

Estimados partícipes:

Con esta nueva misiva nos gustaría que conociesen como tenemos posicionadas nuestras carteras para una fase de recuperación de la actividad económica y un escenario inflacionista.

Cerca de la oficina tenemos un bar con un trato muy amable y una buena cocina. Prueba de ello es que el negocio en horas de desayunos y comidas siempre está lleno. Tienen un respiro a media mañana, que es cuando yo aprovecho para bajar y estar tranquilo.

Esta semana, una de las veces que bajaba a tomar algo, me sorprendía presenciar una discusión entre el dueño y uno de sus empleados, que debatían sobre si la mejor solución para la difícil situación que estaban viviendo por la subida de precios de la luz y sus proveedores, era subir los precios a los clientes o recortar más los costes. Me llamó mucho la atención, ya que habían pasado muy bien la pandemia gracias a su buen servicio y la fidelidad de sus clientes, y sin embargo ahora, con el local lleno, estaban preocupados y con problemas para ganar dinero.

Durante el resto de la semana y en varias llamadas con empresas empezamos a escuchar la subida de precios que pensaban llevar a cabo durante el próximo año, y eso nos llevó a preguntarnos ¿cómo podemos posicionar nuestras carteras si esto se extiende al resto de la economía?

Estamos entrando en una fase de recuperación de la actividad económica y de normalidad en nuestras vidas. Sin embargo, las medidas oportunamente tomadas durante la pandemia están teniendo consecuencias en las cadenas logísticas y de producción mundiales. La oferta de materias primas y de bienes básicos es menor que la demanda, lo que provoca una de las mayores presiones inflacionistas de los últimos 20 años. El precio de las materias primas ha subido un 21,8 % en el último año, el de las materias primas agrícolas un 28,7 %. Esto afecta directamente a las economías domésticas por la fuerte subida en el precio de la energía y los alimentos. Las empresas también se ven impactadas por el incremento de costes energéticos y de las materias primas usadas para la producción.

Esto ocurre al mismo tiempo que los gobiernos mantienen una política fiscal extremadamente laxa, con niveles de déficit público muy elevados en todo el mundo desarrollado. En el 2021 el déficit en la eurozona será de un 7,2%, en Reino Unido del 11% y en Estados Unidos del 12,6%. Prácticamente todos los países del mundo tendrán un déficit presupuestario importante; por lo que la demanda mundial es muy fuerte.

La política monetaria, continúa siendo muy relajada, para recuperar la actividad prepandemia, con tipos de interés a corto plazo en el cero por ciento o negativo en casi todos los países desarrollados, además de continuar con la política de impresión de dinero para comprar bonos gubernamentales.

Para entender cuánto tiempo tendremos inflaciones altas es importante saber si el aumento de precios se va a ir transmitiendo a otros bienes y servicios y si finalmente esos incrementos se van a trasladar a los salarios. Eso depende en general de tres factores que llevarán distintos ritmos y decisiones en cada país:

- Nivel de desempleo
- Presión social por parte de los ciudadanos al ver que no pueden mantener su calidad de vida, ya que suben los precios, pero no lo hacen sus salarios
- Respuesta de los bancos centrales; O bien permiten las subidas de salarios para que los ciudadanos recuperen su poder adquisitivo o suben los tipos, reducen la demanda y controlan las subidas de precios y sus expectativas.

Estas acciones se implementarán con variaciones en cada país, debido a que los niveles de desempleo y las políticas económicas son distintas. El desempleo en Reino Unido y Estados Unidos ya está por debajo del 5% (concretamente en el 4,6% en UK y en el 4,8% en USA). En Europa las cifras son muy distintas dependiendo de los países, en Alemania ya está al 3,6%, mientras que España estamos al 14,3%. Los anuncios de políticas monetarias también están siendo distintos, se espera que Reino Unido sea el primero en subir tipos de forma gradual y Banco Central Europeo sea el más cauto.

En general lo que sí sabemos es que los bancos centrales están comprometidos a políticas laxas en los próximos doce meses y ello nos lleva a pensar que la inflación continuará alta al menos los próximos dieciocho. Más a largo plazo dependerá de los tres factores mencionados. El más importante a medio plazo serán las acciones que lleven a cabo los bancos centrales y los mensajes de que inflación están dispuestos a tolerar en el medio plazo.

## ¿Cómo hemos posicionado la cartera de renta variable para un escenario así?

Para nosotros es importante que nuestra cartera esté compuesta por empresas que no solo estén protegidas, sino que se vean beneficiadas de una situación de subida de tipos de interés y de una tendencia inflacionista. Para ello, nos aseguramos de que casi en su totalidad esté compuesta por compañías que tengan alguna de las siguientes características:

- 1) Empresas con una posición competitiva fuerte, con productos que son necesarios para sus clientes y muy difíciles de sustituir con otros proveedores, ya sea por la tecnología que ofrecen o el alto coste que ello supondría, de manera que tienen gran capacidad de trasladarles los incrementos de precios. Este es el caso de empresas como las siguientes, entre otras:
  - Gestamp: es una de las dos empresas en el mundo capaces de aligerar el peso de los coches con la tecnología más avanzada, permitiendo que emitan menos CO2 y de hacerlos más seguros, por lo que, si los clientes quieren cumplir con la legislación de emisiones, tendrán que pagar por ello, aunque el precio del proveedor suba.
  - Ülker Bisküvi: Como principal empresa de chocolatinas y galletas (con conocidas marcas como Godiva y Mc Vities) en el área de Turquía, Egipto, Arabia Saudí y Kazajistán, tiene unas cuotas de mercado por país muy consolidadas, lo que le permite llevar a cabo distintas estrategias de producto y precio. Con ello, consigue pasar la inflación a sus clientes sin perder cuota de mercado. Uno de los ejemplos más claros dentro del sector se produjo cuando Mondelez en 2016 redujo el tamaño de sus chocolatinas pasando de 400 gramos a 360 (lo que incluso cambió el diseño del producto) para hacer frente a los incrementos de costes en los principales ingredientes.
  - AB Inbev: La compañía opera en un sector de oligopolio, lo que quiere decir que el número de competidores a nivel mundial es extremadamente reducido. Este mercado tiene un alto nivel de regulación y altas barreras de entrada para nuevos competidores debido a que es muy intensivo en capital. La compañía es capaz de pasar los aumentos de costes a los clientes y cuando se producen episodios de inflación AB INBEV les repercute a sus clientes la subida de precios. El cliente está dispuesto a pagar debido a la fuerte adhesión a la marca que existe hacia productos como la cerveza (en el caso de AB Inbev las conocidas Budwiser, Corona, Stella Artois, entre otras), puesto que se trata de un mercado consolidado en la mayor parte de geografías.

- 2) Empresas que forman parte de sectores beneficiados de subidas en los tipos de interés, principalmente en países como Reino Unido o Estados Unidos, donde las subidas podrían producirse antes. Es el caso de las aseguradoras, cuya ventaja competitiva reside en el flotante que reciben de las primas y pueden invertir. Cuando los tipos de interés son bajos la rentabilidad que obtienen de la cartera de inversiones lo es también, sin embargo, la rentabilidad que pueden obtener cuando suben los tipos es mucho mayor, y por tanto se ven muy beneficiadas de un escenario como el que planteamos. Es el caso de Fairfax Financial, una de nuestras principales posiciones. También forman parte del sector financiero los bancos, que han visto sus negocios castigados los últimos años por los bajos tipos de interés. Se trata de compañías como Lloyds Banking Group, que tiene un 30% de cuota de mercado de banca retail en Reino Unido y cuya ventaja competitiva reside en tener una gran cantidad de depósitos estables y baratos. La rentabilidad que obtienen cuando los tipos son bajos es mucho menor que la que puede obtener si se produce una subida progresiva de los tipos como la que mencionamos.
- 3) Empresas que se vean beneficiadas de altos precios en las materias primas, como es la situación actual. Además, buscamos que se trate de compañías que generen mucha caja y tengan poca deuda, con excelentes equipos gestores que no solo gestionen bien el negocio, sino que hagan una óptima asignación del capital. Tenemos empresas como Galp e IPCO que operan en los sectores de petróleo y gas, otras como Atalaya Mining o Compañía de Minas Buenaventura que operan en el sector de minería de cobre.

## ¿Como nos estamos posicionando en renta fija ante esta situación?

En la actualidad los tipos de interés de los bonos soberanos están a niveles muy bajos. El bono soberano a 10 años en Estados Unidos está al 1,6 %, en Reino Unido al 0,9% y en Alemania al -0,2%. Esto con datos de inflación del 5,3% en Estados Unidos, del 3,2% en Reino Unido y del 3,9% en Alemania.

En esta situación consideramos que la mejor forma de posicionarnos es en bonos corporativos, con duraciones cortas, de menos de tres años. La importancia de la duración reside en que consideramos probable que los bancos centrales suban los tipos de interés de manera progresiva, por lo que, si la inflación aumenta, el efecto negativo será peor en las partes más largas de la curva del tipo de interés.

Buscamos, además, empresas que tengan mecanismos para protegerse en caso de que la inflación suba mucho y sea más prolongada de lo que ahora pensamos. Para ello, consideramos importante que la mayor parte de las compañías en las que invertimos en renta fija tengan al menos una de las siguientes cualidades:

- 1) Activos reales que estén protegidos de la inflación, siendo el valor de los mismos al menos dos veces la deuda neta de la empresa. Es el caso de Euronav, compañía de transporte marítimo, cuyos activos cubren 2,4 veces la deuda neta de la compañía.
- 2) Que tengan una posición competitiva lo suficientemente fuerte para poder trasladar las subidas de precios a sus clientes, como comentábamos en el caso de renta variable, es el caso de Ulker Biskuvi.

Como conclusión nos gustaría transmitirles la enorme convicción que tenemos en nuestras carteras por el enorme descuento que siguen teniendo nuestras compañías y la gran calidad de las mismas. Esta convicción es aún mayor, por el posicionamiento estratégico que tienen nuestras carteras para un escenario de reflación, del que nuestras empresas se verían muy beneficiadas.

Nos despedimos, agradeciéndoles su confianza y animándolos a ponerse en contacto con nosotros para resolver las dudas que puedan tener.

Quedamos como siempre a su disposición.

El equipo de Abaco Capital.