

Renta variable europea: el valor de lo tangible

Estimado inversor,

La rentabilidad de los fondos durante el trimestre ha sido de un +0,62% para Belgravia Epsilon y del +0,23% para Belgravia Value Strategy. La rentabilidad acumulada desde inicio es del 366% y 48% respectivamente*.

El tercer trimestre ha estado marcado por el conflicto con Irán y las restricciones al tráfico en el estrecho de Ormuz, que han provocado una fuerte subida del petróleo y han devuelto la inflación al centro de las preocupaciones de los mercados. Sin embargo, la reacción más importante se ha producido en la renta fija, con caídas generalizadas de los bonos soberanos en las principales economías desarrolladas: Estados Unidos, Europa y Japón, cuyas rentabilidades han alcanzado niveles que no se veían desde hace treinta años.

Detrás de este movimiento no está únicamente la inflación, sino también una competencia cada vez mayor por el capital disponible. A las enormes necesidades de financiación de unos gobiernos muy endeudados se suma ahora una nueva ola de inversión tecnológica, liderada por la inteligencia artificial, que exige cantidades extraordinarias de capital. Todo ello está presionando al alza el coste de financiación en un momento en el que las economías tienen cada vez menos margen para soportarlo. Los dos grandes ejes de los que hablábamos en nuestra carta anterior, la energía y la inteligencia artificial, terminan así confluyendo en un mismo punto: el precio del dinero.

La renta variable, por su parte, ha mostrado una resistencia sorprendente, aunque con importantes diferencias entre sectores y compañías. Los principales índices estadounidenses han seguido avanzando, impulsados por un grupo cada vez más reducido de grandes tecnológicas vinculadas a la inteligencia artificial. Sin embargo, esta fortaleza contrasta con el comportamiento del resto del mercado, donde numerosas compañías acumulan correcciones importantes y el índice S&P 500 equiponderado ha terminado el trimestre en negativo. En cierto modo, convivimos con dos realidades: unos índices bursátiles que siguen descontando un escenario favorable y una economía real que comienza a acusar el endurecimiento de las condiciones financieras. La bolsa europea, con una presencia mucho menor de este tipo de compañías y más sensible a la evolución de los tipos de interés y del precio de la energía, cerró el trimestre con un ligero retroceso del 0,87%.

Un cambio de régimen económico

Creemos que estamos asistiendo a un cambio de régimen económico que va mucho más allá del conflicto en Oriente Medio y que podría tener consecuencias importantes en los próximos años.

*Inicio de gestión: Epsilon julio 1999, Value Strategy octubre 2019

Las dos últimas décadas han sido un periodo marcadamente desinflacionario, sostenido por varios factores que actuaban en la misma dirección. La globalización permitió trasladar la producción hacia países con menores costes, las empresas optimizaron sus cadenas de suministro reduciendo inventarios (el *just in time*) y la abundancia de productos baratos procedentes de Asia ejerció una presión constante a la baja sobre los precios. Fue un periodo en el que se priorizó la eficiencia, la deslocalización industrial y los modelos de negocio poco intensivos en capital, conocidos como *asset light*.

Sin embargo, muchos de estos factores están cambiando de dirección. La creciente fragmentación geopolítica, las guerras, los aranceles y las tensiones comerciales están obligando a gobiernos y empresas a replantearse sus prioridades. La eficiencia económica está dejando paso a la seguridad de suministro, la soberanía nacional y la independencia energética e industrial. Las compañías están diversificando proveedores, acercando parte de su producción a los mercados de destino y aumentando sus inventarios para reducir la vulnerabilidad de sus cadenas de suministro.

Este cambio tiene implicaciones económicas importantes. Producir más cerca, duplicar instalaciones o garantizar el acceso a materias primas y energía exige mayores inversiones y, generalmente, supone asumir costes superiores. Estamos pasando de un mundo globalizado, desinflacionista y relativamente poco intensivo en capital a otro más fragmentado, inflacionista y con una necesidad mucho mayor de activos físicos. En este nuevo entorno, disponer de capacidad productiva, infraestructuras y recursos estratégicos vuelve a tener un valor que durante muchos años había quedado en segundo plano.

A ello se añade otro factor que consideramos fundamental: la política monetaria. Desde la crisis financiera de 2008, y especialmente durante la pandemia, los principales bancos centrales llevaron a cabo una expansión monetaria sin precedentes, creando enormes cantidades de dinero mediante la compra de activos financieros. Aunque inicialmente estas políticas convivieron con una inflación reducida, la combinación de estímulos monetarios y fiscales y las restricciones de oferta derivadas de la pandemia, las limitaciones en el suministro energético y las tensiones geopolíticas terminaron contribuyendo al fuerte repunte de los precios de los últimos años.

Nuestra impresión es que estas políticas, de una forma u otra, seguirán utilizándose en el futuro. Los niveles de endeudamiento público son hoy tan elevados que las principales economías difícilmente pueden convivir durante mucho tiempo con tipos de interés reales tan altos. A medida que vencen los bonos emitidos en años anteriores, los gobiernos deben refinanciarlos a costes superiores, incrementando el gasto por intereses y agravando unos déficits públicos que ya son considerables. Resulta significativo que, incluso hoy, con los bancos centrales subiendo tipos, la cantidad de dinero en circulación siga creciendo en Estados Unidos al mayor ritmo desde 2022. Con una deuda pública tan elevada, el propio déficit y los intereses que los Estados pagan a los tenedores de su deuda se convierten en una fuente de liquidez para la economía, que contrarresta en parte el efecto de las subidas de tipos. En otras palabras, las condiciones financieras son exigentes en el precio del dinero, pero no tanto en su cantidad.

Los gobiernos y bancos centrales se enfrentan así a una disyuntiva cada vez más complicada: mantener unas condiciones financieras restrictivas para controlar la inflación, aun a costa de debilitar la economía y agravar los problemas de deuda, o facilitar unas condiciones monetarias más acomodaticias, tolerando niveles de inflación superiores a los deseados. Pensamos que, a medio plazo, terminarán inclinándose por la segunda opción. En definitiva, un escenario en el que una mayor tolerancia a la inflación que, junto con el crecimiento nominal, vaya reduciendo gradualmente el peso real de las deudas. En ese contexto, quienes más pierden son los ahorradores en activos nominales, como la liquidez o los bonos, cuya rentabilidad tiende a quedar por debajo de la inflación, mientras que los activos reales y las compañías capaces de trasladar sus costes a precios preservan mejor el poder adquisitivo.

La combinación de estas dos grandes tendencias, una economía mundial que pierde parte de las fuerzas desinflacionistas de la globalización y unas autoridades con fuertes incentivos para mantener unas condiciones monetarias favorables, nos lleva a pensar que la inflación podría mantenerse estructuralmente por encima de los niveles de las últimas décadas. No hablamos necesariamente de tasas muy elevadas, sino de una inflación que se mantenga de forma persistente por encima de los objetivos de los bancos centrales y de los niveles a los que nos hemos acostumbrado en los últimos veinte años. Esto tiene, además, una consecuencia relevante para cualquier cartera: los bonos dejan de ser el refugio natural que fueron durante décadas, porque es precisamente la inflación lo que más les perjudica.

Europa y las oportunidades de inversión

En este contexto, la renta variable europea, que constituye el universo de inversión de Belgravia, nos ofrece oportunidades especialmente interesantes. A diferencia de Estados Unidos, su composición tiene un mayor peso de compañías industriales, energéticas y de materiales, precisamente algunas de las actividades que pueden beneficiarse de este nuevo entorno. Además, las valoraciones siguen siendo considerablemente más atractivas que las del mercado estadounidense. Como apuntábamos a comienzos de año, creemos que existe un potencial de revalorización relativa de la bolsa europea frente a la estadounidense, a medida que el mercado vaya incorporando en los precios este cambio de régimen.

Europa tampoco está exenta de riesgos. El encarecimiento de la energía supone un coste adicional para empresas y familias, mientras que los elevados tipos de interés pueden terminar afectando a la actividad económica. Las tensiones fiscales y políticas de países como Francia recuerdan, además, que el problema del endeudamiento público no es exclusivo de Estados Unidos.

Sin embargo, también existen motivos para ser optimistas. El esfuerzo fiscal de Alemania en infraestructuras y defensa, la necesidad de reforzar la seguridad energética y el proceso de reindustrialización europeo están impulsando un nuevo ciclo de inversión. Los últimos indicadores adelantados apuntan, además, a una recuperación de la actividad industrial europea, con una mejora de los pedidos que contrasta con las expectativas de debilidad de hace apenas unos meses.

Como explicábamos en nuestras cartas anteriores, buena parte de estas inversiones responde a necesidades estructurales que van más allá del ciclo económico. La electrificación, la modernización de las redes, la autonomía energética y la relocalización de determinadas industrias requieren cantidades importantes de capital. Además, la inteligencia artificial añade una nueva fuente de demanda de energía e infraestructuras, reforzando algunas de estas tendencias.

Creemos que una de las consecuencias más interesantes de este cambio es la revalorización de la capacidad productiva existente. Durante años, el mercado ha favorecido los negocios capaces de crecer sin necesidad de realizar grandes inversiones. Sin embargo, en un entorno donde construir nuevas instalaciones resulta cada vez más caro y complicado, las compañías que ya disponen de activos industriales, infraestructuras o capacidad productiva difícil de replicar pueden encontrarse en una posición especialmente favorable. Además, con tipos de interés más altos y costes de construcción al alza, el listón para que aparezca nueva capacidad es cada vez más exigente, lo que protege a quienes ya disponen de ella. No se trata simplemente de invertir en negocios intensivos en capital, sino de identificar aquellos cuyos activos son escasos, necesarios y cuyo coste de reposición es cada vez mayor.

Dentro de este escenario, seguimos encontrando oportunidades en determinados metales, materiales industriales, productos químicos y materiales de construcción, así como en los servicios y equipos relacionados con la producción de petróleo y gas. En estos últimos, años de infrainversión y consolidación han reducido la capacidad disponible, mientras que la necesidad de desarrollar nuevas fuentes de suministro continúa siendo importante. También vemos oportunidades en compañías industriales vinculadas a las infraestructuras y la electrificación, muchas de ellas con iniciativas propias de mejora operativa, desinversiones o devolución de capital al accionista.

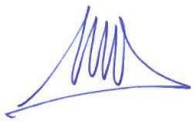
En cualquier caso, nuestra filosofía de inversión no ha cambiado. Seguimos buscando compañías con negocios de calidad, balances sólidos y valoraciones atractivas, capaces de generar buenos retornos sobre el capital invertido. No necesitamos que todas estas tendencias se materialicen para justificar nuestras inversiones, pero creemos que pueden ofrecer oportunidades adicionales que el mercado todavía no está valorando adecuadamente.

Naturalmente, no esperamos que este proceso sea lineal. Una eventual resolución del conflicto con Irán podría aliviar las presiones inflacionistas y favorecer una recuperación más amplia de los mercados. Por el contrario, una nueva escalada o un episodio de tensión financiera provocado por los elevados tipos de interés podría dar lugar a correcciones importantes. Tampoco podemos descartar que la economía se debilite antes de que empiecen a materializarse los beneficios de este nuevo ciclo de inversión.

Por todo ello, aunque tenemos mucha convicción respecto al destino, sabemos que el camino tendrá curvas, y precisamente en ellas suelen surgir las mejores oportunidades. Nuestra estrategia sigue orientada hacia compañías con activos difíciles de replicar, negocios sólidos y valoraciones atractivas, pero manteniendo una posición de liquidez que nos permita aprovechar las oportunidades que puedan surgir en momentos de mayor volatilidad. No se trata de anticipar cada movimiento del mercado, sino de construir una cartera capaz de atravesar un entorno complejo y beneficiarse de las tendencias que, a nuestro juicio, marcarán los próximos años.

En el equipo de Belgravia valoramos profundamente la confianza que han depositado en nosotros. Afrontamos nuestro trabajo con compromiso, disciplina y una visión de largo plazo, con el objetivo de proteger y hacer crecer el capital invertido.

Atentamente,



Salvador de Miguel, CFA, CAd

Director de Inversiones

AVISO LEGAL

Esto es una comunicación publicitaria. Consulte el folleto y documento de datos fundamentales para el inversor del fondo antes de tomar una decisión final de inversión. El contenido del presente documento ha sido elaborado por Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. y se suministra solo con fines informativos. Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. es una entidad domiciliada en España (Goya 11, 28001 Madrid), sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C/ Edison, 4 Madrid), en cuyo Registro de Sociedades Gestoras de IICs se encuentra inscrita con el número 185. El documento ha sido elaborado en base a la información disponible en el momento de generación del mismo, habiendo llevado a cabo sus mejores esfuerzos para asegurar que la información contenida se encuentre actualizada, resulte suficiente y se presente de forma comprensible para sus destinatarios o para los receptores probables de la información. Sin embargo, la situación actual de la cartera del vehículo podrá diferir a la recogida en el mismo, tanto por cambios en las circunstancias de mercado, como por las decisiones de inversión adoptadas, de acuerdo con las limitaciones legales y contractualmente aplicables. Singular Bank no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas, directas o indirectas, como consecuencia de este informe. − Estos datos tienen finalidad informativa y no deben interpretarse en ningún caso como una recomendación de compra o venta, o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base de ningún tipo de decisión sobre inversiones actuales o futuras. En todo caso, la entidad no se hace responsable del uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor como consecuencia de las operaciones que formalice teniendo en cuenta dicha información. − Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. no se hace responsable de las posibles limitaciones legales derivadas, entre otras cosas, de la nacionalidad o residencia del inversor. El tratamiento fiscal aplicable depende de las circunstancias individuales de cada inversor, pudiendo cambiar en el futuro. Se advierte expresamente que el presente documento no incluye recomendaciones fiscales, legales o contables de ningún tipo. − Le informamos que rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de rentabilidades futuras. Tenga en cuenta que toda inversión conlleva riesgos, incluido el riesgo de ausencia de rentabilidad, pérdida del capital invertido y/o el riesgo de tipo de cambio para los productos denominados en divisa distinta del EUR. − Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros o de los servicios de inversión referidos en el presente documento, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos más comunes, una disminución en dichos resultados brutos, que podrá ser mayor o menos dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate. − Sin perjuicio del cumplimiento por Singular de las condiciones establecidas en la normativa pertinente sobre servicios, operaciones y productos de inversión, llamamos la atención de los destinatarios y de los receptores probables del presente documento a que su contenido y forma no ha estado sujeta a verificación previa y/o aprobación o registro por ninguna autoridad financiera. En caso de que lo hubiera estado, así como cualquier referencia a dicha autoridad supervisora en el presente documento, no debe entenderse como una indicación acerca del respaldo o aprobación por dicha autoridad a los servicios, operaciones y productos objeto del presente documento. Tenga presente que Singular, se reserva el derecho de modificar la gama de servicios, productos y precios en cualquier momento, sin previo aviso y que toda la información y opiniones expresas en el presente documento están sujetas a modificaciones. − Adicionalmente, se señala que este documento no sustituye la información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión; la información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. En particular, antes de invertir en Instituciones de Inversión Colectiva debe consultar su documentación legal, incluyendo el último Folleto Informativo, Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y los informes de contenido económico. Dicha información legal estará a su disposición en la sede de la gestora y/o en su página web. Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de cualquier forma o medio o redistribuida sin el previo consentimiento por escrito de Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A.