

Análisis del mercado en 2020

NOTA DEL EDITOR: Esta texto es extraído de una carta trimestral de Gesconsult León Valores.

Durante el mes de marzo de 2020 los mercados financieros sufrieron una de las caídas más drásticas y rápidas de la historia. El índice S&P 500 se dejaba un -24.2% entre el 1 y el 23 de marzo, mientras que el índice europeo Eurostoxx 50 caía un -25.3% y el Ibex 35 se dejaba un -28.6%. El motivo era un virus que salía a toda velocidad de las fronteras chinas y atacaba a Europa. El 11 de marzo la OMS declaraba el brote de coronavirus como pandemia y los gobiernos del mundo desarrollado, empezando por Italia, empezaban a tomar medidas de restricción a la movilidad y a la actividad personal y económica no esencial. Meses más tarde, muchas bolsas rompen máximos históricos.

Esta discrepancia entre economía real y financiera ha sido más aguda que nunca, y la justificación la encontramos en la actuación de los bancos centrales, que han inundado el mercado de liquidez y de estímulos para evitar una crisis de solvencia en el sistema. Para tener una idea de la magnitud de estos estímulos, en la crisis financiera de 2008, la Fed inyectó estímulos por valor del 7% del PIB americano (\$2,4tn). Para superar la crisis actual del Covid-19 la Fed va a inyectar ayudas por valor del 29% del PIB americano (\$12,8tn), lo que supone más de 5 veces las ayudas de la anterior crisis financiera.

Las implicaciones de esta política monetaria ultra expansiva son directas sobre la valoración de los activos. La primera derivada de esta política monetaria son unos tipos de interés más bajos que se mantendrán durante un tiempo prolongado, lo que supone que las valoraciones serán mayores (el coste de oportunidad disminuye). La segunda derivada es que, el mercado, ante ausencia de rentabilidad, asume más riesgos y está dispuesto a pagar más por aquellos activos de crecimiento y de calidad. Y esto es lo que explica que bolsas como el S&P 500 o el Nasdaq hayan batido al resto de índices. Tanta ha sido la distancia que vuelve a rondar el fantasma de la puntocom (burbuja tecnológica) sobre la cabeza de muchos inversores. Pero, lejos de pensar que estemos ante una situación de "Exuberancia Irracional", lo que pensamos es que nos encontramos en una situación de "Exuberancia Racional", debido al contexto que han provocado los bancos centrales, al tiempo que hemos asistido a una rápida aceleración de la digitalización de la economía, lo que ha permitido que las grandes protagonistas durante esta crisis hayan sido las compañías de perfil tecnológico.

Aún así, consideramos que hay determinadas compañías que empiezan a acercarse a la "Exuberancia Irracional" de la burbuja de las puntocom. Muchos patrones se empiezan a repetir, especialmente el elevado número de salidas a bolsa sobrevaloradas (Airbnb, Snowflake, Doordash...). Algunos de estos negocios nos parecen excelentes, sin embargo, una buena compañía no significa que vaya a ser una buena inversión. La diferencia radica en el precio que pagamos por los buenos negocios. Y consideramos que el precio a pagar por algunos de estos negocios es excesivo. Los crecimientos desorbitados a corto plazo no se sostienen en el largo plazo sin una ventaja competitiva clara. Por ello no somos partidarios de pagar los precios que demanda el mercado por determinados negocios en estos momentos.

Ahora bien, tampoco nos parece coherente extrapolar la sobrevaloración de determinados negocios a todo un sector. Hay un exceso de optimismo en algunos negocios, pero decir que hay una burbuja en tecnología, teniendo en cuenta el contexto actual, no sería justo. Como referencia, el peso de la tecnología en el índice americano S&P 500 era del 35% en el año 1999, mientras que el peso de los

beneficios del sector tecnológico era únicamente del 14%. En la actualidad, el sector tecnológico pesa un 40% del S&P 500, pero los beneficios pesan en esta ocasión un 37%. Los fundamentales sostienen el protagonismo tecnológico.

No obstante, esta situación empezó a cambiar tras los anuncios sobre las vacunas en el mes de noviembre, lo que llevó al mercado a iniciar un movimiento de rotación, en el que las acciones cíclicas, cuyos negocios están estrechamente relacionados con la evolución del ciclo económico, han tenido un rebote muy significativo, ya que estaban siendo las compañías más castigadas por el mercado ante la enorme incertidumbre que imperaba en ese momento.

Personalmente, considero que rotar la cartera en base a la evolución del ciclo económico responde a cuestiones de market timing propias de la especulación más que de la inversión. En nuestra calidad de seres humanos, somos irracionales por naturaleza y predecir el futuro no está entre nuestras habilidades. Creo que la inversión en acciones debe llevarse a cabo bajo criterios estrictamente fundamentales (análisis de empresas) y con un horizonte de largo plazo. Todo aquello que no cumpla estos criterios no debe considerarse como inversión, sino como especulación.

El otro gran debate que vuelve a protagonizar el consenso de mercado tiene que ver con la vuelta del "value investing" y su atractivo potencial respecto a otros "factores" o "filosofías" de inversión como el "growth investing". Para empezar, separar el crecimiento ("growth") del valor ("value") de un activo no tiene sentido. Son dos componentes que van de la mano. De hecho, el crecimiento es el componente más importante de la valoración de un activo. Cuanto mayor sea su crecimiento a lo largo del tiempo, mayor será su valoración, y viceversa. Por otro lado, intentar "adivinar" el momento idóneo ("market timing") de las acciones mal denominadas "value" responde a criterios de especulación más que de inversión. Se trata de invertir en negocios de mala calidad (de ahí su atractiva valoración), dependientes excesivamente del ciclo económico o de un factor exógeno no controlable (precios de materias primas, por ejemplo), o bien que atraviesen una etapa complicada como consecuencia de una feroz competencia o una mala gestión del negocio, lo que genera expectativas de que, en algún momento, la situación se dará la vuelta y rebotará con fuerza. El problema es que, mientras esa situación llega, el negocio sigue destruyendo valor. El tiempo es amigo de los negocios excelentes y enemigo de los negocios mediocres.

Y esta opinión debería ser más un hecho que una opinión, ya que, el propio "padre del value investing", Benjamin Graham, reconocía en una de sus últimas entrevistas que, aquello que defendía en su libro *Security Analisys*, donde exponía los criterios y requisitos para aplicar la filosofía value, dejaron de tener validez, ya que el mercado es cada vez más eficiente y resulta imposible explotar las inefficiencias que él encontraba en la década de los años 20. Por ello, si tuviéramos que definir nuestra filosofía de inversión con un criterio, claramente seleccionaríamos la CALIDAD como nuestro principal requisito a la hora de invertir en acciones. No invertimos en base a factores ("value" vs "growth") ni tratamos de acertar el ciclo económico ("market timing"). Simplemente, invertimos en negocios de calidad a largo plazo.