

# La guerra coge el relevo a la pandemia

Carta a inversores 1T2022



## 1. Un comienzo de año traumático

El comienzo del año 2022 no fue el que muchos esperaban. La inflación que hasta entonces no paraba de subir desde hace meses se volvió un problema tan pronto como los diferentes dirigentes de los bancos centrales lo reconocieron. Concretamente, Powell a finales de 2021 reconoció que la inflación estaba perdurando más de lo esperado y que iban a tomar medidas activas para intentar frenarla.

Ya veníamos viendo, como dijimos en su día, fuertes correcciones en aquellos activos con valoraciones más elevadas. Sin embargo, estas correcciones estaban más bien concentradas en aquellas empresas donde la mayor, por no decir toda, su valoración estaba basada en expectativas, es decir, todo dependía de su futuro, pero no tenían hoy por hoy nada (desde el punto de vista de la generación de flujos de caja) que respaldase un valor. Con este mensaje de Powell comenzaron a verse caídas en acciones donde su mayor valor dependía también de su futuro, concretamente del valor presente de sus flujos de caja descontados, pero que hoy por hoy tenían mucho que lo respaldaba. Hablamos de empresas como Nvidia, ASM, Adobe, Ebay, etc.

Todas ellas sufrieron fuertes caídas a medida que el mercado se iba poniendo nervioso por conocer los mensajes de los Bancos Centrales con respecto al calendario de subidas de tipos. Primero fue la Reserva Federal anunciando la primera subida ya en marzo y estimando entre 4-5 más para el resto del año y posteriormente el BCE que, aunque no confirmo ninguna subida para este año tampoco lo negó, lo que fue suficiente para provocar importantes subidas en las rentabilidades ya que hasta ese momento no se esperaban movimientos por parte del BCE hasta al menos el primer trimestre de 2023.

Sea como sea, lo cierto es que antes de la guerra los mercados ya estaban pasando por un mal momento. Con el inicio de la guerra estos miedos no hicieron más que acentuarse, especialmente en Europa, debido a la alta dependencia que tenemos del petróleo y gas natural rusos.

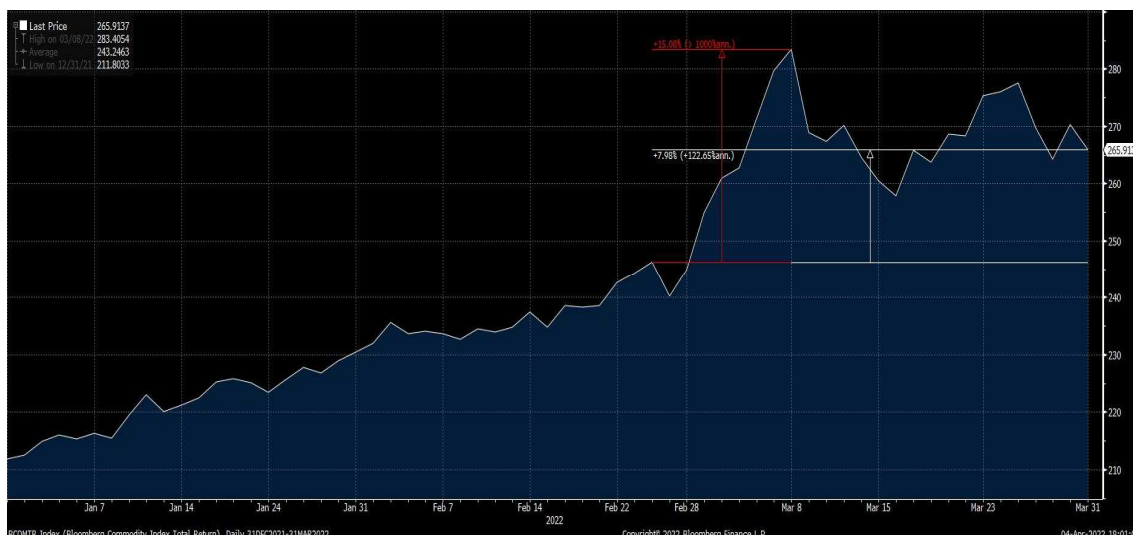
## 2. Inflación + Guerra = +Inflación

Como decíamos antes, la inflación ya era un problema antes de la guerra. Los cuellos de botella provocados por la pandemia y los altos precios de las materias primas estaban impidiendo que las empresas pudieran satisfacer una demanda prácticamente recuperada y centrada, especialmente, en la manufactura. La esperanza de los mercados estaba en que, a lo largo de este año, con la pandemia ya en el olvido, los cuellos de botella fueran remitiendo, los precios de las materias primas cayeran y que todo esto permitiera a la inflación volver a niveles más manejables. Además, la retirada de estímulos ya anunciada por parte de los Bancos Centrales, se esperaba que tuviera también su efecto positivo en la lucha contra la inflación.

Sin embargo, probablemente pocos contábamos con encontrarnos con una guerra. Este escenario era un escenario aparentemente poco probable, pero no por ello imposible. Nuestra burbuja de información limitada nos llevó a pensar que una invasión a Ucrania por parte de Rusia era una muy mala decisión. No solo por lo atroz del acto, sino por las sanciones que Occidente ya estaba advirtiendo que tomaría en caso de darse esa invasión. Aun así, no sabemos si, porque Putin menospreció la reacción de Occidente, si porque le daba igual o por la razón que sea, pero lo cierto es que el 24 de febrero Rusia entró con sus tropas y comenzó a arrasarse con todo lo que encontraba a su paso.

Esto tuvo un claro impacto sobre el precio de las materias primas, especialmente aquellas que exportaban Rusia y Ucrania, destacando principalmente el gas natural, petróleo y cereales.

### Evolución del Bloomberg Commodity Index en el año 2022



El efecto que ha tenido esto sobre la economía occidental es un aumento en las expectativas de inflación y un jarro de agua fría sobre los que esperaban que la inflación volviese a niveles más normales en este año 2022.

Existe ahora un riesgo real de que se dé una situación de estanflación en aquellos países que no logren hacer frente a esa subida de precios de la energía. Cuando hablamos de inflación sana, nos referimos a aquella tasa de inflación controlada que se debe a una buena salud de la demanda de la economía y que implica unos mayores beneficios empresariales y, por tanto, impulsa los salarios también al alza. Sin embargo, este tipo de inflación no aumenta los beneficios empresariales puesto que se debe a un aumento en los costes. Por ello, no es tan fácil trasladar esta subida de precios a los trabajadores en forma de subidas de sueldos, lo cual se traduce en una pérdida de poder adquisitivo por parte de las familias. Así, a medida que los precios van subiendo, los consumidores están menos tentados a consumir y,

por tanto, la demanda cae, pudiendo dar lugar a una situación de estanflación.

La propia Lagarde ha afirmado que los datos actuales no parecen mostrar indicios de que exista el riesgo de que esta situación de estanflación tenga lugar. Y lo cierto es que los últimos datos de PMI muestran que la economía occidental está en muy buen estado de forma a pesar de todo, si bien es cierto que son datos muy prematuros y que se apoyan en la inercia positiva de los últimos meses de 2021. En Europa, estos han caído mucho menos de lo que se esperaba y en cualquier caso están claramente por encima de 50 (por encima de 50 indica expansión), y en Estados Unidos y en Reino Unido estos han superado los PMIs del mes anterior, llegando a superar el 60 en Estados Unidos. En cualquier caso, estos datos hay que cogerlos con muchas reservas ya que todavía no recogen en toda su amplitud los efectos que la guerra está provocando en la economía. Veremos más adelante entonces cuáles son las posibles fases del ciclo que podemos encontrarnos en los próximos meses.

### 3. Las expectativas del mercado

Los mercados se mueven por dos fuerzas: el valor actual de algo y su valor futuro esperado. Antes decíamos que las empresas cuyo valor dependía más de su valor futuro eran las que más estaban sufriendo desde que la inflación comenzó a aumentar. Sin embargo, esto aplica para todo tipo de activos. Por ejemplo, antes de que se diera la invasión, los precios del petróleo ya estaban subiendo con fuerza porque existía la posibilidad de que ese escenario se diera y, por tanto, que el precio del petróleo tuviera que subir.

Los agentes económicos tratamos siempre de anticiparnos para así maximizar nuestra rentabilidad. Aquellas empresas que son candidatas a ser los próximos Google o Facebook o Apple suelen tener valoraciones muy exigentes puesto que sus expectativas son muy elevadas. En el caso que comentábamos antes, el petróleo comenzó a subir antes de lo que debería porque las expectativas de que subieran eran cada vez más altas.

Por ello, las expectativas juegan un papel fundamental en los mercados financieros y nos permiten hacer un ejercicio retrospectivo y tratar de ver qué está descontando el mercado de acuerdo con sus movimientos. Así, igual que podemos entender que el petróleo subió porque había un mayor miedo a la invasión, podemos entender que quizá había un mayor miedo a la invasión porque vimos que el petróleo subió.

Actualmente, las bolsas se han recuperado prácticamente al completo de las caídas provocadas por la invasión y las rentabilidades de los bonos también han superado los niveles previos. Por su parte, las materias primas de energía siguen en niveles cercanos a máximos, claramente por encima de los 100 dólares el barril y las materias primas “defensivas” como el oro también parecen estar consolidadas en niveles superiores a los previos a la inflación.

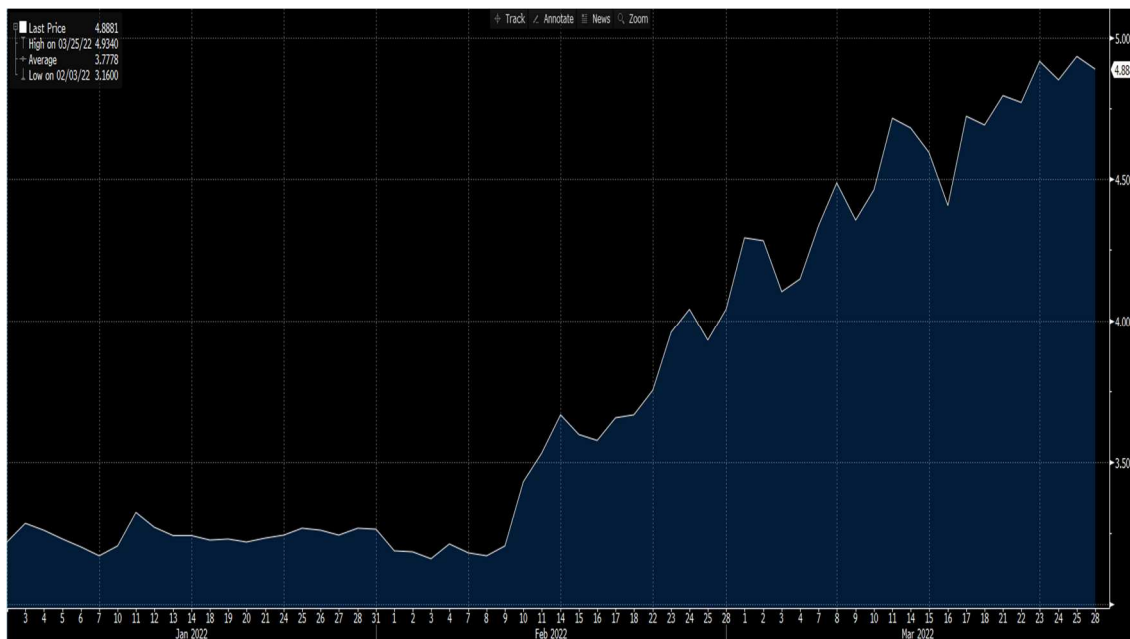
Estos movimientos muestran un claro optimismo por parte de los inversores respecto la evolución de la guerra. Todo este optimismo vino a raíz de un borrador de acuerdo donde parecía que Rusia y Ucrania parecían haber avanzado en sus negociaciones. No obstante, estas negociaciones parecen llevar estancadas semanas y, mientras tanto, continúan los bombardeos a ciudades ucranianas. Esto nos hace pensar que quizás el mercado está subestimando el riesgo de que la guerra pueda no tener un fin cercano. Mientras tanto, desde Occidente continúan las sanciones hacia Rusia con la

esperanza de asfixiarlo económicamente y que no pueda continuar con esta guerra.

Por otro lado, el petróleo sigue estando por encima de los 100 dólares el barril. Esto nos parece razonable ya que Rusia es uno de los principales productores mundiales de petróleo y el bloqueo que Occidente le ha puesto a Rusia, aunque aún no afecta al suministro energético, ponen en riesgo la oferta de crudo. Además, en su última reunión la OPEP se negó a aumentar su producción en una reunión que apenas duró unos minutos. Hay que recordar también que en Estados Unidos con la llegada de Biden se empezó a entorpecer la producción de petróleo, por lo que era también un factor que iba en favor de que el precio del petróleo siguiera subiendo.

Y luego tenemos el comportamiento de los tipos de interés que están siguiendo con los movimientos previos a la pandemia. Tenemos ya al Bund por encima del 0,60% y al T Note por encima del 2,50%. Esto podemos interpretarlo como un efecto de las nuevas expectativas de inflación y, probablemente, de unas subidas de tipos a un mayor ritmo. De hecho, si observamos el breakeven de Estados Unidos a 2 años, que mide la diferencia entre la rentabilidad del bono gubernamental a 2 años y la rentabilidad del bono protegido contra la inflación a 2 años, vemos que las expectativas de inflación han aumentado significativamente desde incluso una semana antes a que empezara la guerra.

### **Breakeven de Estados Unidos a 2 años**



Este indicador ha sido un indicador preciso de las expectativas que los inversores tienen sobre la inflación y, por tanto, permite explicar determinados movimientos en otros activos.

Esto, nuevamente, va en dirección opuesta a la que parecen descontar los mercados de renta variable tratando de superar los niveles pre-invasión e incluso lográndolo en el caso de las bolsas de Estados Unidos. Digamos que, independientemente de lo que ocurra con la guerra, el problema de inflación ya es una realidad, no un riesgo y sus efectos podrían estar con nosotros durante más tiempo del que pensábamos en un principio.

Ante esto, lo cierto es que los Bancos Centrales tienen un fuerte inconveniente a la hora de subir los tipos de interés, el elevado endeudamiento de los países. Esta situación ha venido en un momento muy



crítico para los países ya que estos han tenido que emitir mucha deuda (que en algunos casos estaba ya muy elevada) para afrontar la pandemia. Por ello, una política monetaria restrictiva excesiva podría ahogar a algunos países.

Así que también es algo que los inversores en renta variable puedan contemplar y apuesten a que, por mucho que la inflación apriete, los bancos centrales están atados de pies y manos y que, precisamente por la alta inflación y la baja rentabilidad de los bonos, la única inversión rentable hoy en día es la renta variable. Básicamente, poniendo en una balanza riesgo y recompensa y considerando que los Bancos Centrales no pueden subir los tipos de forma agresiva, invertir en renta variable no es tan mala opción.

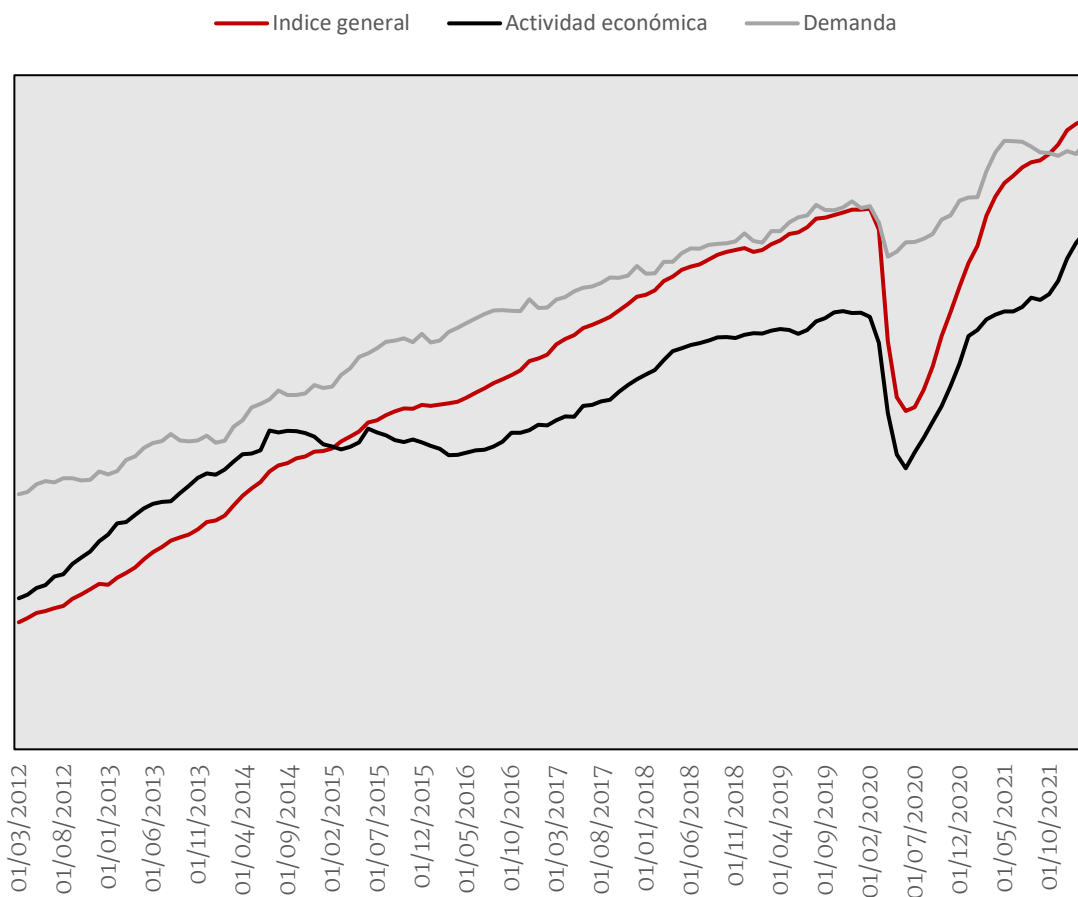
## 4. El ciclo económico

Antes dábamos una pequeña pincelada de hacia donde podría dirigirse la economía en caso de que la inflación terminase por provocar una caída en el consumo. Sin embargo, como decíamos antes, este escenario hoy por hoy parece no estar dándose ya que los niveles de actividad económica muestran una fuerte confianza por parte de las empresas respecto la situación. También vemos que la demanda, a pesar de todo, también está aguantando. Esto en parte se debe a las políticas expansivas tanto fiscales como monetarias, que han hecho que las expectativas de los consumidores no se deterioren y han tratado de dar soporte a las empresas para que retomen su actividad lo más rápido posible.

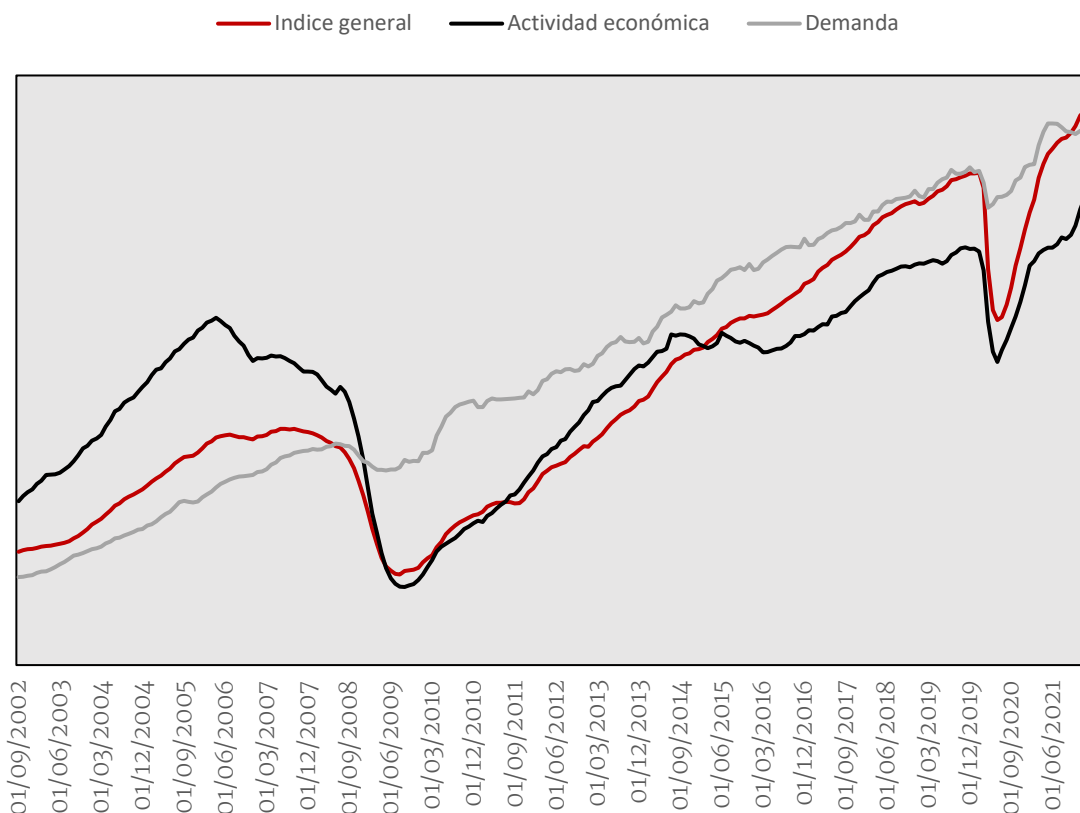
Esto de hecho es lo que mayor presión ha puesto sobre los precios ya que, la demanda sí que ha podido recuperarse sin problemas, mientras que la oferta ha estado muy influenciada por la pandemia quien todavía sigue causando confinamientos como el más reciente de China con su política de Covid 0. Pero, al final de todo, lo importante es que demanda y oferta vayan

juntos en la dirección alcista y hoy por hoy así es. En el siguiente gráfico, podéis ver cómo prácticamente la actividad económica se ha acelerado en los últimos meses del año 2021 gracias a que la pandemia ha permitido, por fin, terminar de despegar a aquellas empresas que estaban algo más rezagadas.

Por otro lado, vemos también como la demanda ha retomado su tendencia después de que, a mediados de 2021 debido a la pandemia, y a que ya comenzaban a notarse los cuellos de botella, esta se vio entorpecida. En cualquier caso, vemos como ahora tanto demanda como oferta están remando en la misma dirección y permitiendo que la economía siga la tendencia que hasta ahora estaba mostrando.



Es importante como decía que ambas fuerzas vayan en la misma dirección porque de lo contrario se daría una espiral bajista donde este “pesimismo” se retroalimentaría. Por ejemplo, si la actividad económica disminuye por miedo a que la demanda pueda corregir, pero la demanda permanece fuerte, pronto la actividad económica retomará su dirección. Si, en cambio, la actividad económica y la demanda caen, la actividad económica reducirá su actividad aún más, lo cual se traducirá en menor empleo y, por tanto, menor consumo. Esto lo podemos ver si retrocedemos hasta la crisis de 2008, donde la actividad económica venía cayendo años, pero hasta que no cayó la demanda no comenzaron a complicarse las cosas.



Por tanto, podemos decir que, al menos por ahora, la economía sigue en un buen estado de forma y podemos decir que, a pesar de que hay riesgos de que la economía se resienta por la alta presión que los precios pueden poner

sobre el consumo, mientras la actividad económica siga fuerte la economía seguirá creciendo.

## 5. Invertir sin dar palos de ciegos

Si algo tenemos que sacar en claro de estos dos últimos años es que el ser humano es nefasto valorando probabilidades. Por ello, no podemos confiar en nuestro criterio a la hora de estimar la probabilidad de un determinado suceso porque tenemos una capacidad de análisis limitada y tenemos acceso a información también limitada. Al principio de este informe veíamos que la mayoría veía improbable la invasión de Rusia a Ucrania, igual que también se vio improbable en su día que el Covid-19 se convirtiera en una pandemia cuando solo estaba en China, igual que también se vio improbable en su día que sucediera una crisis de la magnitud de 2008 o que los tipos pudieran llegar a estar en negativo.

Lo único que podemos hacer entonces es ser conscientes de nuestras limitaciones y tratar simplemente de reajustar nuestras posiciones lo más rápido posible. Si nos sumamos al carro de los que tratan de anticipar el futuro y apostamos nuestra cartera a ello, estaremos dando palos de ciego. Habrá veces que acertaremos y otras que fallaremos. La otra opción es ver y actuar. Cuando nosotros conducimos un coche, no tratamos de anticipar si la siguiente curva irá a la derecha o a la izquierda, ni tampoco cuando será, simplemente esperamos a que llegue, vemos hacia dónde va y giramos.

¿Por qué entonces la gente quiere anticiparse? Porque simplemente el que primero llegue tiene a su alcance un mayor potencial beneficio. Si nosotros hubiéramos sido capaces de anticipar la caída de Lehman Brothers

podríamos haber apostado a caídas comprando opciones de venta y no solo soportaría las caídas del resto de nuestras posiciones, sino que habríamos acabado el año con potenciales subidas. Esto es algo que le ocurrió a varios inversores y analistas y que, a raíz de ese momento, se convirtieron en gurús, también es cierto que a fuerza de pronosticar crisis todos los años, alguno tendrían que acertar, es como un reloj de agujas que aunque esté parado 2 veces al día da las horas de forma correcta, lo que no significa que acierte.

¿Por qué no entonces anticiparse? Porque hay más que perder que ganar. Siempre se ha dicho: se ha perdido más dinero tratando de anticipar una crisis que lo que se ha ganado acertando. Las crisis son algo excepcional y, por tanto, no conviene obsesionarse con ellas. Nosotros abogamos por una inversión más certeza aprovechando el conocimiento que otros nos han dejado. Sabemos que la renta variable en determinados momentos no es el mejor activo en el que estar expuesto, y tal vez ni siquiera ahora sea un buen momento y estemos ante una crisis, pero dentro de la renta variable, sabemos que la inversión en empresas de calidad, con ventajas competitivas, con poca deuda y operando en sectores con barreras de entrada va a ser mucho más fructífera en el corto plazo que cualquier otro tipo de estrategia. También sabemos que, en momentos de inflación, los activos reales son la mejor opción y que dentro de la inflación si las cosas van muy bien las materias primas industriales subirán con fuerza, mientras que si las cosas van mal el oro será el activo refugio preferido de todos. Todo este tipo de cosas son las que nos permiten actuar con agilidad frente a lo impredecible, porque sabemos muchas cosas, pero no lo que pasará mañana.