



Nota sobre la situación en Ucrania

El jueves 24 de febrero Rusia inició una serie de operaciones militares sobre el territorio ucraniano. La posibilidad de que se iniciase un conflicto armado era algo conocido por los mercados desde hace semanas, y las bolsas ya habían estado con presión vendedora por este motivo. No obstante, las dimensiones del conflicto (con invasión terrestre) sí parecen haber cogido por sorpresa a algunos inversores, que han realizado ventas, centradas principalmente en el mercado europeo.

Hasta donde conocemos, la OTAN no va a intervenir directamente en el conflicto, por lo que la situación, evidentemente tiene implicaciones económicas y financieras, pero seguramente de un calado limitado dado el reducido tamaño de las economías ucranianas y rusa.

No obstante, el conflicto puede tener, y de hecho tendrá, consecuencias importantes a través de las materias primas. En un entorno donde las principales commodities habían tenido en 2021 revalorizaciones muy importantes, las posibles sanciones a Rusia en cuanto a exportación de productos básicos, pueden restringir la oferta y hacer subir los precios (el jueves 24 el petróleo llegó a más de 100 dólares el barril, aunque posteriormente el precio se relajó). Todo ello se agrava con el hecho de que uno de los principales problemas económicos en la actualidad es la inflación, y precisamente un incremento de las materias primas no ayuda en absoluto a destensar las subidas de precios.

Para tener precisión sobre los impactos en la economía del conflicto ruso-ucraniano necesitamos información no disponible en este momento. En primer lugar, es necesario conocer las sanciones que previsiblemente se impondrán a Rusia, las cuales tendrán, como se ha explicado, efecto en el precio de las materias primas.

En segundo lugar, es importante conocer la reacción que tendrán los Bancos Centrales. Debido a la inflación, y en menor medida al crecimiento económico, estos organismos estaban iniciando el proceso de tapering, es decir, de retirar liquidez del sistema y subir tipos de interés. Por un lado, si ahora la inflación se hace más persistente por el incremento de precio de las commodities derivado de sanciones, los Bancos Centrales deberían acelerar este proceso, pero por otro lado, en un entorno donde la economía se puede debilitar y donde el problema de la inflación viene por una reducción de la oferta de commodities (no por una excesiva demanda), tiene menos sentido tener políticas monetarias restrictivas (las políticas monetarias

restrictivas ralentizan el crecimiento y no sirven de manera completa para luchar contra la inflación, ya que por subir tipos el petróleo no va a bajar). No obstante, parece que lo razonable es que los Bancos Centrales no aceleren las subidas de tipos, y den tiempo para que los mercados de materias primas se des tensionen, lo cual, sería bueno para los mercados de renta variable y renta fija.

En tercer y último lugar, es necesario conocer la reacción de la OPEC, que podría incrementar la producción de crudo para paliar, al menos parcialmente, la posible restricción de oferta de Rusia. Adicionalmente hay analistas que mencionan la posibilidad de que Irán vuelva al mercado internacional del petróleo, lo cual también aumentaría la oferta.

Hay que destacar, además, que por la exportación que Rusia hace de materias primas a Europa, esta última está mucho más perjudicada por el conflicto bélico que otras economías como Estados Unidos. De hecho, el jueves 24 el Euro Stoxx 50 cayó un -3,63%, mientras que el S&P 500 subió un +1,50% (adicionalmente el dólar se revalorizó casi un +1% contra el euro).

Por último, destacar que habitualmente este tipo de eventos geopolíticos, tales como el 11-S, el referéndum del Brexit, la invasión de Kuwait, la anexión de Crimea y un largo etcétera son buenos puntos de entrada en bolsa (véase cuadro adjunto con crisis geopolíticas y posterior comportamiento de la bolsa). No obstante, rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras y, en este caso, en el conflicto actual, hay un riesgo que tiene pocas posibilidades hoy por hoy de suceder, pero que sería muy dañino en caso de materializarse. El citado riesgo es que el aumento del precio de materias primas, que unido con políticas monetarias de los bancos centrales, nos lleven a una situación de estanflación (recesión e inflación) tal y como sucedió a partir de octubre de 1973 con la Guerra del Yom Kipur y el embargo árabe de petróleo, que se tornó en una espiral inflacionista y de recesión. No obstante, y por muchos motivos, la situación actual de 2022 es muy diferente a la de 1973.

Nuestra visión

Nuestra visión en esta situación es de mantenimiento de la calma. Los resultados empresariales en Europa y Estados Unidos están siendo magníficos, y no parece hoy por hoy que se vean seriamente afectados por la situación de Ucrania. Además, a pesar de que hay muchas incertidumbres, seguramente los Bancos Centrales irán más despacio con el proceso de subida de tipos de interés. No creemos que sea el momento de incrementar la ponderación en bolsa, pero tampoco de tomar decisiones precipitadas sin tener mayor información.

Esperamos que la volatilidad continúe elevada, por lo cual, salirse ahora de bolsa para intentar comprar más barato creemos que tiene riesgos evidentes, y es el de no aprovecharse de subidas de mercado que antes o después llegarán.

Debemos, no obstante ser cautos, diversificar las carteras y tener mayor exposición fuera de Europa, tal y como hemos estado haciendo en los productos que gestionamos. Además, el disponer de coberturas tales como el dólar (tradicional activo refugio) y el oro, en este momento es casi obligado.

Situación de las carteras

En las carteras de los fondos de inversión perfilados (Allianz Cartera Moderada, Allianz Cartera Decidida y Allianz Cartera Dinámica) hace tiempo que las tenemos preparadas para este tipo de eventos. En primer lugar, en renta variable el 50% está en Estados Unidos (país menos afectado que Europa) y sin cubrir el dólar (que es un activo refugio que se está revalorizando con el conflicto ucraniano). Europa sólo supone un 25% de la exposición a renta variable. Adicionalmente, tenemos entre un 2,5% y un 6% de oro en todas las carteras (el ETF de oro que está en nuestras carteras lleva una revalorización del +9,90% en febrero). Por último, la renta fija está en activos muy conservadores o liquidez, sin poseer bonos de baja calidad

crediticia que tienen mayor correlación con renta variable.

En los planes de pensiones (Allianz Pensiones Conservador, Allianz Pensiones Moderado y Allianz Pensiones Global), las actuaciones han sido similares. Estamos en niveles medios de inversión, pero con un 75% en renta variable estadounidense sin hacer cobertura de dólar. Además, en la parte de renta fija, también, al igual que en fondos, hemos evitado poseer bonos de baja calidad crediticia que tienen mayor correlación con renta variable.

Cuadro 1. Eventos geopolíticos y comportamiento del S&P 500 a 1, 3, 6 y 12 meses.

Date	Select geopolitical/ military events	1- month later	3- months later	6- months later	12- months later
12/7/1941	Pearl Harbor	-3.4%	-12.7%	-9.1%	0.4%
10/31/1956	Suez Canal crisis	-2.8%	-3.8%	-0.1%	-11.5%
10/20/1962	Cuban missile crisis	8.7%	17.7%	25.1%	32.0%
10/17/1973	Arab oil embargo	-7.0%	-13.2%	-14.4%	-36.2%
11/3/1979	Iranian hostage crisis	4.2%	11.6%	3.8%	24.3%
12/25/1979	U.S.S.R. in Afghanistan	5.6%	-7.9%	6.9%	25.7%
8/3/1990	Iraq invades Kuwait	-8.2%	-13.5%	-2.1%	10.1%
1/17/1991	Gulf War	15.2%	23.5%	20.6%	33.1%
8/17/1991	Gorbachev coup	0.0%	3.0%	7.0%	8.9%
2/26/1993	World Trade Center bombing	1.2%	2.5%	4.0%	6.4%
9/11/2001	9/11	-0.2%	2.5%	6.7%	-18.4%
3/20/2003	Iraq War	2.2%	15.6%	17.4%	28.4%
	Average	1.3%	2.1%	5.5%	8.6%
	% Positive	50%	58%	67%	75%

Fuente: Brian Sozzi

Aprovechamos la ocasión para saludarte,

Tu equipo Allianz