa: baja inflación / tipos de interés, y crecimiento de China por doquier. Por ahora, el susto de la inflación es lo más problemático. Si la inflación se sale de tiento, las carteras más convencionales no están correctamente posicionadas. El mercado bursátil ha sido brutal al romper la racha de los valores de crecimiento no rentables, pero lo mismo ocurrirá con el resto del mercado si los márgenes se contraen por unos ingresos que les cuesta aumentar y unos costes que se disparan. La persistente inflación también ejercerá una presión alcista sobre los rendimientos de los bonos y será especialmente destructiva para cualquier país o empresa que se perciba como débil en términos estructurales. No puede descartarse que cunda el pánico en los mercados de renta fija de los países de Europa meridional, al igual que ocurrió hace diez años. Al ser la inflación un factor tan crucial, los inversores deberían vigilar de cerca el precio de la energía y los alimentos, y especialmente el efecto que produce en la inflación salarial. Es improbable que los bonos sean inversiones convincentes hasta que los tipos de interés toquen techo. Algunos títulos selectivos de renta variable pueden comportarse bien, pero hay que tener mucho cuidado para garantizar que el negocio y sus directivos pueden hacer frente al entorno actual. Muchas materias primas cuentan con resortes favorables estructurales que las respaldan, y en divisas el dólar tenderá a mantenerse sólido, dado su estatus de moneda de reserva. Cuando el dólar quiebre, eso debería ser una señal para que los inversores canjeen los activos estadounidenses por productos de otros países. El tradicional papel del oro como activo refugio también ha vuelto. Pero sobre todo la volatilidad tenderá a mantenerse elevada.

Los resultados pasados no implican resultados futuros. Las opiniones, estrategias e instrumentos financieros que se describen en el presente documento pueden no ser convenientes para todos los inversores. Las opiniones expresadas son sólo las del momento en la(s) fecha(s) que aparece(n) en este material. Las referencias a índices de mercado o compuestos, índices de referencia u otras medidas de resultados relativos de los mercados durante un período específico sólo se proveen a título informativo. NS Partners no garantiza ni es responsable de la exactitud o la integridad de las informaciones (datos financieros de mercado, precios de bolsa, resultados de investigación u otros instrumentos financieros) que se mencionan en este documento. El presente documento no constituye una oferta ni solicitud a ninguna persona ni jurisdicción donde tal oferta o solicitud no esté autorizada ni a ninguna persona a quien sería ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Toda referencia en este documento a instrumentos específicos o a emisores sólo tiene una finalidad ilustrativa y no debe ser interpretada como una recomendación para la compra o venta de dicho instrumento. Las referencias en este documento a fondos de inversión se aplican a fondos que no han sido registrados por la Finma y que por lo tanto no pueden ser distribuidos en o desde suiza excepto a ciertas categorías de inversores. Algunas de las empresas del grupo NS Partners o sus clientes pueden tener posiciones en los instrumentos financieros de alguno de los emisores mencionados en este documento, o ser asesor de uno de ellos. Hay información adicional disponible a solicitud.

© Grupo NS Partners