

INFORME DE INVERSIÓN

1T 2021

Redactado por James Macpherson

INFORME DE INVERSIÓN TRIMESTRAL

“La renta fija no es el activo en el que posicionarse justo ahora. ¿Cabe concebir que la rentabilidad que genera últimamente el bono del Tesoro estadounidense a 10 años —rendía un 0,93% a final de año— haya caído un 94% desde el rendimiento del 15,8% que ofrecía en septiembre de 1981? En ciertos países grandes e importantes, como Alemania y Japón, los inversores están obteniendo una rentabilidad negativa de los billones de dólares asignados a deuda soberana. Los inversores en renta fija de todo el mundo —ya sean fondos de pensiones, compañías de seguros o jubilados— tienen ante sí un futuro sombrío”.

Warren Buffett, Memoria Anual de Berkshire Hathaway, 3 de enero de 2021.

Los mercados bursátiles se mostraron fuertes en las primeras seis semanas del primer trimestre de 2021 antes de retroceder. Las correcciones en los mercados de deuda fueron especialmente fuertes. Por ejemplo, el rendimiento del bono estadounidense a 10 años subió del 0,91% al 1,74%, mientras el bono alemán a 10 años pasó de -0,57% a -0,29%. Se trata de movimientos masivos en mercados que son enormes. Además, las materias primas industriales exhibieron solidez, sobre todo las relacionadas con la expansión de las infraestructuras de energías renovables. El debate sobre la inversión estuvo dominado por la eficiencia de los países en el despliegue de las distintas vacunas, y el temor a la inflación a medida que las economías comienzan a reabrirse y responder a las ingentes medidas de estímulos puestas en marcha por los Gobiernos y los bancos centrales. Seguiremos muy de cerca los mercados de bonos para ver cómo reaccionan ante la inflación. Si la reapertura de las economías conduce solo a una inflación transitoria, los sectores que florecían antes de la pandemia deberían de seguir prosperando. Ahora bien, si la inflación se dispara más de lo previsto y da muestras de ser persistente, se reconsiderarán muchas clases de activos. Los mercados de renta fija seguirán cayendo, al igual que los activos cuyo precio se basa en los rendimientos de la deuda. En clave positiva, esto podría suponer un nuevo impulso para sectores que han estado languideciendo durante los últimos diez años, como los sectores de materias primas y financiero.

Se calcula que en 2020 entraron más de 20 billones de dólares de deuda en el sistema mundial en respuesta a la crisis del coronavirus. El total de la deuda mundial asciende ahora a 281 billones de dólares, lo que supone un 355% del PIB mundial. La escala de la intervención es extraordinaria. El gasto en deuda per cápita de Estados Unidos fue de 12.600 dólares el año pasado, frente a un gasto estimado de 5.200 dólares durante ocho años del New Deal de Roosevelt en la década de 1930. Y ello fue antes del último paquete de 1,9 billones de dólares del presidente Biden, y de otro anuncio reciente en el que se proponía uno de 3 billones de dólares. El paquete de 1,9 billones incluye el envío de un cheque de 1.400 dólares a casi todos los habitantes del país. El último paquete anunciado se centra en un enorme gasto en infraestructuras. Mientras tanto, el confinamiento ha hecho subir la tasa de ahorro y es razonable suponer que esta disminuirá cuando se permita a la gente salir a gastar de nuevo. Si la tasa de ahorro vuelve al nivel precoronavirus en Estados Unidos, se liberaría un billón de dólares, o un 4,7% del PIB. Este nivel de estímulo aumenta el riesgo de inflación. La situación es diferente a la de la crisis post-2008, cuando los bancos redujeron el riesgo de sus balances y se les exigió que aumentaran su peso en papel emitido por el Tesoro público. Los enormes programas de flexibilización cuantitativa (QE, *por sus siglas en inglés*) supusieron la emisión de billones de dólares por parte de los bancos centrales, que fueron absorbidos por los bancos comerciales, lo cual esterilizó el impacto inflacionista. El dinero se quedó ocioso en el excedente de reservas, atrapando la inflación en los mercados de activos. Pero hoy el exceso de dinero reside en las cuentas de los hogares y

en los balances de los Gobiernos y está destinado a gasto. Este dinero irá a parar a la economía real, por lo que es mucho más probable que su impacto sea inflacionario. Además, los acontecimientos del año pasado han hecho que las empresas eviten realizar gastos de capital innecesarios o mantener los inventarios en niveles elevados, por lo que el impacto de la demanda será inmediato. Además, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China han creado una presión adicional, de manera que las cadenas de suministro se mueven por razones distintas al coste. La mitad de los chips semiconductores del mundo se fabrican en Taiwán, y al final del trimestre el bloqueo accidental del Canal de Suez por un buque portacontenedores demuestra lo frágiles que pueden ser las líneas de suministro. Esto ha ocurrido cuando el mercado había exprimido todas las cualidades defensivas de la renta fija llevando los tipos a niveles extremadamente bajos. La cita de Buffett que encabeza este informe debe interpretarse a la luz del hecho de que los ahorros de la mayoría de la gente están vinculados al mercado de renta fija directamente, o indirectamente a través de las acciones o de los bienes inmuebles, cuyo precio está fuertemente influido por la dirección de los tipos de interés. A pesar de estas preocupaciones, las empresas han seguido disfrutando de condiciones benignas. A principios de marzo, la aerolínea europea easyjet pudo captar 1.200 millones de euros emitiendo deuda que solo pagaba un interés del 1,875%, en un momento en el que opera a apenas el 10% de su capacidad normal.

Esos tipos de interés tan bajos han provocado una serie de distorsiones. Las explosivas cantidades de liquidez y los pésimos rendimientos del efectivo y los bonos han llevado las valoraciones de algunos activos a niveles peligrosos. En un momento dado, la empresa de software Snowflake cotizó a 155 veces sus ingresos previstos para 2021 (cualquier cosa por encima de diez veces es superlativa), para alcanzar una capitalización bursátil de 92.000 millones de dólares. Esto resulta extraño en el contexto de que la empresa declaró en su folleto el pasado septiembre que su mercado total abordable era de 81.000 millones de dólares. Muchas empresas han estado vendiéndose a un precio muy superior a diez veces sus ventas anuales, lo que significa que necesitan muchos años de éxito continuado para justificar sus valoraciones actuales. La historia ha demostrado que estas valoraciones tan elevadas rara vez son sostenibles, ya que a menudo las tasas de crecimiento se reducen, o las normativas o los impuestos empañan las perspectivas de beneficios. Esto es especialmente cierto en un área tan rompedora como la tecnología. En la última gran burbuja bursátil del año 2000, si bien el mercado predijo correctamente que internet dominaría el futuro, fue menos preciso en cuanto a qué empresas se alzarían como las grandes ganadoras. En 2000 Facebook no existía y Google estaba dando sus primeros pasos, Amazon vendía libros y Netflix era una empresa de alquiler de vídeos. Muchos líderes de aquella época ya no existen. Puede que Tesla, al igual que los primeros líderes informáticos como Atari, cree mercado, pero acabe siendo superada. Si el crecimiento mundial se recupera acompañado de unos tipos de interés más altos, las condiciones cambiarán para las empresas tecnológicas con pocos beneficios o incluso ventas. Los inversores gravitarán hacia empresas con negocios sólidos que se beneficiarán del repunte de la actividad. Desde los anuncios de vacunas eficaces de noviembre, ha habido cada vez más pruebas de ello.

Hay que tener cuidado a la hora de reasignar las inversiones de crecimiento a valor basándose en que las economías se reabrirán. Muchas empresas de valor están fuertemente apalancadas y es posible que necesiten ampliar capital. Cuanto más tiempo continúen las olas y variantes del Covid, más sufrirán estas empresas, y una retirada del apoyo monetario resultaría perjudicial. Además, y sobre todo, estas empresas habrán de demostrar que son capaces de aprovechar las tecnologías digitales. No obstante, se ha condicionado a los inversores haciéndoles creer que el bajo crecimiento continuará para siempre y, si tal presunción resultara errónea, surgirán oportunidades. Si el gigantesco estímulo actual acaba generando un

crecimiento más fuerte e inflación, la seguridad de los bonos y de la renta variable representativa de los bonos será menos atractiva y los inversores girarán hacia sectores más cíclicos con valoraciones mucho más baratas. Estas empresas han aplicado duros recortes de costes para sobrevivir a la crisis del coronavirus y están listas para beneficiarse si los ingresos se recuperan. Los consumidores llevan un año sufriendo confinamientos, por lo que cuando puedan moverse libremente la demanda reprimida podrían dispararse salvajemente. Una recuperación cíclica también beneficiaría de manera desproporcionada a los mercados no estadounidenses. La hipótesis de valoración de Asia parece tan sólida como en los últimos diez años. Japón es quizás el mercado más conectado a la recuperación mundial. Ofrece empresas líderes en el mundo que están vinculadas al rápido crecimiento de la región de Asia-Pacífico. Su sector empresarial se ha vuelto mucho más disciplinado y las empresas muestran una rentabilidad mucho mayor. La plaza japonesa ha repuntado por encima de niveles que no se veían desde hace tres décadas y aún así sigue exhibiendo la renta variable más barata del mundo desarrollado.

Las materias primas están teniendo un excelente comportamiento y varias tendencias ofrecen un firme respaldo. Son beneficiarias evidentes de un mayor crecimiento. Hasta hace poco, las materias primas llevan diez años generando rentabilidades mediocres. La economía mundial ha venido creciendo débilmente desde la crisis de 2008 y la oferta se había multiplicado con anterioridad debido al auge de China. Más recientemente, el movimiento ecologista ha dificultado la producción. La inversión en activo fijo está en mínimos de veinte años, mientras que la demanda sigue aumentando. Gran parte del nuevo paquete de Biden está destinado a renovar las infraestructuras de Estados Unidos. China ha anunciado planes para duplicar la extensión de su red ferroviaria de aquí a 2035 y construir 162 aeropuertos nuevos. Todo ello requerirá materias primas, al igual que el impulso a las energías renovables. Verde no significa libre de materias primas. La nueva economía energética requiere cantidades significativas de cobre, litio, cobalto y tierras raras para funcionar. Los valores de las energías renovables cotizan con múltiplos elevados respecto a sus ventas, pero las empresas de recursos que las hacen posibles están poco valoradas. La capitalización bursátil de Tesla superó en un momento dado la de todas las mineras cotizadas, lo cual parece absurdo. El sector está barato a pesar de brindar la ruta hacia la descarbonización. La tecnología también juega un papel. Las nuevas generaciones exigen cada vez más que las empresas 'demuestren' que se ajustan su conducta a buenas prácticas éticas. Los productos manufacturados tendrán que revelar, a través de cadenas de suministro digitalizadas, la procedencia de sus productos hasta la mina que ha producido las materias primas. Las mineras culpables de corrupción, prácticas perniciosas o contaminación sufrirán boicots. Esta forma de ASG (ESG, *por sus siglas en inglés*) aumentará radicalmente el coste de la nueva capacidad, además del tiempo necesario para hacerla operativa, en un momento en el que es cada vez más difícil encontrar nuevas reservas. Los productores de materias primas tendrán que gastar para mantener las cosas limpias al igual que para ampliar los volúmenes. Esta contracción del mercado también es inflacionista.

Este año la incertidumbre ha pasado de girar en torno a cómo contener el virus al temor a la inflación conforme el proceso de desconfinamiento libere la enorme liquidez acumulada en una economía activa. Si la reapertura no revigora el virus, es muy probable que ponga en entredicho la actual política de estímulos extraordinarios y espectaculares. Los inversores buscarán empresas que se beneficien de esta explosión de crecimiento económico y ello podría ir acompañado de una revisión a la baja de las previsiones de rentabilidad las clases de activos más defensivas como los bonos. Similarmente, si se produce un rebrote de la COVID-19, los inversores volverán a estos activos refugio defensivos, y los valores cíclicos retrocederán. Seleccionar valores con rigor es más importante que nunca, al enfrentarse los inversores a unos niveles de incertidumbre persistentemente elevados.

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. Notz Stucki 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 Notz Stucki 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.

© Notz Stucki Group