

INFORME DE INVERSIÓN TRIMESTRAL

3T 2022

Las perspectivas económicas mundiales se han visto ensombrecidas por algunos nubarrones. La crisis energética acapara los titulares cada día y genera importantes problemas políticos. La economía china sigue viéndose afectada por su política de «cero covid» y el deterioro de su mercado inmobiliario. La inflación se sitúa en niveles inéditos en Occidente desde hace décadas. Además, al final del trimestre, una declaración presupuestaria radical y mal comunicada en el Reino Unido provocó un desplome preocupante de la libra esterlina y los *gilts* británicos. Así las cosas, no es de extrañar que los mercados se hayan visto sometidos a presiones. Las acciones han registrado su peor primer semestre del año desde 1962. Al final del tercer trimestre, el índice mundial había caído un 26% y el Nasdaq un 32%. La tecnología, que ha sido con mucha diferencia el sector que mejor se ha comportado en la última década, ha concentrado mucho capital, por lo que ha sufrido incluso más que el índice general. El mercado de renta fija se ha comportado aún peor y, según algunos análisis, 2022 está siendo el peor año para los bonos desde 1788 y 1865. Es un entorno que plantea muchos interrogantes de difícil respuesta. ¿Cómo evolucionará la guerra en Ucrania? ¿Podrá la solidaridad europea con Ucrania sobrevivir a un invierno frío? ¿Hasta qué punto controla China su sector inmobiliario, si recordamos que el sector inmobiliario chino es ahora el mayor activo financiero del mundo? ¿Qué sucede si los bancos centrales se quedan sin margen para subir los tipos debido a la situación de su deuda nacional, pero la inflación se mantiene alta? Dicho de otra manera, ¿cómo responderían los bancos centrales a una depresión inflacionista? Esta podría producirse por la persistencia de precios elevados de los alimentos y la energía, así como por la alteración de las cadenas de suministro.

Muchas de estas incertidumbres se reducen a la inflación y al coste de la vida. Algunas subidas de precios se deben a las persistentes secuelas de la covid-19, pues la escasez de componentes críticos, como los semiconductores, se ha visto agravada por el confinamiento de China. La invasión de Ucrania por parte de Rusia constituye un grado de perturbación totalmente diferente. La dependencia de Europa del gas ruso, por ejemplo, supone un error estratégico descomunal. ¿Cómo pueden prosperar las economías europeas cuando sus precios de la electricidad se multiplican por cinco o por diez? Las facturas energéticas se han disparado, lo que ha supuesto una enorme presión para los consumidores y las empresas. También ha puesto en evidencia la difícil situación del consumidor en general, que lleva tiempo sufriendo penurias. Un interesante gráfico aparecido en el *Financial Times* tras la muerte de la reina Isabel II en septiembre mostraba la evolución de los salarios reales en el Reino Unido durante su reinado. De 1952 a 2008, los salarios reales siguieron una tendencia de crecimiento del 2,6% anual, pero desde entonces se han estancado. El aumento de las facturas de la energía y los alimentos ha hecho la vida imposible para muchas personas. Mucho se ha hablado de las facturas energéticas, pero, como ejemplo de la inflación alimentaria en el último año, los piensos se han encarecido un 83% y los fertilizantes un 179%. Por consiguiente, se escuchan por todas partes demandas de incrementos salariales y han vuelto las huelgas. Aunque los sindicatos son más débiles que antes, las redes sociales se han convertido en una fuerza igual de poderosa para presionar a los gobiernos. Se está convirtiendo en una necesidad política que los gobiernos promuevan las subidas salariales. Curiosamente, en cierta manera esto conviene a los bancos centrales, porque los niveles de deuda

pública han aumentado tanto que la única forma realista de reducirlos es mediante inflación. Una inflación del 5% o más con unos tipos reales negativos durante varios años reducen los niveles de deuda. La pérdida la paga el ahorrador, cuyo poder adquisitivo no para de disminuir. Los precios de los bonos han reaccionado a esta situación, pero siguen descontando que la inflación acabará situándose en el 3%.

Si la inflación sigue aumentando, los bonos pueden continuar cayendo. Las acciones tienen más flexibilidad, dada la capacidad de las empresas para subir los precios y reducir los costes. Sin embargo, los directivos ahora apenas tienen experiencia en el manejo de la inflación, que puede hacer estragos en los beneficios. Es difícil impedir que los costes aumenten y difícil repercutirlos. Como resultado, los beneficios pueden quedar reducidos a la nada. Además, mientras que los ratios precio-beneficio se sitúan aproximadamente en la media de los últimos veinte años, durante el periodo de alta inflación de la década de 1970, cayeron a un solo dígito. Los beneficios se han visto favorecidos por los bajos tipos de interés, los costes bajos provocados por la globalización, los bajos impuestos y los bajos salarios. Todas estas tendencias se están revirtiendo, lo que hace que los beneficios sean vulnerables. Esto es especialmente así en Europa, cuyos índices están dominados por empresas de la vieja economía, que hacen un uso intensivo de la energía, por lo que el aumento de esos costes lastra aún más los beneficios. Europa se está viendo afectada por llevar a cabo la transición energética demasiado rápido, puesto que las energías renovables no están preparadas para sustituir a los combustibles fósiles. El sistema mundial sigue estando configurado para una economía de combustibles fósiles, por lo que cuando los precios del petróleo y el gas aumentan, el crecimiento del PIB se ve afectado. También preocupa el crecimiento de China. China no registraba un crecimiento así de bajo desde hace treinta años. El sector de la exportación sigue siendo impresionante, con su gran cantidad de mano de obra formada y cualificada, y sus excelentes infraestructuras y logística. Sin embargo, la economía nacional se enfrenta a una excesiva burocracia, una alta deuda, una demografía adversa y un mercado inmobiliario en horas bajas. Esto supone otro lastre para el crecimiento mundial.

¿Qué deberían hacer los inversores? La liquidez no es un refugio seguro en absoluta, dada la alta inflación. Los bonos siguen presentando valoraciones elevadas desde el punto de vista histórico y se enfrentan a importantes presiones inflacionistas que, de producirse, provocarán otra fuerte ola de ventas. Aunque la inflación desaparezca, la inquietud por el aumento de los niveles de deuda sin financiar de los gobiernos occidentales puede hacer que los inversores exijan una mayor rentabilidad de los bonos soberanos, como se vio en el caso del Reino Unido a finales de septiembre. Si los rendimientos de los bonos suben, esto ejercerá presión sobre las valoraciones de las acciones, y cualquier empresa que se muestre débil se depreciará considerablemente. Sin embargo, existen oportunidades. El sector de las materias primas se está despuntando gracias a la subida de sus precios. Esto se debe en parte a la crisis de Rusia y Ucrania, pero puede perdurar, ya que la transición a la energía renovable requiere un gran uso de materias primas. Hay escasez de oferta de materiales fundamentales para la transición energética debido a las restricciones medioambientales, lo que también

sostendrá los precios. Muchos inversores están infraponderados en estos sectores y, si aumentan su exposición, podría darse un importante movimiento al alza. Aunque los grandes componentes de los índices están muy bien valorados, muchas empresas más pequeñas ofrecen bastante valor. En todo el mundo, pero sobre todo en Europa, Asia y Japón. Este último país es un buen mercado en el que refugiarse. Tiene una baja inflación, un bajo apalancamiento y ha experimentado un cambio importante en los beneficios durante la última década. Además, el yen también está bajo, por lo que se puede comprar en un mercado barato en una moneda barata. Cada vez más acciones de la región ASEAN y Hong Kong parecen también presentar valoraciones bajas, con altos rendimientos y bajos ratios precio-beneficio. Se espera que la ASEAN crezca más rápido que China en la próxima década, su población es mayor que la de Latinoamérica, tiene un PIB mayor que el de la India y sus monedas están respaldadas por reservas que superan con creces el billón de dólares.

Si la inflación persiste más de lo que se prevé actualmente, la mayoría de los inversores estarán mal posicionados. La popular cartera que invierte un 60% en acciones y un 40% en bonos parece especialmente expuesta a la inflación, puesto que la mayor parte de la exposición a la renta variable está en acciones de crecimiento (*growth*). Es posible que en la próxima década asistamos a un reequilibrio hacia zonas pasadas por alto, como Japón, la ASEAN y las acciones de valor (*value*). Es probable que dicho proceso se prolongue en el tiempo. El crecimiento mundial es desigual y hay poca convicción en ninguna parte. Será fundamental una gestión activa con una cuidadosa selección de valores, centrándose en empresas con sólidas franquicias y flujos de caja que puedan ganar cuota de mercado, y evitando las muy valoradas pero muy endeudadas. Por último, el dólar estadounidense se ha comportado de forma excelente y parece sobrevalorado. Su eventual caída debería resultar positiva para los mercados bursátiles no estadounidenses. El euro y la libra esterlina tienen problemas bien conocidos, mientras que el yen y las monedas de la ASEAN parecen ofrecer buen valor.

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