

Actualización de la analogía con Chernóbil a causa del aumento de la inflación

Noviembre de 2022

Esta comunicación comercial está dirigida exclusivamente a clientes profesionales, asesores financieros y clientes cualificados/inversores especializados. No está destinada a particulares. Por favor, no la redistribuya.



Oliver Collin
Gestor de fondos,
renta variable europea



En las primeras etapas de un nuevo paradigma secular, la mayoría está condicionada a percibir únicamente el ruido a corto plazo al que han ido reaccionando a causa de las condiciones anteriores...

Bob Farrell

En 2020, cuando las previsiones de inflación en Europa se situaban en torno al 1%, escribimos un artículo en el que nos preguntábamos: “¿qué podemos aprender de Chernóbil?”.

En aquel momento, intentamos explicar algo complicado, el riesgo de inflación, recurriendo a una analogía con algo aún más complicado: la física nuclear. Nuestra reflexión, motivada por la serie de HBO “Chernóbil”, fue que la catástrofe se debió a que el reactor se enfrió demasiado rápido y a las medidas adoptadas posteriormente para recalentarlo.

Ante el afán por generar calor, los ingenieros de la central retiraron los refrigerantes (agua y barras de boro) hasta tal punto que no quedó ninguna protección contra el efecto contrario: demasiado calor. Así, cuando la temperatura aumentó, se volvió incontrolable y tuvo efectos devastadores.

El retorno de la inflación

En nuestra opinión, en lo que respecta a la inflación, los responsables políticos corren el riesgo de cometer el mismo error que los ingenieros. Estaban tan centrados, tanto ellos como los mercados financieros, en luchar contra la inflación, que prácticamente habíamos olvidado el riesgo (y el peligro) de lo contrario: la inflación.

La principal "protección" contra la inflación son los tipos de interés. Y estaba claro que habíamos eliminado esa protección por completo a finales de 2020, cuando el volumen de deuda europea de rentabilidad negativa representaba hasta tres cuartas partes del mercado de deuda soberana.¹ Básicamente, los prestamistas estaban pagando a los gobiernos por prestarles su dinero.

Señalar el riesgo de inflación en junio de 2020 parece ahora premonitorio. Sin embargo, lo que decíamos entonces no era que la inflación fuera a ser exagerada, sino que existía el riesgo de que lo fuera. Si se producía un brote inflacionista, la eliminación de las medidas de control de la inflación podría convertirse en una amenaza para la economía y los precios de los activos.

En cuanto a la renta variable, pensamos que afectaría al tipo de acciones que sería conveniente poseer. Las acciones de corta duración (value) serían las que destronarían a sus homólogas de larga duración (quality/growth). Como éramos conscientes de estos riesgos en los dos últimos años, hemos visto que nuestras carteras se han beneficiado frente a las que tienen un sesgo histórico growth.

Lo que ha ocurrido

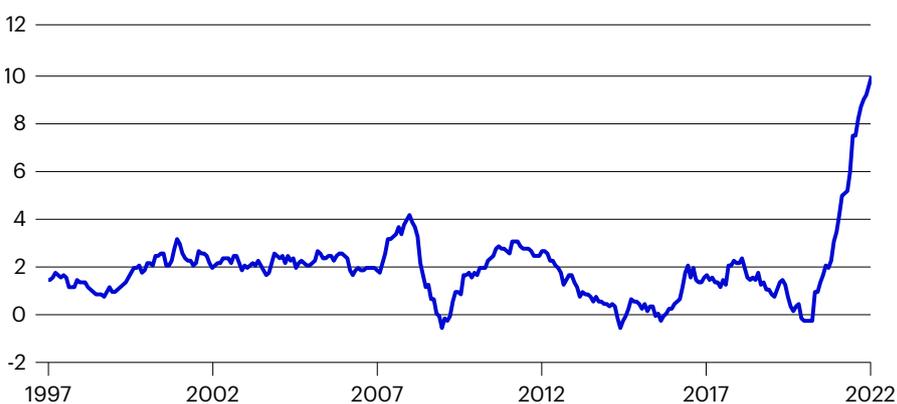
Como muestra la Figura 1, la inflación ha vuelto con fuerza y se ha acabado la retórica de la "transitoriedad". Al igual que los ingenieros de la sala de control de Chernóbil, el problema que deben resolver los responsables políticos ha pasado de ser "demasiado frío" a "demasiado caliente". Desde los bancos centrales, todos están pulsando los botones AZ-5 (el botón de Chernóbil que hizo que todas las barras de boro volvieran a entrar a la vez en el reactor).

Pero aquí termina la analogía. Las barras de boro de Chernóbil tenían puntas de carbono y, como el carbono sirve de catalizador en la fusión nuclear, esto supuso que al reintroducirlas se produjera aún más calor y, por tanto, un desastre. Es poco probable que las subidas de tipos aceleren la inflación. Sin embargo, todavía existen riesgos considerables que hay que tener en cuenta, ya que pasamos de un entorno de inflación por debajo del objetivo del 2% (fijado por muchos bancos centrales) a otro por encima de este objetivo.

Figura 1

La inflación ha regresado a la eurozona

■ Eurozona: Precios de consumo armonizados



Fuente: Eurostat y Factset, a 30 de septiembre de 2022.

En enero de 2022, el tipo de interés de los depósitos del BCE era todavía de -50 puntos básicos. Como sabemos, el tipo actual (tras la reunión de octubre) es del 1,5% y se esperan nuevas subidas. Quizás lo más destacable es cómo han cambiado las expectativas a futuro. En enero, las expectativas de los tipos europeos para 2025 eran todavía del 0%. Hoy en día, esas expectativas son del 3,5%.

La confirmación de que la inflación no era transitoria ha motivado este cambio y ha influido en gran medida en el comportamiento de los factores. En particular, se han devaluado significativamente los valores growth, en los que una parte importante de la valoración se basa en el descuento de los beneficios futuros.



¹ Fuente: Reuters a 3 de octubre de 2022. "La acumulación de deuda de rentabilidad negativa de la eurozona prácticamente ha desaparecido", por Dhara Ranasinghe.

¿Cuál es el futuro?

La pregunta clave a partir de aquí es: ¿hasta cuándo se mantendrán pulsados los botones AZ-5 desde los bancos centrales? ¿Hasta dónde tienen que llegar las condiciones financieras antes de que logren su objetivo y la inflación disminuya?

Son preguntas difíciles de responder, sobre todo porque la inflación es un fenómeno complejo. Para simplificar las cosas, pensemos que la inflación subyacente se debe a tres componentes equivalentes: bienes, servicios y vivienda.

Sabemos que la inflación relativa a los bienes fue la causa que desató la tendencia inflacionista en la que nos encontramos. La COVID-19 redujo la oferta y, cuando la demanda se recuperó más rápido que la oferta, el desequilibrio hizo subir los precios. Esto parecía transitorio, pero la diferencia entre la inflación transitoria y la duradera es el tiempo.

Mientras las cadenas de suministro se veían sometidas a dificultades, las economías occidentales empezaron a recuperarse. Impulsada por el ahorro generado durante la pandemia, la demanda de servicios por parte de los consumidores no tardó en aumentar. El sector de los servicios es intensivo en mano de obra y, con la inusual escasez de esta, los salarios aumentaron. La clave está en la inflación salarial: cuando los salarios suben más que la inflación objetivo, la inflación deja de ser transitoria. La vivienda es un indicador más retrasado. Pero la combinación de tipos bajos y acumulación de ahorros, así como las decisiones de estilo de vida, provocaron inevitablemente la subida de los precios de la vivienda, dejando una alargada sombra inflacionista.

Algunos de estos problemas se están atenuando y las condiciones financieras se están endureciendo, por lo que es lógico suponer que la inflación se reducirá. De ahí que los expertos hablen de un "giro" de los bancos centrales, es decir, de una postura más agresiva (subida de tipos) a una más moderada (bajada de tipos) en 2023. La tasa swap de inflación 5Y5Y europea, una aproximación a las expectativas de inflación, es hoy del 2,3%, frente al 1% de junio de 2020.²

Pero ahí está el problema. ¿Cómo puede la inflación situarse de nuevo en el 2,3%, apenas por encima del objetivo? Nuestra opinión es que el mercado no se equivoca, y que la inflación general y la subyacente retrocederán automáticamente desde los máximos actuales, pero eso es diferente a que regresen a niveles cercanos al 2%.

De cara al futuro, nuestro temor es que la inflación se mantenga de forma persistente por encima del objetivo. En parte, porque el bajo nivel de desempleo y la evolución de los salarios la mantienen estable. Además, la inflación se autoalimenta: una mayor inflación hoy genera una mayor inflación mañana.

Si bien es cierto que hemos contemplado el peor momento del seísmo inflacionista, las réplicas aún están por llegar. Los productores de alimentos, por ejemplo, habrán cubierto los costes de producción de 2022. Como esas coberturas se renuevan ahora para 2023, estas empresas tienen que volver a subir los precios.

Asimismo, las empresas industriales o las compañías aéreas, que suelen cubrir los costes energéticos con 12 meses de antelación, no están apreciando hasta ahora el impacto de las presiones inflacionistas en sus márgenes brutos, lo que deberán compensar con una subida de precios. La Figura 2 ayuda a entender este punto de vista: la marea inflacionista suele bajar poco a poco y mucho más despacio de lo que parecen ser las expectativas actuales.

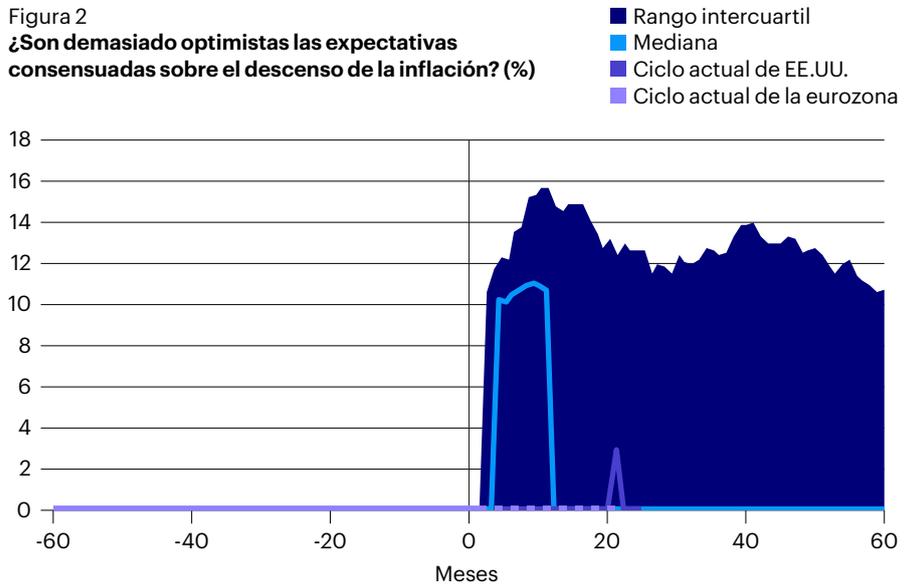
Debido a estas dificultades, creemos que es poco probable que los responsables políticos, tras haber eliminado por completo las medidas de protección contra la inflación, logren reconducir la inflación al objetivo de forma adecuada. Esto lleva a dos riesgos políticos: que los bancos centrales apliquen el dogma de Volker y suban los tipos de interés hasta el punto de ralentizar la economía lo suficiente, o que cambien el rumbo a corto plazo (como hizo Volker en su primer intento de reducir la inflación, con efectos desastrosos) y que se produzca un segundo tramo de inflación con un descenso aún más brusco.

² 5y5y= tasa de inflación media durante un periodo de 5 años que comienza dentro de cinco años.



Es más, en un cambio de importancia secular o a largo plazo, los mercados se adaptarán a las nuevas condiciones, mientras que la mayoría de los inversores seguirán aplicando las viejas reglas.

Bob Farrell



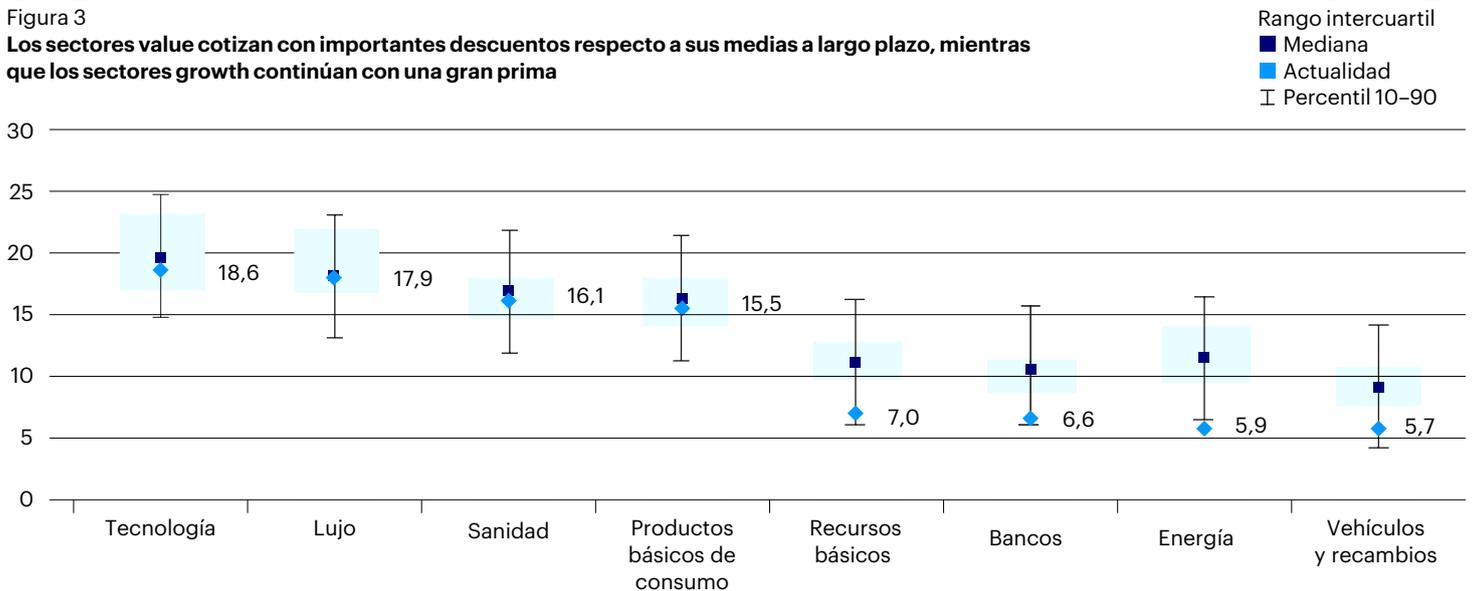
Fuente: GFD, Bloomberg y Deutsche Bank, a 31 de diciembre de 2019. Datos desde 1970 (126 observaciones) con el consenso actual de EE.UU./UE incluido. Puntos = consenso de Bloomberg.

¿Cómo influirá esto en la renta variable europea?

La primera impresión podría ser que todo son malas noticias, y que es el momento de bajar las persianas y esperar tiempos mejores. Es comprensible, muy consensuado y, por lo tanto, casi seguro que equivocado de cara al futuro. Consideramos que esa cautela generalizada se manifiesta excesivamente por el temor a la recesión y no se presta suficiente atención al riesgo múltiple que aún existe en el mercado.

El mercado suele ser rápido a la hora de valorar los ciclos económicos: los inversores siguen el ritmo de los informes trimestrales, los datos de los inventarios y los ratios contables. Asimismo, la mayoría se acuerda de la ralentización económica provocada por la crisis financiera global (CFG) e incluso por la COVID-19. Con estas herramientas y experiencia, el mercado valora el riesgo cíclico de forma eficiente. En nuestra opinión, esto significa que gran parte de los sectores cíclicos del mercado europeo ya han descontado la recesión.

Figura 3
Los sectores value cotizan con importantes descuentos respecto a sus medias a largo plazo, mientras que los sectores growth continúan con una gran prima

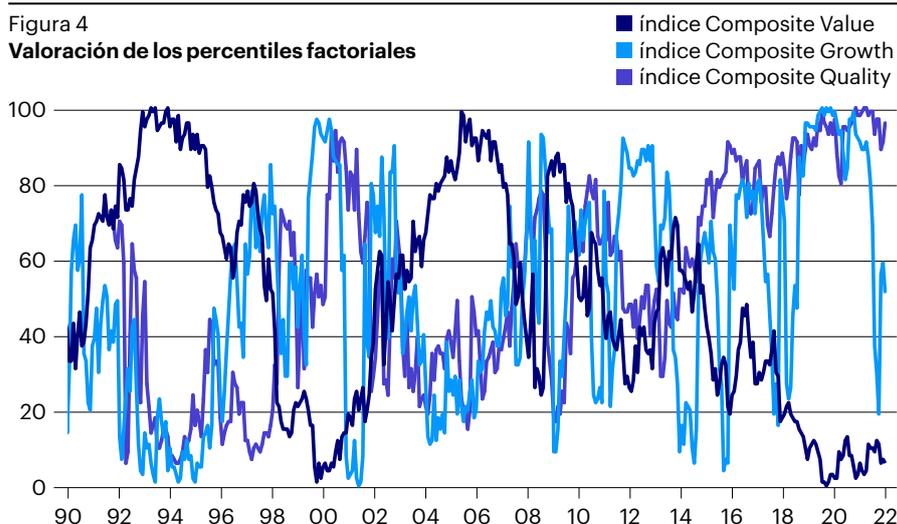


Fuente: Goldman Sachs, a 28 de octubre de 2022.

Pensamos que en el factor quality es donde aún se encuentra el riesgo de valoración errónea. Los valores de esta categoría continúan cotizando cerca de sus máximos históricos. En nuestra opinión, lo que se está valorando incorrectamente es el riesgo de un mundo más inflacionista, con gobiernos cada vez más importantes, aislacionismo y más volatilidad política.

Los múltiplos de cotización de estos valores tienen el riesgo de caer independientemente de la gestión de la empresa. Dicho de otro modo, la rentabilidad de los inversores está sesgada negativamente: incluso si las empresas continúan funcionando bien, corren el riesgo de depreciarse. Sin embargo, si el nuevo régimen, que incluye un mayor crecimiento nominal, les impide operar (en términos relativos o absolutos), podrían bajar aún más su cotización.

Los altos ratios de rentabilidad del capital no serán una protección. A diferencia del riesgo cíclico, este riesgo aún no está descontado porque es nuevo y no tiene KPIs obvios. No hemos visto este riesgo desde antes de la Gran Moderación, un régimen que comenzó en la década de los 80. Creemos que el mercado está condicionado por antiguas reglas, aunque haya habido un cambio secular. Este es el riesgo que seguimos evitando en nuestras carteras.



Fuente: Morgan Stanley, a 30 de septiembre de 2022. **Composite Value** calculado por Morgan Stanley: Puntuación que se genera a partir de la media ponderada por igual del PER a 12 meses, la relación precio/valor contable y la rentabilidad total (rentabilidad de los dividendos más rentabilidad de la recompra neta) de todas las empresas del MSCI Europe. **Composite Growth** calculado por Morgan Stanley: Puntuación que se obtiene a partir de la media ponderada del crecimiento del BPA a largo plazo, el crecimiento de los beneficios a lo largo del año y el crecimiento interno (tasa de retención multiplicada por el ROE). **Composite Quality** calculado por Morgan Stanley: Puntuación a partir de la media ponderada por igual de la rentabilidad de los fondos propios, el margen EBITDA, la relación entre la deuda y los fondos propios y la relación entre los impuestos y los beneficios antes de impuestos. **Estas puntuaciones se agrupan en quintiles: el Q1 es el más barato y el Q5 el más caro.** A continuación, se calcula la media de las medianas del PE y el P/B de cada quintil y se comparan entre sí. El universo es el MSCI Europe.

Los cambios de régimen, que suponen un riesgo para el quality, son también positivos para la ciclicidad. La mayor amenaza de Europa en la actualidad es la seguridad energética. Esperamos que, cuando la crisis invernal a corto plazo haya quedado atrás, la política europea pase del almacenamiento de gas a la seguridad energética. Así mismo, tenemos la esperanza de que haya más incentivos para reducir el consumo, mejorar las infraestructuras existentes y aumentar el suministro de energías alternativas. Todas estas medidas, combinadas con un mayor crecimiento nominal, son buenas para las inversiones nacionales europeas. En la actualidad, estos valores se encuentran entre los más baratos de la región.

Nuestras carteras no son propuestas puramente cíclicas. Tenemos valores defensivos que constituyen una parte significativa de nuestros fondos. Las empresas de los sectores farmacéutico, de telecomunicaciones, de seguros y de alimentación al por menor, que no son cíclicas, tampoco están expuestas al riesgo inflacionario de las valoraciones.

Entendemos que nuestras carteras de renta variable europea están bien posicionadas desde una perspectiva descendente para aprovechar los riesgos de subida. Al mismo tiempo, evitamos el nuevo riesgo bajista que ha creado la inflación permanente. Desde una perspectiva ascendente, seguimos invirtiendo sobre la base de nuestra filosofía de aprovechar lo que no está bien valorado, una fuente de alfa probada. A medida que el mercado se adapte a las nuevas reglas del juego (gobiernos más importantes, más inflación y más volatilidad), los inversores deberían esperar que una gran parte de la rentabilidad proceda del alfa, en lugar de la beta del mercado. Creemos que nuestras carteras están bien situadas para sacar provecho a medida que el nuevo régimen siga creciendo y afianzándose.

Consideraciones de riesgos:

El valor de las inversiones y los ingresos fluctuarán (esto puede deberse en parte a las fluctuaciones del tipo de cambio) y es posible que los inversores no recuperen la cantidad total invertida

Información importante

Esta comunicación de marketing es solo para fines de discusión y es exclusivamente para uso de inversores profesionales en España. Por favor, no redistribuir. Todos los datos se proporcionan al 31 de octubre de 2022, obtenidos de Invesco, a menos que se indique lo contrario.

El presente documento no debe considerarse asesoramiento financiero bajo ningún concepto. Las personas interesadas en adquirir participaciones del producto deberían informarse sobre (i) las obligaciones legales vigentes en los países de su nacionalidad, residencia, residencia habitual o domicilio, (ii) los controles de divisas que les resultaran aplicables y (iii) posibles repercusiones fiscales relevantes. Donde personas físicas o la empresa hayan expresado opiniones, se basan en la situación del mercado actual, pueden diferir de las opiniones de otros profesionales de inversión y pueden cambiar sin previo aviso.

Emitido por Invesco Management S.A., Edificio Presidencial, Avenida JF Kennedy 37A, L-1855 Luxemburgo, regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxemburgo; Invesco Asset Management, (Schweiz) AG, Talacker 34, 8001 Zúrich,

EMEA2581232