

INFORME DE INVERSIÓN TRIMESTRAL

4T 2022

En 2022, la inflación volvió con una fuerza que no se veía desde hacía 40 años. Así sucedió especialmente en las economías occidentales, donde una confluencia de factores, en su mayoría relacionados con la covid-19, impulsó los precios al alza. Durante 2020 y 2021, los gobiernos occidentales aplicaron enormes estímulos monetarios y acordaron generosos programas de ayuda para mitigar la pandemia de covid-19. El aumento del gasto en un mundo en el que muchos centros de producción funcionaban a baja capacidad, debido a las restricciones de suministro provocadas por la covid-19, disparó de forma vertiginosa los precios. Esta situación se vio agravada por la invasión de Ucrania por parte de Rusia, que provocó restricciones en los mercados del petróleo, el gas y el trigo. Además, la covid-19 propició cambios en el mercado laboral, provocando escasez de mano de obra. Las preocupaciones relacionadas con la salud, junto con una asistencia social demasiado generosa, llevaron a EE. UU. a registrar la tasa de participación de los trabajadores más baja de los últimos 40 años. Con casi dos empleos disponibles por cada desempleado, las presiones salariales han sido fuerte. Esta marcada y persistente inflación provocó una reacción tardía de la Reserva Federal para restringir la liquidez, y tanto el mercado de renta fija como el de renta variable sufrieron fuertes reveses. En 2022, el bono estadounidense a 10 años cayó un 14,7%, su equivalente alemán se dejó un 18,6%, mientras que el austriaco a 2086, a más largo plazo, cayó más de un 50%. En los mercados de renta variable, el índice S&P 500 descendió un 19,4%, el índice MSCI Europe cayó un 14,9% (expresado en dólares estadounidenses) y el índice MSCI World se dejó un 17,5%. El dólar estadounidense fue la divisa más fuerte, al subir un 6,2% frente al euro y un 12,5% frente al yen. Muy pocas clases de activos lograron una rentabilidad positiva en el año, dándose las mayores caídas en los sectores más populares, como los valores tecnológicos estadounidenses: el Nasdaq sufrió una caída de un 33%. El resultado de esta inestabilidad fue una pérdida de patrimonio financiero estimada en 35 billones de dólares.

La fortaleza de la inflación pilló por sorpresa a las autoridades políticas. Tras un largo periodo en que los tipos de interés se mantuvieron próximos a cero, la Reserva Federal los subió del 0,5% en abril al 4,5% en diciembre. Aunque es un nivel muy inferior a los tipos vigentes en las décadas de 1970 y 1980, el volumen de la deuda es ahora mucho mayor, por lo que el impacto es mucho más contundente. Un tipo de interés estadounidense del 5% genera actualmente la misma carga que un tipo del 15% en los años 80. También supone una marcha atrás en la política. Desde 2008, los gobiernos han reaccionado ante cualquier debilidad o problema económico con planes de gasto desmesurado, endeudándose a tipos extraordinariamente bajos. El aumento de los tipos de interés hace que esta política resulte mucho más cara, y los mercados de renta fija están desafiando los límites de cuánto pueden endeudarse los gobiernos. La reacción más impresionante del mercado al minipresupuesto británico de finales de septiembre apuntó al fin de la capacidad de los gobiernos para gastar sin un plan creíble de cómo se devolvería la deuda. La época de los enormes déficits fiscales a tipos de interés muy bajos ha terminado, lo que supone un problema a los gobiernos. ¿Cómo equilibrar la necesidad de remediar la inflación con la necesidad igualmente urgente de activar el crecimiento? La mayoría de las grandes economías afrontan una complicada combinación de creciente endeudamiento, aumento de los costes de los intereses,

envejecimiento de la mano de obra y sistemas de bienestar inflados que han seguido en marcha gracias al dinero que imprimían los bancos centrales emitido a intereses bajos. La nueva realidad requiere soluciones que serán más difíciles desde el punto de vista político, como subir los tipos de interés para contener la burbuja de la deuda, combatir la ineficacia de los sistemas sociales y elevar la edad de jubilación. En el contexto de una crisis del coste de la vida, estas medidas serán aún más difíciles, pero si los gobiernos/bancos centrales derrochan demasiado, los tipos de interés subirán o su moneda probablemente se resentirá. La buena noticia es que algunas de las presiones alcistas sobre la inflación están remitiendo. La recuperación tras la covid-19 permite que las cadenas de suministro vuelvan a funcionar, y la escasez y los cuellos de botella están desapareciendo. Desde el máximo de 2022, la inflación descenderá casi seguramente, pero será difícil volver a un nivel del 2%. Las presiones salariales se mantienen claramente al alza. Por primera vez en la historia de la humanidad disminuye el número de jóvenes que se incorporan a la población activa, mientras que la población en edad de trabajar se está reduciendo, a un ritmo estimado de 10 millones al año o 27.000 al día. Conforme disminuye la mano de obra, las empresas tienen que competir con dinero para atraer a los empleados. Hay muchos casos de empresas que están cerrando no por falta de demanda, sino por la incapacidad de conseguir mano de obra. Es un problema estructural que no tiene fácil solución, no se pueden imprimir 2 millones de trabajadores para resolver esta escasez, y es intrínsecamente inflacionista.

Japón será uno de los lugares más interesantes para vigilar la inflación en 2023. Desde su llegada en 2013, Kuroda, actual gobernador del Banco de Japón, ha mantenido el rendimiento de los bonos a 10 años por debajo del 0,25% para tratar de estimular la inflación. En diciembre elevó este límite artificial al 0,5%, que sigue siendo un nivel extraordinariamente bajo comparado con el resto del mundo; el rendimiento a 10 años de Suiza roza el 1,5%, el de Alemania el 2,5% y el de EE. UU. alrededor del 4%. Kuroda se jubila la próxima primavera y esta medida podría anunciar un cambio de política que podría hacer subir los rendimientos japoneses. La importancia internacional de este hecho estriba en el enorme volumen de ahorro de las familias japonesas, que se estima en unos 12 billones de dólares. Con unos rendimientos tan bajos en su propio país, los japoneses se han visto obligados a buscar rentabilidad en otros lugares. Ese ahorro ha regado los mercados mundiales durante los últimos 20 años. Japón es el mayor acreedor mundial, con 3,6 billones de dólares de activos netos en el extranjero, lo que incluye el 9% de la deuda soberana de Francia, el 7% de la del Reino Unido y el 6% de la de EE. UU. Sin embargo, si los rendimientos de los bonos suben en Japón, sería lógico que parte de este dinero volviera a casa. Podría ser un proceso lento, pero presionaría al alza los rendimientos de los bonos fuera de Japón, así como otros activos de alto rendimiento, y probablemente otros sectores populares como los gigantescos valores tecnológicos y el inmobiliario.

La tendencia mundial a la «balcanización», a medida que EE. UU. trata de contener a China y Rusia se ve condenada al ostracismo, ejerce presiones al alza sobre muchos bienes y materias primas negociados. Los trastornos provocados por la invasión de Ucrania por parte de Rusia son lo que más ha afectado a las materias primas en lo que

respecta a los mercados financieros. Sin embargo, una alteración del papel de China en el mundo sería mucho mayor. Décadas de inversión han creado un enorme ecosistema de logística y cadenas de suministro en China que se combinan de forma eficiente con el resto del mundo. El 98% de los iPhones de Apple y el 70% de los *smartphones* del mundo se fabrican en China. Según los cálculos de un artículo de Bloomberg, Apple tardaría ocho años en sacar de China tan solo el 10% de su producción de iPhones. Los alimentos y la energía siguen siendo vulnerables a los problemas del comercio, debido al actual enfrentamiento entre Rusia y Occidente. Históricamente, el riesgo geopolítico se gestionaba mejor con unos inventarios muy elevados. Por tanto, resulta preocupante que los inventarios estén en niveles bajos; por ejemplo, la Reserva Especial de petróleo de EE. UU. se ha reducido en un tercio durante 2022, dejándola en su nivel más bajo desde 1984. Más del 80% de la energía mundial sigue procediendo de combustibles fósiles, pero la inversión en reposición de reservas se ha desplomado en detrimento de la inversión en energías renovables.

Un informe de Rystad afirma que la inversión de capital en renovables (494.000 millones de dólares) superará a la de petróleo y gas (446.000 millones de dólares) en 2022. Así, el mundo gastó más en el 4% de su suministro energético que en mantener el 80% de su suministro actual. El problema se ve agravado debido a que muchos gobiernos subvencionan la demanda y gravan la oferta; por ejemplo, el Reino Unido grava a los productores de sus yacimientos energéticos del mar del Norte, impone un tope a los precios de la energía al consumo y envía cheques para subvencionar el consumo energético de cada hogar. En una época de escasez, esto es un disparate y, a la larga, insostenible. Además, se está creando un nuevo orden en los mercados del petróleo que deja al mundo aún más dependiente de la OPEP. La crudeza de la situación queda ilustrada por el cambio en las relaciones de EE. UU. con Mohamed bin Salman, el visible heredero saudí. Anteriormente un paria por su presunto papel en el asesinato de Jamal Khashoggi, en julio el presidente Biden acudió a Arabia Saudí para implorarle que aumentase su oferta de petróleo, con escaso éxito. La falta de inversión en el suministro de petróleo occidental obedece al deseo de descarbonizar la energía mundial. Pero el riesgo es evidente. Con los suministros de energías renovables con dificultades para alcanzar una masa crítica, los precios de los combustibles fósiles podrían aumentar considerablemente. En 2022, los precios de la energía fluctuaron de forma virulenta en respuesta a la invasión rusa, pero se mantuvieron bajo control gracias al confinamiento de China y al *asalto* a la reserva estadounidense. En 2023, China probablemente reabrirá y será necesario volver a llenar la reserva estadounidense. Los ecologistas detestan el uso del petróleo, pero el mundo sigue construido sobre un modelo de combustibles fósiles. En los factores medioambientales, sociales y de gobernanza, existe un gran conflicto entre los primeros y los segundos. La falta de inversión en combustibles fósiles golpeará con más dureza a los más pobres de la sociedad, y esta realidad está obligando a replantearse las cosas. Los Verdes en Alemania pasaron años en la oposición tratando de reducir la huella de carbono. Por primera vez llegaron al gobierno y en cuestión de meses tuvieron que aceptar el restablecimiento de la energía del carbón, un giro de proporciones épicas .

El objetivo de «cero neto» (reducir a cero los gases de efecto invernadero) es una meta encomiable, pero debe lograrse manteniendo la prosperidad.

¿Cómo debe posicionarse un inversor en este entorno de inestabilidad? La respuesta más sencilla es evitar las áreas que se verán afectadas por la subida de los tipos de interés, o los países que sufrirán las consecuencias de la globalización. Al aumentar los rendimientos, los bonos se vuelven más atractivos, aunque difícilmente resultan atractivos frente a la inflación. El problema para los inversores en renta variable es que los valores más populares están sobrevalorados, debido en gran parte a los ETF, que compran una y otra vez los mismos grandes valores. Pero hay valores con valoraciones muy bajas. La mayoría de ellos están fuera de EE. UU., donde los mercados han sido mucho menos fuertes. El índice MSCI Pacific alcanzó en octubre el nivel que tenía en 1989. El índice MSCI Europe y el índice FTSE del Reino Unido están prácticamente igual que en 2000. Hay muchas empresas en todas estas regiones que marchan bien y presentan valoraciones atractivas. La reapertura de China debería apoyar a los mercados asiáticos y emergentes, que además tienen una inflación muy inferior a la de Occidente. Es curioso ver cómo Brasil presenta una tasa de inflación inferior a la de Alemania. En general, los mercados emergentes han seguido un enfoque mucho más ortodoxo durante la pandemia y no tienen unos niveles de endeudamiento excesivos resultantes de dádivas fiscales. Es probable que la reapertura de China siga un patrón de «parada y arranque», pero los extranjeros están infraponderados, por lo que, si la recuperación cobra fuerza, podría haber prisa por volver a entrar a este enorme mercado. Japón también parece un refugio seguro, con muchas empresas con balances sólidos y un crecimiento constante de los beneficios, y un ejemplo de reestructuración que va a más. En cuanto a los sectores, las crecientes tensiones en todo el mundo hacen que las empresas de defensa se estén comportando bien. El cambio estructural hacia la descarbonización requiere un gran uso de materias primas, lo que sostiene una tendencia de varias décadas para los productores de materias primas relevantes.

Muchos de los problemas que sacudieron los mercados en 2022 siguen ahí. La inflación persiste y es probable que los tipos de interés se mantengan en niveles elevados. Estos tipos más altos serán problemáticos para los países, las empresas o los particulares que precisen refinanciación en los próximos doce meses, ya que pagarán una cantidad mucho mayor a la que se han acostumbrado en la última década. Las empresas también afrontan un aumento de los costes salariales. Todo ello incidirá en los márgenes. Con los tipos de interés por encima del 4% y la Fed todavía en «modo duro», no sería raro que los índices de renta variable cedieran la mayor parte de sus ganancias desde el impulso provocado por la covid-19 a principios de 2020. Como ejemplo extremo, Tesla podría caer más de un 70% y seguir siendo una empresa con una capitalización de 100.000 millones de dólares. Pero los índices están repletos de los grandes valores que han dominado la rentabilidad en la última década. Una característica de los mercados bajistas es que el liderazgo pasa de un grupo de valores a otro. Los posibles candidatos para esas futuras oportunidades se encuentran sobre todo fuera de EE. UU., especialmente si China se recupera y el dólar baja. Por los sectores, las materias primas

cuentan con el impulso de la tendencia a la descarbonización y el sector financiero se beneficiará de la subida de los tipos de interés. Los sectores que se han ignorado parecen los más atractivos. A corto plazo, el entorno mucho más atractivo para la gestión de inversión activa que para la inversión pasiva ligada a índices.

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