



Comentario Invexcel Patrimonio
3T 2021

RAZONES PARA EL OPTIMISMO
(Una mirada a la Historia)



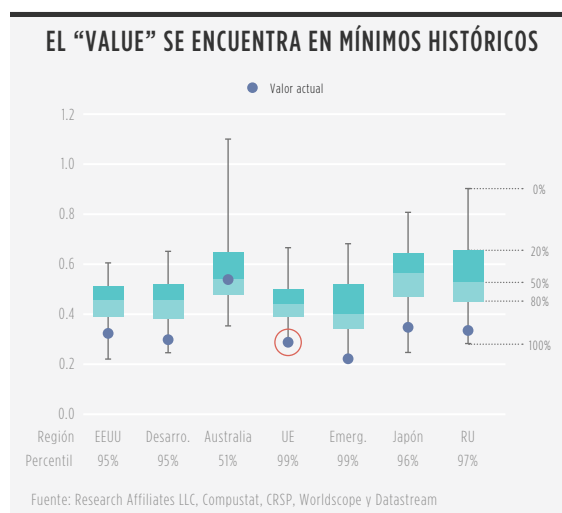
Después de un largo periodo de cotizaciones muy inferiores a lo simplemente razonable, la inversión en valor comenzó a recuperarse en septiembre de 2020. Durante seis meses el rebote de precios fue notorio, apoyándose los mercados en una vuelta a la normalidad. Sin embargo, a medida que la variante Delta de la Covid-19 fue extendiéndose, la economía acusó las nuevas restricciones, provocando dudas en los inversores. Y una vez más las acciones tecnológicas y la deuda respaldada por los bancos centrales acapararon la atención de aquellos, actuando como valores “refugio”. Hoy, a pesar de un reciente rebote parcial, las acciones “value” mantienen precios muy atractivos en términos históricos y, por supuesto, en términos objetivos. En relación con el resto del mercado, el descuento al que cotizan es prácticamente el mayor de la historia.

Utilizando una media de cuatro ratios de valoración¹, observamos que el “value” europeo está en el 1% más barato de los últimos 35 años. En el caso de Estados Unidos, el percentil es del 5% y los datos se remontan a 1962. Tan sólo Australia está en la media del descuento al que las acciones de valor habitualmente cotizan respecto a las acciones de crecimiento.

COMENTARIO
INVEXCEL PATRIMONIO

3T 2021
RAZONES PARA EL OPTIMISMO
(Una mirada a la Historia)

pág. 2



Tal y como se esperaba, la vacunación está resultando ser efectiva, reduciendo los ratios de hospitalización, ocupación de UCIs y mortalidad del virus. Creemos que a medida que el acceso a las vacunas deje de ser una variable a tener en cuenta, y en los países más retrasados vaya generalizándose la vacunación, los sectores más cíclicos de la economía, y con ellos los inversores para los que el precio es una variable importante, se verán muy beneficiados y compensarán con creces las pérdidas de valor de estos últimos tiempos.

HISTORIA RECIENTE

La Historia nos enseña que la inversión en valor se comporta extraordinariamente bien cuando se crean grandes dispersiones de valoración como consecuencia de burbujas especulativas. Según un estudio de Research Affiliates, en los mercados bajistas con burbuja entre 1963 y 2019, de media el

¹ Precio a Valor Contable, Precio a la media de 5 años de Ventas, Flujos de Caja y Dividendos

“value” lo ha hecho 34 puntos porcentuales (p.p.) mejor. Los dos años siguientes la diferencia fue de nuevo a su favor en 25 p.p., y en el ciclo completo posterior, hasta 72 p.p. superior.

RENDIMIENTO DEL “VALUE” EN RECESIONES Y SUS RECUPERACIONES EN EEUU (1963-2019)

Periodo	Comportamiento medio respecto el mercado	
	Cualquier recesión	Recesión con burbuja
Pico a valle	+11,0%	+33,7%
2 años después de valle	+23,9%	+24,6%
Pico a Recuperación	+33,8%	+71,7%

Fuente: Research Affiliates

Sin embargo, con frecuencia nos asalta la duda de si “esta vez ¿es diferente?”. Pensamos que las cosas han cambiado de tal manera que la valoración ya no hay que tenerla en cuenta. Las cuestiones a considerar son otras.

“Cada burbuja especulativa convence a los inversores que el mundo está cambiando de tal manera que la aritmética básica se convierte en irrelevante”. – Benjamin Graham, 1959.

Siempre nos parece que el mundo en nuestra época cambia de una manera que las generaciones anteriores ni han vivido ni podían imaginar, lo que condiciona nuestra actuación y la justifica. Sin embargo, las condiciones que acompañan nuestra actuación diaria y que damos por hecho, surgieron a lo largo del siglo pasado, cambiando nuestra vida.

Graham (1894-1976), padre del “value investing”, lo sabía bien. Nació en un mundo sin antibióticos (que conocería sobrepasada la cincuentena) o análisis sanguíneos, con la radio y el teléfono como privilegio de unos pocos. El vehículo predominante era el de tracción animal. Y por supuesto sin televisión, transporte aéreo, ordenadores, semiconductores, internet, y sin

ninguna de las comodidades domésticas que hoy se consideran bienes de primera necesidad (electrodomésticos, aire acondicionado, etc.). Su cita de 1959 bien podría escribirse hoy, y su “universo” cambió, cuanto menos, de manera comparable.

No hay nada más peligroso y habitual en la inversión que ser seducidos por la novedad de tal manera que nos olvidemos de la aritmética básica.

“La similitud más notoria entre los mercados alcistas de los años 20 (pre-crack del 29) y de los 90s (pre burbuja “punto.com”), es la noción generalizada de que los métodos habituales de valoración de acciones han quedado obsoletos”.

– Edward Chancellor, 1999.

Chancellor es célebre por su libro “Devil Take the Hindmost”, la historia de la especulación financiera. Remontándose a Roma, nos habla de las diferentes burbujas, con la crisis de los tulipanes, hasta la “punto.com”, pasando por la Compañía de los Mares del Sur en los albores del siglo XVIII o el crack de 1929. En todas hay un elemento común que hace que, aunque la historia no siempre se repita, rime: la naturaleza humana para la que no existe motivación más poderosa que ver a su entorno ganando dinero fácil.

PRESENTE

La impresión masiva de moneda por parte de los bancos centrales y la política de tipos de interés negativos ha fomentado una enorme especulación. Esto ha provocado que veamos una cantidad inusual de **activos con una probabilidad muy alta de pérdida**. Esta opinión tan firme se debe a que, por ejemplo,

- El precio actual de la **renta fija** implica que, si hoy se presta a casi cualquier país, entidad o corporación con cierta solvencia,

solo se puede aspirar a que éste devuelva una cantidad inferior a la prestada en periodos de hasta 5 – 10 años. Sin la ayuda de especuladores que rescaten la inversión apostando por un escenario aún peor, es seguro que el inversor perderá, a término, una parte de sus ahorros.

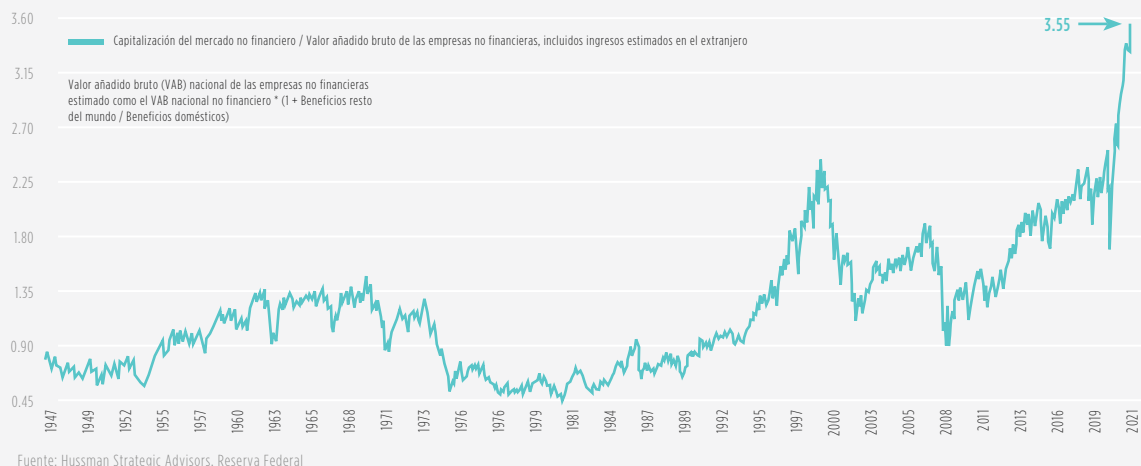
- La valoración de las **empresas llamadas de crecimiento**, indica que la única probabilidad de conseguir ganancias es que se mantenga un escenario especulativo que hace tiempo no se justifica por parámetros razonables de inversión. Los resultados futuros más optimistas no pueden justificar el precio que se debe pagar, hoy, para adquirir una participación en una gran parte de estas compañías.
- En el mundo de las **criptomonedas**, el desconocimiento sobre la regulación que les espera, la imposibilidad de estimar su valor justo, la falta de consenso en la utilidad de su existencia o el hecho de que se creen nuevas criptodivisas recurrentemente, hacen pensar que pagar uno u otro precio, comprar o vender, no responde a motivos racionales.

La filial de coches eléctricos de la inmobiliaria china Evergrande, obtuvo capital por 3,400 millones de dólares el pasado mes de enero, lo que implicaba una valoración superior a Ford Motor Company, y ello ¡sin haber vendido un solo coche!

Joby Aviation planea lanzar un servicio de taxi aéreo eléctrico en 2024 pero, sin actividad alguna, hoy ya vale más que Lufthansa, Easyjet o Jetblue. No debería extrañar en un mundo donde la combinación de Marriot más Hilton vale un 20% menos que Airbnb, o donde Coinbase (un mercado de intercambio de criptomonedas) vale más que el Nasdaq, y donde el fundador de WeWork justificó la valoración de su empresa diciendo que *“nuestro tamaño y precio está más basado en nuestra energía y espiritualidad que en un múltiplo de nuestras ventas”*.

No hace falta que una compañía pierda su posición en la industria como hicieron Terra o Yahoo, compañías que alcanzaron valoraciones que hoy parecen hasta normales. Cisco llegó a ser la compañía más valiosa del mundo, alcanzando su acción un precio máximo de \$80 antes de la burbuja “punto.com”. Desde entonces, su crecimiento en ventas, beneficios, y valor en libros ha sido ¡de doble dígito anual! Hoy, veintiún años y medio después, cotiza en \$55 con un generoso

EL MERCADO ESTÁ EN UN TERRENO DESCONOCIDO. NUNCA HA ESTADO MÁS CARO.



PER de 23 veces. No decimos que entre todas las nuevas empresas tecnológicas no haya negocios de gran calidad que seguirán vendiendo sus productos y servicios dentro de muchos años. Cisco es un claro ejemplo. Lo que ponemos en duda es que, dadas sus valoraciones actuales, la mayoría de ellas vayan a ser buenas inversiones en el largo plazo.

Y mientras, existen compañías buenas pero olvidadas por la comunidad inversora que nos convencen de que, la buena oportunidad que teníamos hace dos o tres años, se ha convertido en la **oportunidad de una generación**:

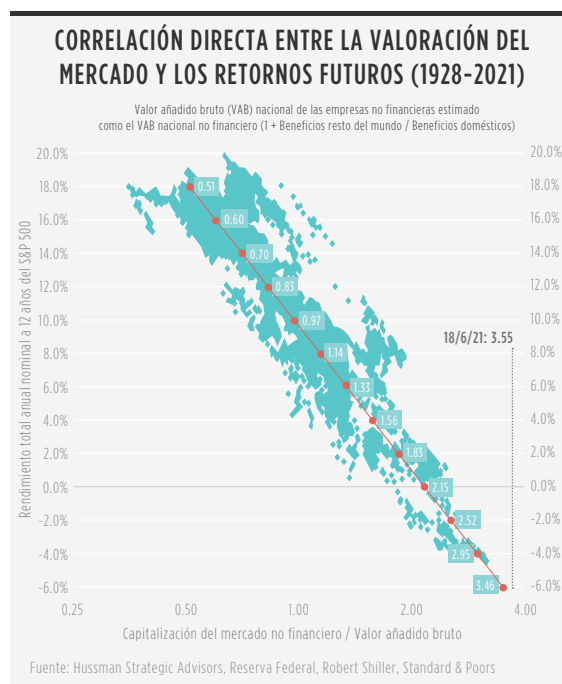
- Porque **sus valoraciones son**, relativas al mercado general, **las más bajas** que se recuerdan.
- Porque sus **fundamentales** están **mejorando**. Ingresan y generan más caja, y tienen menos deuda.
- Porque cuando sale el dinero de un activo **se busca refugio** en otro que compense las carencias del primero.
- Porque el efectivo no te defiende de la **inflación**, y las compañías generadoras de caja sí lo hacen.
- Porque una fracción del dinero encapsulado en los activos sobrevalorados, ante una cierta rotación, dispararán la **nimia valoración** que estas empresas olvidadas tienen.

Y porque siempre, siempre, el precio sigue a los fundamentales de una compañía. Y al igual que no todos pueden ser el próximo Google o Facebook, no todos serán el próximo Kodak. Y es ahí donde Invexcel centra la selección de compañías que estamos seguros obtendrán el reconocimiento del mercado en términos de revalorización.

PRESENTE > FUTURO

El precio de un activo no puede subir indefinidamente sin ofrecer una utilidad (rentabilidad) que lo justifique. Lo puede hacer temporalmente fruto de la especulación, pero eventualmente caerá hasta su valor justo, porque el dinero siempre termina donde se justifica que esté.

La historia es tremendamente tozuda con la relación entre la valoración y el retorno futuro. Siempre, desde 1928, cuando el mercado en general ha estado en valoraciones por encima de 2 veces el Valor añadido bruto (VAB) de las empresas, los siguientes 12 años han ofrecido rentabilidades negativas.



Los mercados financieros, cotizados o no, llevan mucho tiempo viendo como las valoraciones de ciertos activos suben apoyados por estímulos monetarios. Como ya escribimos en cartas anteriores, a estos estímulos puede seguir una “inesperada” inflación. La inflación provocará pérdida de poder adquisitivo e implicará subidas de tipos y contracción monetaria, por lo que

es clave la rentabilidad del activo, su capacidad de generar riqueza. También lo es huir de la especulación. Y si todo cae, lo que menos lo merece, lo hará en menor medida. Dejar ahorros en cuenta corriente conlleva perder poder adquisitivo, por lo que hay que volver a buscar activos que generen riqueza vía generación de caja.

Por eso hay miedo a que los banqueros centrales pisen el freno, porque muchos saben que no hay más justificación a la subida de ciertos precios que la del dinero gratis fluyendo sin cesar. De momento, muchos ya han levantado el pie del acelerador.

Aviso legal

Invexcel Patrimonio, EAF, S.L. ("INVEXCEL") ha preparado este documento que se presenta exclusivamente para fines informativos. El documento refleja la opinión de INVEXCEL a la fecha indicada en el mismo, por lo que es susceptible de cambio sin previo aviso. La información y opiniones contenidas en este documento se han obtenido de fuentes públicas consideradas fiables pero que no han sido sometidas a ningún tipo de certificación independiente; no se garantiza que esta información sea exacta o completa y no se admite ninguna responsabilidad en este sentido.

Ninguna información contenida en el presente documento debe interpretarse como asesoramiento o consejo, como una oferta o recomendación para la adquisición o venta, o para realizar cualquier otra transacción de títulos o instrumentos financieros. El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo, ya que éstos no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja, y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Este documento incluye, o puede incluir, información o consideraciones referidas a futuro. Esta información o consideraciones no representan pronósticos ni presupuestos, son ejemplos puramente ilustrativos que podrían no concretarse. El rendimiento real de una inversión puede diferir materialmente de las expectativas debido al impacto negativo de ciertos riesgos, incertidumbres y otros factores relevantes inherentes a la inversión en valores.

Este documento no se ha recopilado para ser distribuido ni utilizado por ninguna persona física ni jurídica que sea ciudadano o residente o tenga sede en alguna jurisdicción donde se prohíba dicha distribución, publicación o uso. Los receptores del presente documento o quienes finalmente obtengan copia o ejemplar del mismo, se convierten en responsables de tener conocimiento de dichas restricciones y cumplirlas.

INVEXCEL, sus directores, empleados, accionistas, asesores o cualquier otra parte relacionada, no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño, directa o indirecta, consecuencia del uso de este documento o de su contenido.

Este documento no puede reproducirse, total o parcialmente, sin la autorización expresa de INVEXCEL.

COMENTARIO
INVEXCEL PATRIMONIO

3T 2021
RAZONES PARA EL OPTIMISMO
(Una mirada a la Historia)

pág. 6
