



El péndulo y el balancín

En estos días, Europa valora las posibles soluciones de emergencia para evitar que la fuerte subida del petróleo y derivados se traslade a la factura que pagan los hogares y empresas. Y es que, como nos han explicado en varias ocasiones, este conflicto bélico, tendrá sus consecuencias a nivel mundial. Las derivadas económicas de la guerra empiezan a golpear con violencia a la Unión Europea, y la energía es hilo conductor. Se agrava el daño para familias y empresas, aumentan las tensiones inflacionistas que amenazan la recuperación, y se incrementan los riesgos de que el crecimiento económico se ralentice.

La invasión de Ucrania por parte de Rusia, el segundo mayor productor de gas natural del mundo y el primer proveedor europeo, ha sido el detonante final para la fuerte subida de la factura eléctrica. Los problemas, hay que recordar, venían de antes. Que lejos y anecdótico quedan aquellos 100 euros por megavatio, que se alcanzaron por primera vez en verano pasado. En las últimas semanas se alcanzaron los 500 euros por megavatio.

Respecto a la factura de la luz, y con el actual sistema marginalista implantado en España, el precio final de la electricidad lo fija el coste de la fuente más cara de generación, que suele ser el gas natural. Sobre la mesa, hay varias posibilidades, como, por ejemplo, fijar un límite máximo en el mercado minorista, poner topes al mercado mayorista, gravar los llamados beneficios caídos del cielo, subvencionar el gas natural sin tocar el mercado, fijar tarifas vinculadas a contratos a largo plazo. Veremos que solución toma, siendo conscientes de que decide Bruselas.

Sectores y familias ahogados en gasoil, y otros electrocutados con el actual precio de la electricidad.

Esta situación golpea a todos: sector industrial, constructoras, automóvil, alimentación. Con el crudo y los refinados disparados, los precios de la gasolina y el gasóleo no dejan de batir récords, lo que ha llevado a huelgas en el sector del transporte. Los pescadores empiezan a amarrar la flota por los precios disparados del combustible. La industria de conservas de pescado y marisco, sector estratégico en el que España es primer productor de la UE y segundo del mundo, tiembla pues la escasez de aceite de girasol pone en

jaque al 56% de su producción. La siderurgia está en plena emergencia energética. A los costes disparados de la electricidad y el gas se suma la inflación de otras materias primas, como el níquel. Y que podemos decir del fuerte incremento de otras materias primas que golpean directamente al campo, a nuestros bolsillos, y a la cadena de producción global. Rusia y Ucrania representan una cuarta parte de toda la producción de trigo global, mientras que Kiev supone además una octava parte de todas las exportaciones mundiales de maíz, según datos de Bank of America.

Los precios del trigo ya han subido un 56% desde finales de 2021 y los del maíz, un 29%. Este fuerte incremento del precio de los alimentos golpea a todos. Es un problema global.

Con el aumento de los precios de la energía, el coste del gas se ha multiplicado casi por 12 y el Brent ha subido más de un 70% en el último año, el mundo se enfrenta al riesgo de una desaceleración. Y en particular Europa. A estas alturas ya es conocida la elevada dependencia europea del gas ruso (alrededor del 40% de sus importaciones), repartida de forma desigual entre los países comunitarios. Esta situación va a tener consecuencias muy importantes. El crecimiento del continente y los mercados van a sufrir. Se combina el encarecimiento de los alimentos con el de la energía, en un ejercicio donde, además, todavía estamos en plena recuperación post Covid. Resulta complicado imaginar los negocios prosperando con un crecimiento económico débil y un aumento de los costes.

Así pues, esta crisis, poco a poco se va filtrando en la economía, dejándonos un escenario global de menor crecimiento y mayor inflación. Un mundo dominado por restricciones de oferta traerá más volatilidad económica. Con el problema añadido de que la política monetaria no puede estabilizar tanto la inflación como el crecimiento. Hay que elegir. Pensamos que los bancos centrales deberían vivir con una inflación impulsada por la oferta, y no sacrificar crecimiento.

Es posible que en las próximas semanas se produzca un estancamiento de la guerra en Ucrania, sin extensión al resto del mundo, pero con destino a un punto muerto. Las sanciones persistirían y posiblemente se endurecerán aún más, con Rusia buscando ayuda y socios económicos de otros lugares. China posiblemente jugara un papel clave. Esto generará un equilibrio inestable. Por lo tanto, esperamos que continúen las interrupciones en las cadenas de suministro y es probable que los precios de las materias primas se mantengan altos. Incluso si la guerra terminara rápidamente, aún nos enfrentaríamos a una mayor inflación (al menos en el corto plazo) y menos crecimiento. Sin embargo, todavía estamos lejos de la estanflación de la década de 1970. La magnitud del shock energético en términos de volumen y precios es menor (aunque es cierto que afecta a una amplia gama de materias primas), la intensidad energética del crecimiento es mucho menor y, sobre todo, los salarios ya no están vinculados automáticamente a la inflación. Por lo tanto,

el aumento de los precios se traduce en una disminución del poder adquisitivo de los hogares.

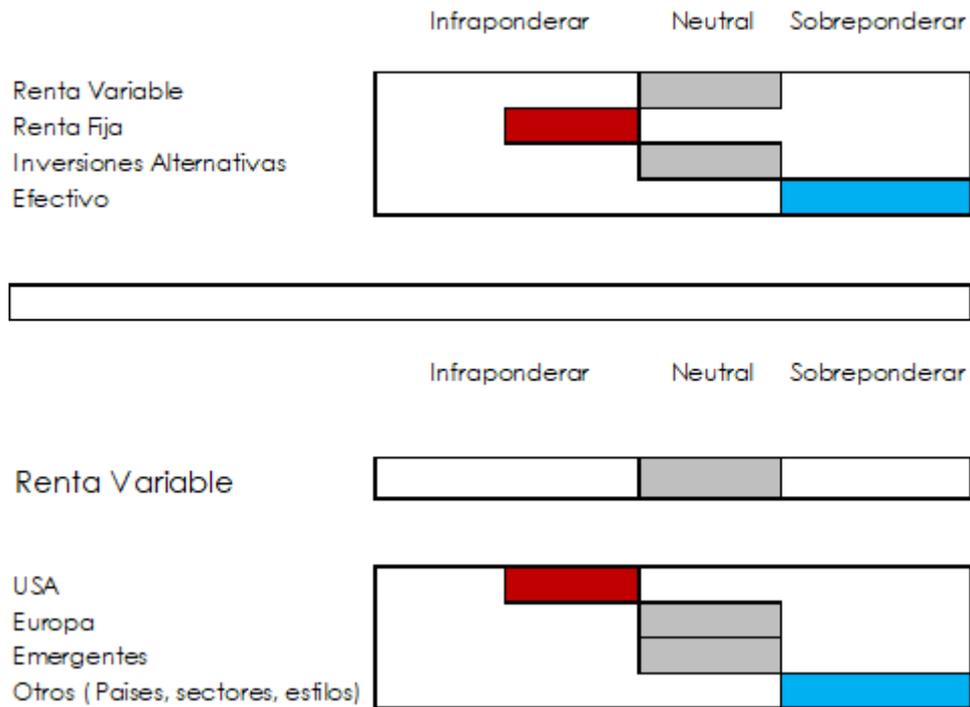
Si una ralentización en 2022 es inevitable, casi ningún activo o mercado parece estar listo para el evento. Si va a haber una desaceleración profunda, probablemente se deba a dos elementos que confluirán en algún momento de este año. Una es que el petróleo se mantenga en niveles superiores a \$ 100-120/bbl, porque existen pocos catalizadores técnicos que puedan reducirlo. Y la otra es que la Reserva Federal enfatice demasiado en la estabilidad de precios, y en su ansiada reducción de su balance, que recordamos supone 9trn\$ y que equivale al 40% del PIB USA.

Si en algún momento con la subida de tipos en Estados Unidos asistimos al aplanamiento de la curva o si se invierte ya pasaremos a un debate de estanflación a recesión. Es la teoría del balancín . Si no, puede que el escenario de ralentización con inflación no sea tan duradero. Nosotros creemos que no llegaremos a una recesión mundial pero si a una ralentización duradera que influirá en los beneficios vía caída de márgenes. La inflación no es de demanda sino de oferta y esto la hace más imprevisible e introduce el factor geopolítico y de la guerra en la ruptura de las cadenas de suministro.



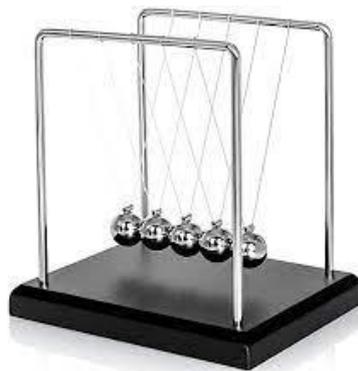
Por lo tanto, optamos por la prudencia, y reducimos peso en renta variable hasta la neutralidad. Aprovechamos esta última semana de respiro en los mercados para ajustar vía mercado europeo, pues detectamos que es la zona que presenta mayor fragilidad y vulnerabilidad ante el panorama actual. Los mercados europeos están descartando un escenario en el que la guerra se prolongue y los impactos económicos sean más graves. Sin embargo, somos conscientes de que el sentimiento de riesgo hacia los activos europeos puede seguir afectado incluso tras una rápida resolución de esta crisis. A pesar de todo el río de tinta escrito sobre una posible recesión, ese resultado no está en el precio de ningún activo importante, salvo en el caso del Russell2000 (pequeñas compañías americanas) cuyo PER ha caído a niveles similares a los de una recesión.

Asignación Global de Activos



Por eso nos quedamos con la Teoría del péndulo.

El péndulo de Newton es un dispositivo simple. Cuando esta bola choca con la siguiente en línea, transfiere su energía y su momento lineal. La segunda bola entonces transfiere su energía y momento lineal a la siguiente bola, y así sucesivamente, hasta que la última bola acaba impulsada al aire.



La clave está en los márgenes. Si ceden las materias primas, no suben los tipos como se espera y se suaviza la subida de impuestos la bola final será crecimiento de beneficios, sino la caída de márgenes traerá consigo no una corrección sino un cambio de tendencia. Estamos acostumbrados a correcciones que recuperan rápido pero cuando los beneficios no acompañan podemos asistir a una tendencia bajista hasta que la propia ralentización sirva de estabilizador automático.

A día de hoy, se están acumulando evidencias de que las previsiones de beneficios están cada vez más en riesgo. En primer lugar, las sorpresas negativas en cuanto a perspectivas de resultados durante las ganancias del 4T se disparó a 3,6x, la más alta desde el 1T16, cuando estábamos sumidos en una recesión manufacturera mundial. En ningún momento durante la recesión de Covid vimos una proporción tan alta. La amplitud de la revisión de ganancias también está cayendo rápidamente y se acerca a territorio negativo, lo que encabeza las previsiones de EPS de los próximos 12 meses.



Welcome AM

917 829 206

info@wamiberia.com

Paseo de la Castellana 110, 4ª planta, 28046, Madrid.

“Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo.”