

INFORME DE INVERSIÓN

2T 2021

Redactado por James Macpherson

INFORME DE INVERSIÓN TRIMESTRAL

Los mercados siguieron avanzando en el segundo trimestre a medida que se desplegaban las vacunas, lo que permitió suavizar los confinamientos. El proceso de vacunación está más avanzado en Estados Unidos, mientras que Europa lleva un par de meses de retraso y los Mercados Emergentes (ME) apenas acaban de empezar sus programas. No obstante, la recuperación bursátil del último año parece increíble en un contexto en el que la Unión Europea (UE) sufrió su peor recesión desde los años 1930, el mundo ha visto el primer aumento de la pobreza en veinte años, y millones de familias han visto cómo sus perspectivas y situación financiera se iban al traste. La exuberante rentabilidad financiera se ha producido a raíz de la enorme respuesta fiscal y monetaria de doble cañón de los gobiernos y los bancos centrales, lo que a su vez ha llevado a preguntarse cuándo cesarán estas operaciones de apoyo, y si provocarán inflación.

La respuesta política al Covid fue extraordinariamente enérgica. La respuesta fiscal en los tres primeros meses fue igual a la de las cinco recesiones anteriores en Estados Unidos. La política monetaria estadounidense produjo más expansión cuantitativa (QE) en seis semanas que el total del periodo 2009-2018 tras la Crisis Financiera de 2008. Ello ha provocado una recuperación abrupta, pero lo más desconcertante es que este estímulo sin precedentes ha continuado incluso cuando la recuperación es totalmente evidente. La Fed sigue comprando 40.000 millones de dólares de hipotecas al mes a pesar de que ahora hay escasez de viviendas. Han dicho que no piensan reducir sus compras de bonos de 120.000 millones de dólares al mes, y no esperan subir los tipos de interés hasta 2023 a pesar del auge de la economía. La recuperación económica más fuerte desde 1945 se enfrenta a las condiciones financieras más cómodas de las que se tiene constancia. Con un 25% del PIB, los programas anunciados recientemente por el Presidente Biden son mayores que los programas de la Gran Sociedad de Lyndon Johnson de los años 1960. Ello sugiere que las autoridades tienen algunas dudas sobre lo bien que se desenvolverían las economías si se eliminaran estos apoyos. Si bien la recuperación permite que la economía privada repunte, hay un gran vacío que llenar. Los contratiempos y la incertidumbre causados por las cepas variantes del Covid también hacen más complicada la reversión total de los confinamientos. Ello hace que la tarea de las autoridades de juzgar cómo y cuándo retirar sus estímulos sea mucho más difícil.

¿Se traducirán estas medidas de estímulo en una mayor inflación? Es inevitable que la inflación a corto plazo sea más alta debido a los efectos de base y a los efectos de la avalancha de demanda causada por la reapertura de las economías y la perturbación del suministro provocadas por los confinamientos, pero gran parte de ello será transitorio. ¿Habrá más inflación persistente? La pandemia ha provocado el cierre de muchas empresas, lo que reduce la oferta y da a los supervivientes un mayor poder de fijación de precios. El Presidente Biden ha anunciado planes para impulsar la participación sindical y aumentar la regulación, dos medidas inflacionistas. Políticamente se presiona para que los salarios más bajos suban, no para que bajen, y para que se reduzca la desigualdad en la economía, y esta agenda se ve reforzada por las redes sociales, que tienen más poder que cualquier sindicato. Las elecciones, al menos en Occidente, las deciden los votantes de cuello azul de las comunidades rurales y del cinturón del óxido, y estos votantes exigen mayores salarios y pensiones, tras años de estancamiento. A nivel internacional, uno de los principales motores de la desinflación en las últimas décadas ha sido la globalización, en particular China, que se ha apoderado de gran parte del sector manufacturero, produciendo bienes mucho más baratos gracias a unos costes laborales más bajos y a un menor respeto por las medidas de salud y seguridad. El deterioro de las relaciones entre China y Occidente amenaza esta tendencia desinflacionista. En particular, ya no se ignoran las preocupaciones medioambientales sobre los procesos de producción de China. En efecto, Occidente ha

externalizado a Asia muchas de sus malas prácticas y su contaminación. En gran medida debido a la presión de la generación milenial, los modos de producción nocivos ya no se aceptan en Occidente, independientemente de dónde se encuentre la fábrica. China ha anunciado el cierre del 13% de su capacidad siderúrgica, y probablemente se lleven a cabo acciones similares en industrias de altas emisiones como el vidrio, el cemento, el polisilicio y el aluminio. Ello acabará con la producción a precios más bajos que China lleva proporcionando los últimos treinta años y es, por tanto, otra presión inflacionista. También se está empezando a boicotear a las empresas que explotan a sus trabajadores, ya sea con sueldos bajos o malas condiciones de trabajo. El blockchain permite la transparencia en los procesos de producción hasta el origen y eso está cambiando los comportamientos. Aunque es bienvenido por razones humanitarias, está conduciendo a una base de costes estructuralmente más alta. Los precios de los alimentos, un ámbito en el que la demanda no se vio especialmente afectada por los confinamientos, también han aumentado considerablemente. Por ejemplo, hasta el 31 de mayo los precios de la carne de cerdo (importante en China) subieron un 106%, el maíz un 105%, la soja un 86%, el café un 67%, el azúcar un 61% y el trigo un 31%. Si esta tendencia se mantiene, se traducirá en un aumento de los salarios. Una primera señal de esto fue que algunas grandes empresas como McDonalds, Chipotle, Bank of America y Under Armour subieron sus salarios más del 10% durante el trimestre. Que la inflación sea más persistente no es todavía una certeza, pero los tres grandes motores desinflationarios de la última década han sido la globalización, la desregulación y la tecnología, y los dos primeros están dando marcha atrás. Hay más presiones al alza sobre los precios que en cualquier otro momento desde la caída del Muro de Berlín. La cuestión que realmente importará es a qué tipo de interés se estabilizará la parte a largo plazo del mercado de bonos. El mercado de bonos fijará el rendimiento del dinero a diez y treinta años en función de sus expectativas sobre el crecimiento y la inflación futuros. Si la deuda estadounidense a 10 años se estabiliza en torno al 3%, el mercado de valores probablemente lo digiera sin demasiada alarma. Sin embargo, si el tipo se acerca al 4%-5%, muchos activos parecerán mal valorados. La configuración por defecto de muchos inversores de tener aproximadamente la mitad de sus activos en bonos y la otra mitad en acciones growth de alta calidad, que ha prevalecido durante los últimos veinte años, se vería socavada y todos los mercados sufrirían una gran agitación a medida que los inversores reasignaran sus patrimonios. Por ejemplo, los 16 billones de dólares de bonos de rendimiento negativo parecerían muy mal valorados.

Entonces, ¿qué debe hacer un inversor? El mercado de bonos se ha quedado sin valor, y la inflación es un veneno para los bonos. Ello ha empujado a los inversores hacia las acciones, pero tras el enorme repunte del último año las valoraciones de la renta variable son en consecuencia más altas. No obstante, muchas empresas han presentado resultados excepcionales en el primer trimestre, lo que justifica sus elevadas valoraciones. Algunos fueron sorprendentes. Las ventas de Amazon fueron un 44% superiores a las del año anterior; Microsoft produjo 18.000 millones de dólares de flujo de caja libre en el trimestre. Las empresas tecnológicas de gran capitalización están imponentes, pero se enfrentan a una mayor regulación e impuestos, y a un entorno político mucho más agresivo. En el caso de las empresas growth más modestas, mucho dependerá de la evolución de la inflación, ya que el aumento de esta podría hacer que se redujera su rating. Las mejores perspectivas podrían estar en las empresas value que han sido ignoradas por el mercado desde la crisis de 2008. Un ejemplo obvio sería el sector de las materias primas. La preocupación por el medio ambiente está en el centro de la atención de los políticos y del público. La transición de las economías desde los combustibles de carbono a las fuentes renovables será una historia de varios años, no solo de un par de trimestres. Además, se trata de un proceso intensivo en metales. Las materias primas se están convirtiendo en uno de los mayores beneficiarios de las preocupaciones ASG, que están generando demanda y reduciendo mucho la oferta. El cobre y otros metales son esenciales para la electrificación de la red energética. El Manhattan Institute estima que un parque eólico de 100MW requiere 30.000 toneladas de

mineral de hierro, 50.000 toneladas de hormigón y 900 toneladas de plásticos no reciclables; mientras una planta solar de 100MW requiere un 150% más de cemento, acero, aluminio y vidrio que el parque eólico. Últimamente se ha invertido poco en nuevas minas, que tardan varios años en entrar en producción. Muchas minas de metales cruciales se encuentran en países en los que el nacionalismo de los recursos va en aumento. Para las empresas cuyas minas se encuentran en jurisdicciones favorables, las perspectivas son buenas. Asimismo, a medida que las mineras mejoran su puntuación en materia de ASG, se convierten en opciones de inversión para los grandes grupos de capital que necesitan que se les considere conformes con las normas ASG. Por otra parte, si la recuperación y las presiones inflacionistas continúan, sectores value como el financiero y el minorista pueden obtener buenos resultados. A medida que la recuperación se expanda, es probable que los inversores globales reduzcan un poco su exposición a Estados Unidos en favor de Europa, Japón y los Mercados Emergentes. No obstante, la operativa en value ha de ser muy selectiva, dado el fuerte endeudamiento de muchas empresas value, y los continuos desafíos que plantea la tecnología a los viejos modelos de negocio. La selección de valores tendrá premio.

Desde la crisis del Covid, los mercados financieros se han vuelto muy dependientes del apoyo de los bancos centrales. Muchas cosas dependen de que la Fed siga agitando su varita. Una preocupación es que el resultado económico final sea una débil recuperación después de que todos los paquetes de estímulo se desvanezcan. Este es un posible mensaje señalado por los mercados de bonos. La enorme deuda que se ha acumulado, con poco debate sobre cómo pagarla, combinada con la perspectiva de un aumento de los impuestos y los salarios, haría alarmante un miedo al crecimiento. Además, si la inflación se mantiene tozuda durante la segunda mitad del año, la credibilidad de la Fed se pondrá cada vez más a prueba. La selección activa de valores sigue siendo crucial, pero las mejores áreas parecen ser 'la digital y la sucia', es decir, habrá que centrarse en las empresas que generan la transformadora revolución tecnológica que estamos viviendo, y las materias primas que serán necesarias para hacerla posible.

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