

INFORME DE INVERSIÓN TRIMESTRAL

1T 2022

“Tenemos que aumentar inmediatamente la producción de petróleo y gas”.

Elon Musk, 5 de marzo de 2022

Justo cuando la economía mundial estaba saliendo de la crisis del covid, se vio sacudida por otro duro golpe cuando Rusia invadió Ucrania. Aparte del trauma humano, este acto de guerra tiene múltiples repercusiones económicas. La principal es que ha agudizado aún más la crisis energética, pero también se ha visto afectado el suministro de muchas otras materias primas. Rusia es una superpotencia de materias primas que produce el 11% del petróleo mundial, el 17% del gas natural, el 40% del paladio, el 15% del platino y el rodio, el 15% del aluminio, importantes volúmenes de níquel para baterías y el 65% del neón (un gas raro utilizado en la fabricación de semiconductores). Rusia y Ucrania suman el 28% del comercio mundial de trigo. Bielorrusia posee el 40% de la potasa del mundo, y Rusia suministra el 66% del nitrato de amonio (utilizado como fertilizante). Muchos de estos mercados ya exhibían tirantez, y la pérdida de un proveedor tan grande acarreará grandes turbulencias mientras el mundo intenta reorganizar sus suministros. Las presiones inflacionistas son claras, y se suman a una situación que ya estaba generando la mayor inflación de los últimos cuarenta años. A estas presiones se sumará el aumento del gasto en defensa, que limitará aún más los presupuestos públicos y aumentará la inflación. Las guerras son siempre inflacionistas. Antes de la invasión, varias áreas de los mercados financieros estaban en dificultades, al señalar los Bancos Centrales que los tipos de interés subirían a lo largo de 2022. Los bonos habían caído con el aumento de la inflación y las compañías tecnológicas estadounidenses que no distribuyen beneficios se desplomaron. Lo más dramático fue la alerta de beneficios del 3 de febrero de Meta (antes Facebook), que le hizo perder más de 250.000 millones de dólares de su valor en bolsa ese mismo día. Es indicativo de cuán concentrado está el mercado el que dicha pérdida supusiera el valor total combinado de todas las empresas del S&P500, excepto las veinte primeras. Con todo, esta característica del mercado también brinda oportunidades. La obsesión por la tecnología en la última década ha hecho que se ignoraran grandes franjas del mercado, lo que se ha traducido en un montón de empresas decentes con valoraciones razonables. No obstante, el fuerte entorno inflacionista, con un tremendo shock impuesto geopolítico y de materias primas, ha sumido en la incertidumbre a todos los mercados. A largo plazo, la consecuencia más perjudicial podría ser para el estatus de moneda de reserva del dólar estadounidense (USD). La congelación unilateral de las reservas rusas hará que los países con grandes excedentes se lo piensen dos veces antes de aparcar sus reservas en el mercado de títulos de deuda pública estadounidense (UST). Estados Unidos se ha beneficiado de billones de depósitos de países como China, India, Arabia Saudí, EAU y Kuwait. Estas reservas han permitido a Estados Unidos incurrir en enormes déficits a bajo coste, pero si la inviolabilidad de estas reservas se pone en duda, podrían marcharse. Esto presionará los tipos de interés estadounidenses al alza y el USD a la baja.

Todo ha apuntado siempre a que la salida del covid iba a ser muy desigual, dadas las mutaciones del virus y los diferentes grados de vacunación de la población de los distintos países. Sin embargo, a principios de 2022 la reapertura económica avanzaba con paso firme. Esto seguramente provocaría cierta inflación, dado el gigantesco estímulo aplicado por los gobiernos y la rotura de las cadenas de suministro, pero se esperaba que fuera un fenómeno transitorio. En cambio, ha resultado ser más persistente, y en Estados Unidos se acerca al 8%, mientras que Alemania ha registrado una inflación de los precios de producción del 25%, e Italia más del 40%. La inflación occidental (es mucho menos problemática en Asia) ha roto una tendencia bajista de cuarenta años. Los alimentos y la energía son los principales motores, pero la inflación salarial también está aumentando. La fuerte demanda de trabajadores y el descenso de la población activa, debido a que muchas personas se jubilan anticipadamente o se quedan en casa por problemas de salud derivados del covid, han hecho subir los salarios. Asimismo, la rotura de las cadenas de suministro y los factores medioambientales —como la reducción del uso de carbón térmico barato por China para combatir la contaminación— han presionado adicionalmente los precios al alza. La última vez que la inflación alcanzó el nivel actual del 7,5%, en 1978, el ratio de la deuda pública estadounidense respecto al PIB era del 32%. Ahora es el 130%, es decir, 30 billones de dólares. Con una recaudación fiscal de solo 2 billones de dólares, se augura un peligro inminente si los tipos de interés suben mucho más; ahora bien, cuanto mayor sea la presión inflacionista, más difícil será mantener los tipos de interés bajos. En pocas palabras, si los tipos suben un 1,5%, eso añadirá 450.000 millones de dólares al coste del servicio de la deuda de Estados Unidos. Incluso antes de que la inflación fuera un problema, el escaso atractivo de los rendimientos reales hacía que los UST emitidos por el Gobierno tuvieran que ser comprados por la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed). Este proceso de expansión cuantitativa (QE) ha beneficiado claramente a los precios de los activos. A principios de 2009, cuando se inició el programa QE, el mercado bursátil estadounidense estaba valorado en un 60% del PIB estadounidense. A finales de 2021 superaba el 200% del PIB, mientras que el balance de la Fed se había ampliado en 8 billones de dólares. Los mercados tanto de renta fija como de renta variable exhiben tirantez con respecto a la inflación, por lo que si esta persiste, ambos podrían sufrir fuertes caídas. En este contexto, la hecatombe ruso ucraniana no podría llegar en peor momento, al ser probable que genere importantes demandas salariales, ya que los consumidores lucharán para poder hacer frente al creciente coste de vida. Se calcula que la factura energética media de los hogares europeos podría aumentar entre un 50% y un 100% por el encarecimiento de la energía. Además, la probable pérdida de las cosechas ucranianas hará subir los precios de los alimentos. La mayor parte del trigo ucraniano se exporta a Oriente Medio y Norte de África. La revuelta de la Primavera Árabe de hace una década vino causada por la escasez de alimentos, que entonces amenazó la seguridad de los suministros energéticos de Oriente Medio. Es evidente que existe la posibilidad de que la situación degeneren en un círculo vicioso. Los gobiernos estarán rezando para que las cosechas sean buenas este año. Puede que intenten intervenir para aliviar las dificultades económicas de los hogares de baja renta, pero eso agravará el problema porque las subvenciones amortiguan las señales de los precios,

por lo que la demanda de petróleo por encima de los 100 dólares será mayor de lo que debería.

La crisis energética y de las materias primas se ha visto agravada por el movimiento ecologista. Las políticas de cero neto han demonizado a la industria del petróleo y gas. Como resultado, el presupuesto para sustituir las reservas de combustibles fósiles se ha recortado en un total acumulado de 1 billón de dólares durante la última década. A modo de ejemplo, Rystad estima que el descubrimiento de petróleo y gas en 2021 fue el más bajo desde 1946, con el resultado de que las reservas no están siendo reemplazadas. Igualmente nocivo es el hecho de que la reserva de mano de obra cualificada necesaria para el funcionamiento de la industria se ha desplomado al incorporarse al sector muchos menos jóvenes. Involuntariamente, el lobby ecologista ha construido una fuerte ventaja competitiva en torno al sector de las materias primas, haciéndolo enormemente rentable. Incluso antes del desastre de Ucrania, el mundo se enfrentaba a una crisis energética galopante durante los próximos cinco años, ya que cada vez dependemos más de países que no simpatizan con Occidente para nuestro suministro de energía. El problema actual de las energías renovables es que no se pueden almacenar. Cuando el sol se pone o el viento amaina el suministro se detiene. Esto es lo que provocó la caída de muchas redes eléctricas el año pasado. Los efectos derivados del encarecimiento de la energía son de un amplio alcance. Los productos intensivos en energía, como la urea, que se utiliza en los fertilizantes, han triplicado su precio durante el último año. Los agricultores deben decidir si pagan esos precios o reducen su uso, en cuyo caso las cosechas de cereales menguarán sustancialmente. Los bancos centrales no pueden hacer nada para resolver este problema, ya que no pueden imprimir energía ni alimentos. La escasa oferta de estas materias primas fundamentales puede hacer subir aún más la inflación.

Con todo, este sombrío panorama no debe hacernos perder de vista las oportunidades. La cuestión clave es si el crecimiento puede aguantar. La pandemia ha demostrado que los responsables políticos pueden apuntalar el crecimiento si se lo proponen, y es probable que intenten proteger a los consumidores, al menos en los niveles de renta más bajos. Si apoyan el crecimiento, los mercados de valores se beneficiarán, ya que les encanta cualquier estímulo. Además, los consumidores entraron en esta crisis en buena forma, con grandes ahorros que hicieron durante la pandemia, así que tienen un colchón de seguridad. El empleo se mantiene fuerte y los salarios están subiendo. China ha empezado a estimular su economía, así que mientras no haya una profunda recesión occidental debería irle bien. Por sectores, el claro beneficiario de los últimos acontecimientos es el energético, tanto el segmento de combustibles fósiles como el de energías renovables. El vago objetivo de lograr una energía limpia para 2050 ha mutado ante la necesidad de hacer todo lo posible por lograr seguridad e independencia energética de cara al invierno de 2022. Esto es relevante, particularmente para Europa, ya que se destinará una enorme cantidad de recursos a esta cuestión. La solución a largo plazo para la seguridad energética y el cambio climático es la construcción de centrales nucleares y más infraestructuras renovables, lo que beneficiará a sectores como el de máquinas-herramienta y semiconductores, al igual que a metales como el

cobre, el litio y el cobalto. Los productores de combustibles fósiles a corto plazo se beneficiarán de la inviabilidad del compromiso absoluto con el cero neto, y el mundo se verá obligado a volver a estos productores para llenar el vacío dejado por Rusia. Para financiar esto contamos con el Fondo de Recuperación de la Unión Europea, dotado con 750.000 millones de euros, al igual que con un plan de más de un billón de euros para desplegar un Pacto Verde en toda la Unión Europea. Habrá un aumento espectacular de las inversiones. Esto debería traducirse en un largo periodo de alta demanda de materias primas, que beneficiará a compañías ignoradas por el mercado alcista obsesionado por la tecnología de la última década. Estas empresas llevan tiempo en un segundo plano, pero tienen operaciones sólidas y valoraciones razonables. Una mayor inflación salarial también obligará a las firmas a invertir más en mejorar la productividad, lo que hará repuntar el gasto de inversión durante varios años desde los bajos niveles actuales. Con una fuerte inflación salarial, las empresas tendrán que aumentar las ventas lo suficientemente rápido como para compensar el encarecimiento de los costes. Muchas no lo conseguirán, pero las que sí lo logren florecerán. Por consiguiente, la selección de valores es crucial, y replicar índices podría resultar menos rentable. Un claro ejemplo de ello es la última reorganización del índice Dow Jones en agosto de 2020. Las compañías excluidas exhibían las siguientes rentabilidades a 31 de marzo de 2022: Exxon +106%, Pfizer +44% ,y Raytheon +62%. En cambio, los valores que ocuparon su lugar en el índice obtuvieron: Salesforce -22%, Amgen -5% y Honeywell +17%.

Geográficamente, una de las plazas más interesantes es Japón. Japón alberga muchas de las empresas que se beneficiarán de este nuevo entorno, y el mercado de valores está experimentando una revolución empresarial en la que el accionista recibe un trato mucho mejor. La rentabilidad de los fondos propios de las empresas niponas con capitalizaciones superiores a 500 millones de dólares ha mejorado hasta acercarse a los niveles estadounidenses. En los últimos veinte años, las firmas japonesas han multiplicado por siete los dividendos, pasando de 20.000 millones a 140.000 millones de dólares. Desde 2012, cuando el mercado tocó fondo, la renta variable nipona ha subido un 240%, mientras que los beneficios empresariales han crecido un 300%, por lo que las valoraciones se han reducido justo cuando se incrementaban en la mayoría de las plazas del mundo. Por el contrario, el mercado estadounidense se revalorizó un 500% en el mismo periodo, mientras que los beneficios empresariales solo crecieron un 200%. La renta variable nipona está poco presente en las carteras de los inversores globales, exhibe fuertes beneficios, una generación de caja récord y un gobierno corporativo en constante mejora. Las empresas de capital riesgo también se han vuelto activas en la plaza y esto está empujando a las empresas a mejorar sus resultados.

Los estremecedores acontecimientos en Ucrania han dejado a los mercados frágiles y existe una considerable incertidumbre. Es poco probable que esta ansiedad disminuya, y podría aumentar. Aparte de los problemas políticos, la principal tensión económica probablemente radicará en cómo abordan los bancos centrales las crecientes expectativas inflacionistas mientras mantienen unos tipos de interés absurdamente bajos. Con todo, las crisis siempre brindan nuevas oportunidades. Aun siendo probable que la mayor parte del mercado bursátil afronte dificultades, se presentarán

oportunidades selectivas en áreas como materias primas, Japón y aquellas empresas capaces de mejorar la productividad, así como las que ayuden al mundo a lograr un suministro energético más eficiente. La renta fija sigue careciendo de atractivo, y resulta chocante que se haya debilitado adicionalmente desde el inicio de la guerra, cuando la mayoría de los activos de renta variable han enjugado las pérdidas sufridas tras conocerse la invasión. Es raro que la renta variable se revele un activo más seguro que la renta fija, pero esto ilustra la confianza que tienen los inversores en la fiabilidad de los beneficios de las grandes compañías tecnológicas, al igual que en las nuevas oportunidades. Es probable que estos valores sigan exhibiendo un buen comportamiento, siempre que los rendimientos de los bonos no suban demasiado. En cuanto a las divisas, es probable que el dólar estadounidense mantenga su estatus de refugio seguro, ya que la guerra de Ucrania lastrará el crecimiento europeo.

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