

INFORME DE INVERSIÓN TRIMESTRAL

1T 2023

Redactado por James Macpherson

"Es como ver a un burro loco dando vueltas en un campo, rebotando en todas las vallas".

Bank of America sobre los mercados en 2023.

El primer trimestre fue agitado. Tras la experiencia extremadamente difícil tanto para la renta fija como para la variable en 2022, los mercados comenzaron 2023 con paso firme. Como señal de la normalización de los tipos de interés, el 4 de enero, por primera vez desde 2010, desapareció el índice Bloomberg de valores de rendimiento negativo. Habían alcanzado un máximo de 18,38 billones de dólares en diciembre de 2020. Durante enero y febrero, el mercado fluctuó entre la preocupación que el endurecimiento drástico de la liquidez el año pasado condujera a una recesión y el anuncio de unos buenos resultados económicos. Sin embargo, en marzo estalló una crisis bancaria que ha supuesto la desaparición de dos bancos estadounidenses, Silicon Valley y Signature, y de un banco suizo, Credit Suisse. Las crisis bancarias son intrínsecamente desestabilizadoras, pero ésta pone a la Reserva Federal y a otros bancos centrales en una situación especialmente difícil. Como la inflación aún no está bajo control, necesitan mantener altos los tipos de interés, pero esto ha ejercido presión sobre los puntos débiles del sistema financiero, que necesitan recortes en los tipos de interés. Un nuevo endurecimiento podría provocar más quiebras. La situación parece requerir dos respuestas opuestas de los tipos de interés, una más alta para la inflación y otra más baja para los bancos en dificultades.

Los colapsos bancarios revivieron los recuerdos de 2008, pero está claro que esta situación es diferente. La crisis de 2008 afectó a todo el sistema, mientras que hoy se centra en bancos concretos con problemas específicos. Esta crisis es menos una prueba del sistema bancario y más una prueba de cómo las autoridades gestionan el rescate. El Silicon Bank, que se centraba en préstamos a empresas tecnológicas, había invertido sus depósitos en bonos del Estado estadounidense a largo plazo. Cuando los tipos de interés subieron el año pasado, su valor cayó, y las pérdidas resultantes inquietaron a los clientes y desencadenaron una retirada masiva del banco. Lo extraordinario del colapso fue su rapidez, 42.000 millones de dólares de depósitos fueron retirados un viernes y durante el fin de semana la Reserva Federal actuó rápidamente para garantizar todos sus depósitos. Era poco probable que hubieran permitido el colapso de un banco por poseer bonos del Tesoro estadounidense, pero en la era digital los nervios se crisparon al darse cuenta que los depósitos bancarios están en un aprieto. En una crisis de confianza como ésta, los mercados tienden a buscar el punto más débil y a ponerlo a prueba, y Credit Suisse era uno de esos objetivos, ya que ha sufrido una serie de pérdidas muy mediáticas en los últimos años. Se vio obligado a fusionarse con UBS, en una acción un tanto controvertida por parte del regulador y el gobierno suizos. Esto no es lo mismo que el colapso de Lehmans. Individualmente estas situaciones no son sistémicas, pero junto con acontecimientos como la crisis de LDI en el Reino Unido el pasado mes de septiembre y la implosión de Adani en la India, drenan la confianza y suscitan preocupación sobre cuál será el próximo colapso. Sugiere que algunas partes de la estructura no están del todo bien en el sistema financiero. Esto está quedando al descubierto tras quince años de tipos de interés ultrabajos y la consiguiente mala

asignación del capital. En la medida en que se están exprimiendo los excesos, es saludable, pero resulta incómodo ver cómo se revelan las tensiones, y han aumentado los temores de que la economía se dirija hacia una recesión. Otra marcada diferencia con respecto a 2008, es que hoy la inflación es mucho mayor, en un momento en que la deuda mundial ha aumentado enormemente. Se prevé que esta deuda aumente aún más debido al incremento de los presupuestos de defensa, y a los costes asociados al traslado de las cadenas de suministro desde Asia, y a la transición ecológica. Por si fuera poco, ahora hay una guerra, que amenaza con choques de suministro procedentes de Rusia y China.

El curso de la inflación será el factor determinante de los mercados durante el próximo año. La inflación ha pasado de ser generada por la congestión provocada por la pandemia a ser impulsada por el crecimiento de los salarios. Si la economía se encamina hacia la recesión, será una recesión muy inusual, dada la fortaleza del mercado laboral. Pero la inflación también se ha visto estimulada por una relativa escasez de inversiones de capital. Aparte de la tecnología, es difícil encontrar excesos de inversión en cualquier sector. De hecho, gran parte de la inversión de capital que ha tenido lugar ha estado relacionado con mejoras de las normas medioambientales más que con el aumento de la capacidad. La mayor parte de la inflación ha sido generada por los increíbles estímulos fiscales y monetarios que surgieron en respuesta a la pandemia de Covid. A medida que una parte de este estímulo desaparezca, se espera que la inflación se reduzca, pero el número de huelgas y las reivindicaciones sindicales sobre los salarios demuestran que las presiones salariales siguen siendo importantes. Muchos trabajadores han sufrido la caída de los salarios reales durante un periodo de veinte años, en gran parte como consecuencia de la entrada de China en la OMC. Esto, con la inflación al alza, significa que hay mucho margen para que continúen las presiones salariales. Mientras tanto, un factor que ha ayudado a la inflación es que el cálido invierno ha contenido los precios de la energía. Europa y el Reino Unido gastaron tres veces más en energía en 2022 que en 2020, incluidos 780.000 millones de dólares en subvenciones. La oferta y la demanda de petróleo están más o menos equilibradas en la actualidad, pero si la demanda aumenta o la oferta disminuye por cualquier motivo, los precios de la energía podrían dispararse y aumentar aún más las presiones inflacionistas. Algo que ilustra esto y muestra la posición imposible en la que se encuentran las compañías energéticas es que el presidente Biden les diga que aumenten la producción para aliviar la presión sobre los precios de la energía, mientras que simultáneamente se les critica por no frenar la producción por razones medioambientales. Cómo evolucione la inflación a partir de aquí tendrá un impacto significativo en los mercados.

Una mayor inflación reducirá el valor de los bonos y de las acciones de crecimiento. Si suben los tipos de interés, dificultará el pago del servicio de la deuda, lo que afectará a las entidades muy endeudadas. Un estudio del Deutsche Bank estima que el 20% de las empresas estadounidenses tendrán unos costes del servicio de la deuda superiores a sus beneficios en 2022. Las enormes inyecciones de efectivo en el sistema durante la Covid y los bajos tipos de interés permitieron una mayor competencia en muchos sectores, pero esto está empezando a revertirse. Esto ayudará a los beneficios de los

supervivientes. Los valores menos de moda del "viejo mundo" han sido rechazados durante la última década y se han visto obligados a operar de forma conservadora. Esto los prepara para un periodo de rendimientos excesivos. Se ha producido una racionalización significativa en muchas industrias, por ejemplo, la capacidad de los vuelos europeos de corta distancia ha descendido un 10% desde Covid y ahora está siendo testigo de una fuerte demanda contenida a medida que la gente puede viajar de nuevo. EE.UU. ha dominado los rendimientos durante la última década, pero esto puede estar cambiando. Se habla mucho de la ralentización del crecimiento de China, pero su economía era de 5 billones de dólares en 2008 y ahora es de 18 billones. Una tasa de crecimiento del 3% crea la misma expansión del PIB que el crecimiento del 10% creaba entonces. El índice MSCI Asean ha caído una cuarta parte en la última década, a pesar de que muchos países de la región, como Indonesia, Vietnam y Filipinas, han crecido a un ritmo medio del 5% anual. Como resultado, hay algunas valorizaciones muy baratas allí y en Hong Kong. Uno de los mercados mejor posicionados es Japón. La rentabilidad para los accionistas ha alcanzado nuevos máximos gracias a la continua reducción de costes y al énfasis en la mejora de la rentabilidad y del cash-flow. El activismo y las operaciones relacionadas con el capital riesgo han alcanzado nuevos máximos. Existe un esfuerzo colectivo y un sentido de necesidad urgente de mejorar el rendimiento para los accionistas. Esta presión procede de la Bolsa de Tokio y de los gestores de activos nacionales, como parte del esfuerzo gubernamental por mejorar los rendimientos bursátiles para la población que envejece. Las valoraciones son bajas, las empresas tienen balances sólidos, por lo que se benefician de unos tipos de interés más altos, y el posicionamiento de los inversores extranjeros es bajo. Los salarios reales japoneses llevan tres décadas estancados. Al tipo de cambio actual, los trabajadores japoneses de todos los sectores están insuficientemente remunerados en relación con sus homólogos del G7. Un aumento permanente de los salarios impulsaría la confianza de los consumidores, el consumo interno y el crecimiento del crédito.

Otra característica del trimestre fue la irrupción de la IA (Inteligencia Artificial) en la escena general en forma de Chat GPT de Microsoft y luego Bard de Google. La IA es simplemente informática avanzada. El concepto existe desde hace tiempo (Elon Musk fue cofundador de la empresa matriz de ChatGPT), pero ahora está mostrando resultados y eficiencias significativas. Programas informáticos que antes tardaban dos semanas se están realizando en dos horas. Otras aplicaciones incluyen la traducción en tiempo real, el desarrollo de fármacos y el control de las redes eléctricas para ayudar a un consumo energético más eficiente. Estas eficiencias generarán más beneficios. En las próximas dos décadas, la IA será tan poderosa como Internet. No disponer de ella será lo mismo que si una empresa no tuviera hoy una página web. Será un cambio de plataforma en la economía y el efecto dominó creará múltiples oportunidades. La cuestión será qué empresas se beneficiarán y cuáles se verán perjudicadas. Goldman Sachs ha calculado que pueden desaparecer trescientos millones de puestos de trabajo como consecuencia de la IA. A un trabajador se le paga por limpiar una habitación, pero ya no pagará por que le redacten su testamento si puede conseguirlo gratis. El capital siempre ha mantenido sometida a la mano de obra, pero ahora, por primera vez,

los trabajadores de cuello blanco se ven amenazados. Sólo se protegerá a los trabajadores especializados.

La inquieta acción del mercado es indicativa de los cambios en curso. Hay mucha incertidumbre, pero está claro que la época de 2020-21 ha terminado. Las empresas sin beneficios o con modelos de negocio o balances débiles tendrán la vida mucho más difícil en este entorno de tipos de interés más altos. Para las empresas fuertes, un régimen de tipos de interés del 5% puede resultar mejor que el del 1% que ha perdurado durante tanto tiempo, ya que se eliminará mucha competencia. Los trastornos creados por la inflación y las nuevas tecnologías constituirán grandes oportunidades de inversión a medio y largo plazo para quienes puedan soportar la volatilidad. A corto plazo, mucho dependerá de la inflación y, en particular, de los precios de la energía. Los combustibles fósiles están tan omnipresentes en la economía que otra subida de los precios sería perjudicial. En cuanto a las divisas, hay indicios de que la diferencia de crecimiento entre EE.UU. y las demás economías importantes puede estar reduciéndose. Junto con los problemas de la banca estadounidense, eso puede significar que la excepcional fortaleza del dólar disminuya.

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