

Las manos del piloto

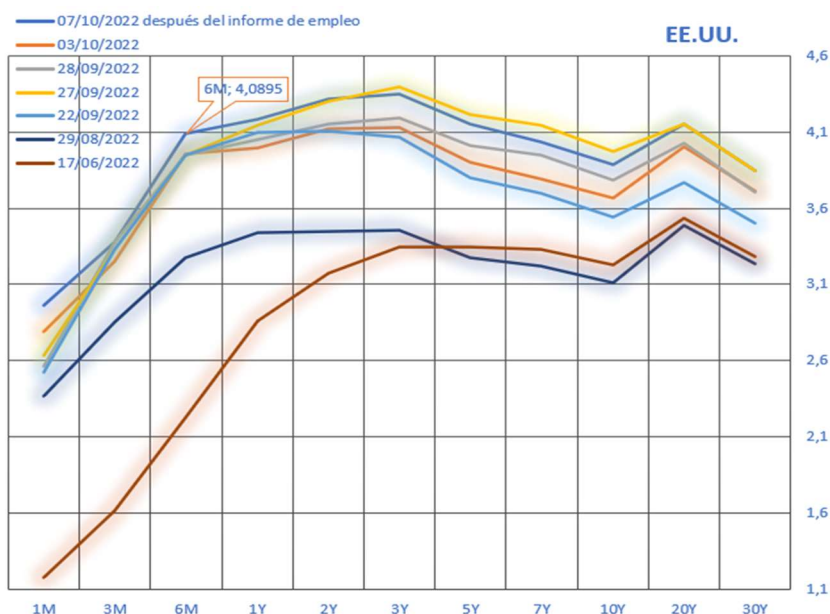
Las reflexiones de los banqueros centrales son: estamos muy preocupados por los precios, pero también por la recesión –atentos a las actas del jueves 13 del FOMC de septiembre-. Esta será más o menos acusada en función de lo finos que estén en el manejo actual de esta difícil situación y en el tiempo que se tarde en atajar. Lo que en el mundo del motor se diría “está en las manos del piloto”. Es decir, la zozobra actual la transmiten los precios y a la vez la recesión. Donde esta última irá poco a poco cogiendo la delantera. Una vez se atajen los precios, se hablará mucho más de la recesión.

Siempre le he dado más importancia a las ventas que a las ganancias empresariales, entendiéndolo que la salida del producto es lo fundamental. La ingeniería financiera de los gestores también es primordial, para darle un empujón a lo que sigue a las ventas en la cuenta de resultados. Para que el número final, las ganancias, sean superiores. Pero estimo de menor relevancia. No obstante, **en la actualidad, podría tomar más relevancia que las ventas.** Dado que, si cortan la demanda -las ventas- y los costes fijos y variables se mantienen o, peor, aumentan, las ganancias -comenzando por los márgenes- irán, en mayor o menor medida, a la baja. Ya que, para ser competitivo en un escenario de menor consumo, es complicado incrementarles más los precios a los consumidores. Y este es el escenario que aún no tienen descontado ni las bolsas, ni muchos mercados de renta fija -el de los EE. UU. en parte-. Pero aún no estamos en ese punto. **Seguimos creyendo que no llegará la temida recesión de las ganancias.**

Durante los últimos 3 meses hemos estado asistiendo a rebajas continuadas de las ganancias, por lo que, como se indica anteriormente, la situación que estimamos ya la recogen los precios de los mercados. Y la bajada de la inflación se inicia, en muchos sectores, por las materias primas. Y estas llevan bajando desde junio. Si los proveedores recortan los precios, las empresas mantendrían sus márgenes y, por lo tanto, sus beneficios.

Los índices que nos importan, el S&P 500 y en el Nasdaq, se encuentran en puntos de sobreventa, sobre los mínimos anteriores. En niveles de recesión leve. Si estos se perforasen a la baja con solidez, los operadores bursátiles nos estarían mandando el mensaje de recesión de beneficios. Cuidado con las advertencias apocalípticas de los grandes bancos, suelen llevar un mensaje en forma de beneficio propio.

Curva de tipos de los EE. UU.:



De nuevo importante incremento de las rentabilidades. Reseñable el 6 meses -más sensible a la coyuntura actual- por encima del 4%. Signos académicos de recesión, subidas de tipos en el corto-medio plazo -zona de peligro- e inversión de la curva desde entonces -periplo de recesión a recuperación con tipos más bajos-. Es curioso ver los bandazos de los tipos, se mueven desde las expectativas de más inflación y recesión a un alivio en el combate contra los precios. De abajo a arriba y viceversa.

También los futuros del Eurodollar para diciembre de 2023 nos indican que se vuelve a apostar por dos recortes de tasas en los EE. UU. en la segunda mitad del 2023. De nuevo debido a los signos de recesión para este periodo.

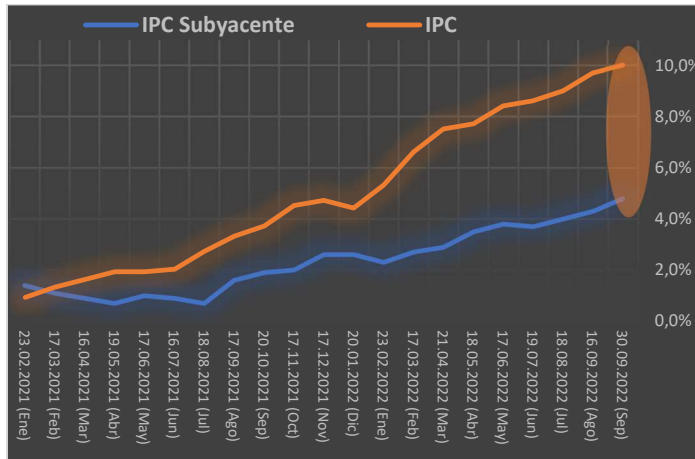
Datos de empleo de la semana pasada en los EE. UU.:

1,6 vacantes de empleo por desempleado en agosto es el ratio que nos ofrecía la Oficina de Estadística Laboral de los EE. UU. en su informe JOLTS - Encuesta de Ofertas de Empleo y Rotación Laboral- la semana pasada. Venía de 2 en julio. **Y aquí está el ajuste laboral donde quiero pensar que se está centrando la FED, en reducir las vacantes, no en la baja de trabajadores.**

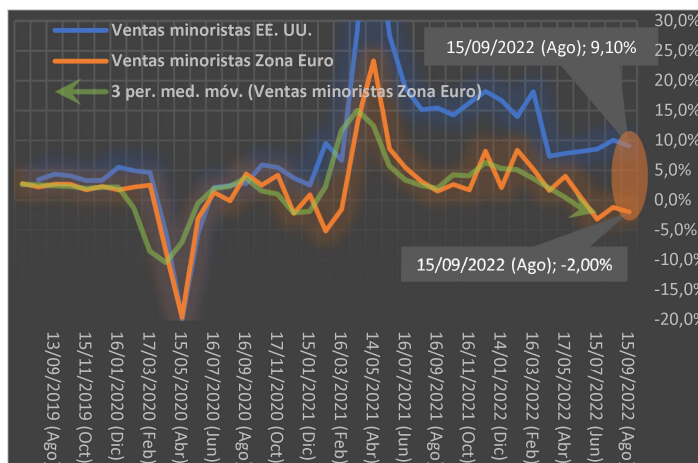
El dato del empleo de septiembre de los EE. UU., aunque se muestre como un dato sólido, la inercia es bajista. Y la tasa de desempleo muy baja. Lo que nos vuelve a llevar a la baja participación laboral. Curioso por los actuales bajos ahorros de los americanos, que los deberían de llevar a buscar un salario.

La inflación en Europa es diferente y más expuesta a factores que no puede controlar el banco central:

- 🌐 **No es ni una cuestión de exceso de la demanda, ni de fuerza laboral.** El componente principal es la crisis energética, dependiente de Rusia. La diferencia entre el IPC y su variante subyacente -que excluye a la energía y a los alimentos- es superior al 5% o **del doble si lo vemos como un incremento. De este modo, vemos claramente el efecto bélico en los precios:**



- 🌐 La demanda de agosto, a través de las ventas minoristas, se encuentra en un -2% en interanual y bajando. Si la comparamos con la de los EE. UU. hay una diferencia abismal, de **más de 5 veces la europea:**



- 🌐 **Por lo que las subidas de tipos serán menos infructuosas y más dañinas.**

La OPEP+ rebajará la producción en 2 millones de barriles al día

Por otro lado, la OPEP+ a lo suyo. Los niveles por encima de los 100 USD / barril les encajan más que ayudar a evitar la recesión de occidente -aumentando o manteniendo la producción-. También deberán de tener en cuenta la bajada de demanda que pueden provocar. Pero después de observar atónito los efectos de la maniobra de este grupo en abril de 2020 -en plena

pandemia-, que llevó a los precios de sus barriles al terreno negativo, por debajo de los -35 USD, me sorprenden pocas cosas. Este tejemaneje no solo desestabilizó las cuentas de sus rivales, sino que puso en jaque sus propios presupuestos.

Recomendaciones genéricas

Renta fija:

- 🌐 En RF EE. UU. Si no tuviésemos el riesgo de divisa euro / USD sería una clara oportunidad. El coste aproximado de la cobertura para una duración media de 5 años está ~2,5%. **Si trabajas en USD no lo dudes, duraciones hasta los 5 años o menos.**
- 🌐 RF europea. Las expectativas -más dudosas- de subidas de tipos en Europa hacen que la **recomendación esté próxima**, pero que aún sea arriesgada. No obstante, a las malas 9 meses sentado en una letra del Tesoro español al ~1,7% -o un pagaré o bono de una empresa de la misma solidez con un plus de rentabilidad- no es una mala opción y recomendable para un perfil muy conservador. **Mejor para dinero que no venga de inversión con las penalizaciones de 2022.** Estas inversiones con penalizaciones tienen una probabilidad alta de tener más recorrido que las que ofrecen las letras/pagarés a 9 meses.
- 🌐 RF emergente. Ni en moneda local, ni en USD. El USD está muy fuerte: en local el cambio de divisa se puede traducir en un lastre importante; y en USD a las empresas y a los países se les ha multiplicado la deuda por la apreciación del USD, tienen que utilizar mucha más moneda local para pagar tanto sus cupones, como las amortizaciones. E incrementa el riesgo de incumplimientos de pago.

Renta variable:

- 🌐 **Recomendación principal, los EE. UU.** Sobreponderando los sectores cíclicos. Con la tecnología a la cabeza.
- 🌐 En vigilancia la renta variable europea, sin iniciar compras. Veremos hasta dónde puede llegar el conflicto bélico, la demanda, la inflación y los tipos. Aún no tenemos visibilidad sobre este mercado. A día de hoy es como un salto al vacío sin red.

Divisas: si la moneda de inversión base es el USD, no cambiar. Si es euro, euro, y cubrir si se acometen inversiones que de fondo estén en USD, como en los fondos de inversión o ETFs.

La estridente recesión de beneficios depende en gran medida de lo acertados que estén, en primer lugar, los banqueros centrales y, en segundo lugar, los gestores de las empresas. Estamos en “las manos de los pilotos”.

Pablo de Vicente