

LA IMPORTANCIA DE LA VALORACIÓN

2022 ha sido, una vez más, un año atípico. En el último lustro, todos parecen serlo por diferentes cuestiones, pero este año que nos deja, dentro de una tendencia negativa generalizada, ha sido especialmente inusual para los mercados de valores.





EL AÑO

Por primera vez en más de una década se ha observado un cambio de paradigma, girando 180 grados la naturaleza de los activos que han sido objeto de deseo para los inversores. Aunque todos ellos han sufrido en mayor o menor medida, se ha advertido una clara rotación desde activos percibidos de calidad, que cotizaban a valoraciones muy por encima de la media, a aquellos más aburridos y fuera del radar inversor, en los que el precio de adquisición era considerablemente más atractivo.

Un buen ejemplo es el resultado de los índices americanos Dow Jones y Nasdaq. El primero, centrado en las principales empresas industriales de EEUU, ha bajado algo menos del -9% en 2022, mientras que el índice tecnológico por antonomasia, estrella de los mercados en los últimos tiempos, se ha dejado más de un -33%. La renta fija no ha sido el activo refugio que acostumbra en épocas turbulentas. Los bonos gubernamentales europeos han caído más de un ¡-17%! Y en general, la pérdida ha estado bien asentada en el doble dígito. Lo nunca visto.

Esta rotación, en cuyos matices nos adentraremos, ha beneficiado a nuestras carteras asesoradas.

Excel Equities ha obtenido este último año un resultado del +7,17%, que compara positivamente con un índice de referencia que ha bajado un -10,68%. Con una rotación especialmente baja en 2022, por debajo del 30% de su patrimonio, este resultado refleja la confirmación de tesis que defendemos desde hace tiempo.

Por su parte, **Finlovest** acaba el año prácticamente plano, con una caída del -0,20% frente a la pérdida de su índice de referencia de un -12,12%. Finlovest, con una rotación cercana al 45%, ha aprovechado las oportunidades que su universo más amplio le ha brindado, donde la principal compra ha sido en renta fija tras años fuera del activo.

DONDE ESTAMOS

En 2022 ha vuelto una desconocida para casi una generación: La inflación. Con ella bien presente, los bancos centrales se han visto obligados a frenar en seco su estrategia de expansión monetaria y comenzar el camino inverso de la austeridad. Y consecuentemente, el sentimiento general que tenemos es el de una recesión a la vuelta de la esquina.

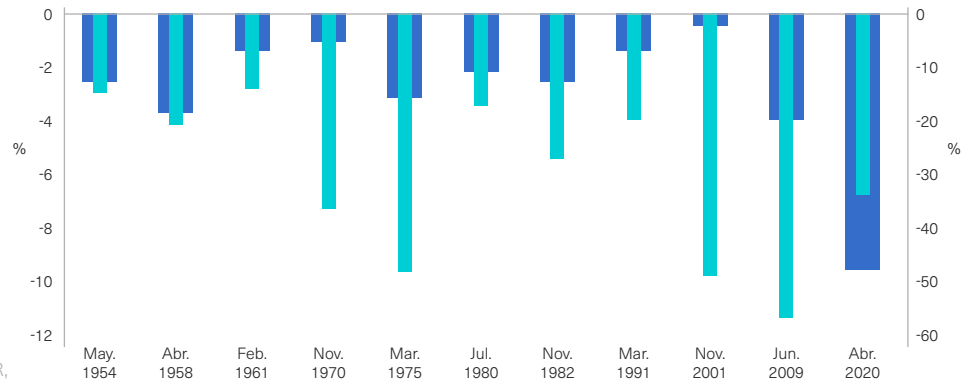
La gran pregunta es ¿qué hará el mercado si entramos en dicha recesión? La historia nos dice que el tamaño de la recesión y la corrección del mercado no tienen la correlación que cabría esperar. Normalmente la caída tiene más relación con cuan caro en general



esté el mercado cuando aparece dicha recesión, cuando los números de las compañías dejan de mejorar.

CAÍDA DEL MERCADO Y DEL PIB (%) DESDE SU ANTERIOR PICO

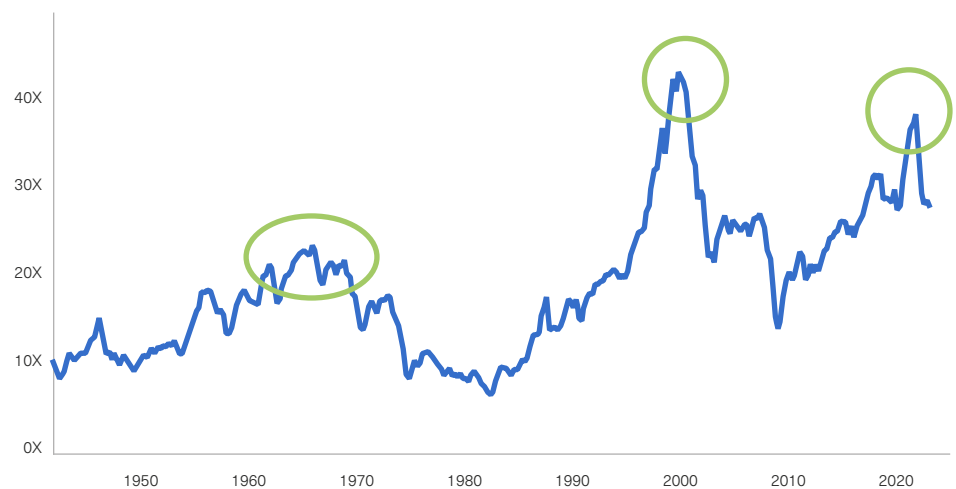
- Caída del PIB de máximos a mínimos (izq.)
- Caída del S&P 500 de máximos a mínimos (dcha.)



Fuente: Bloomberg Finance LP, BEA, NBER, Haver Analytics, Deutsche Bank, Invexcel

Las mayores caídas del mercado vinieron dadas tras valoraciones especialmente altas. En los años 70, periodo relevante por ser además inflacionario, vinieron precedidas de valoraciones por encima de las 20x beneficios, no vistas desde el crack de 1929. La puntocom y el momento actual vuelven a destacar por esa sobrevaloración generalizada.

MÚLTIPLO PER DE SHILLER



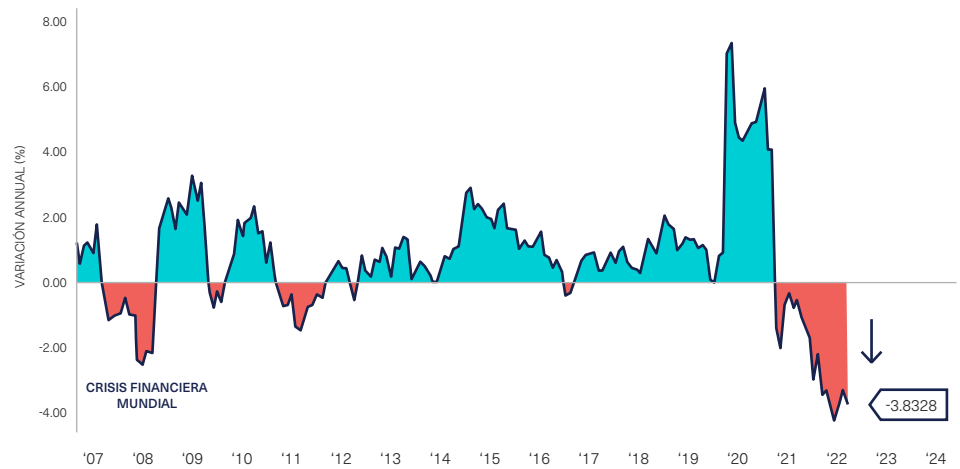
Fuente: Gurufocus

En Invexcel aconsejamos invertir en aquello que conocemos y, en la medida de lo posible, podemos controlar. Predecir el futuro no se encuentra entre las variables que podemos conocer, pero sí podemos evitar decisiones que consideramos peligrosas, como comprar compañías caras.

Elaborando sobre los datos a nuestro alcance, el poder adquisitivo del consumidor americano, que suele mostrar el camino de lo que sucederá, está sufriendo.



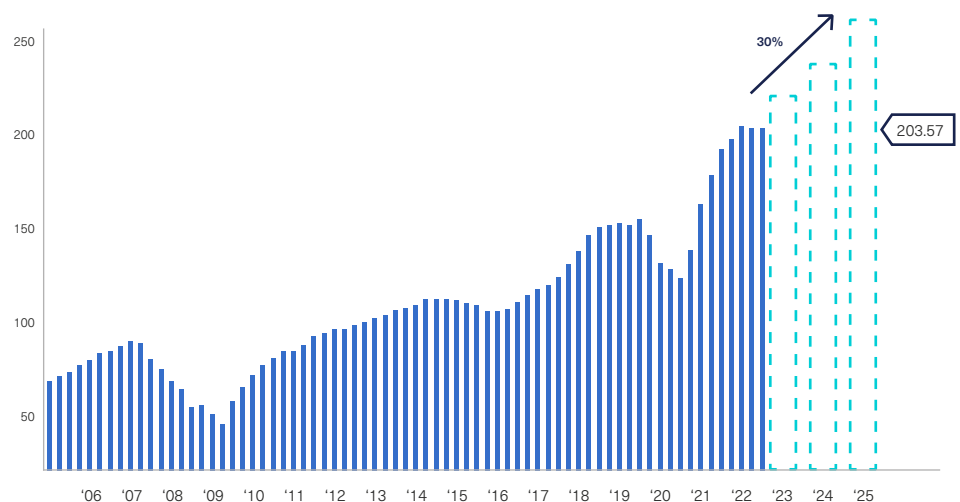
CRECIMIENTO REAL DE SALARIOS



Fuente: Bloomberg, Crescat Capital

Cuando esto sucede, los beneficios empresariales suelen resentirse. Sin embargo, el mercado actualmente espera que éstos sigan creciendo de manera lineal respecto al pasado reciente.

ESTIMACIONES DE BENEFICIOS POR ACCIÓN DEL S&P 500



Fuente: Bloomberg, Crescat Capital

Si los beneficios de las cotizadas no suben al ritmo esperado, se estancan o, peor aún, retroceden, el mercado estaría valorado todavía más caro de los niveles inusualmente altos que ya marca. En un entorno de inflación, normalización de tipos de interés, posible deterioro del empleo, entre otros tantos riesgos, invertir en compañías sobrevaloradas sigue siendo una estrategia peligrosa.

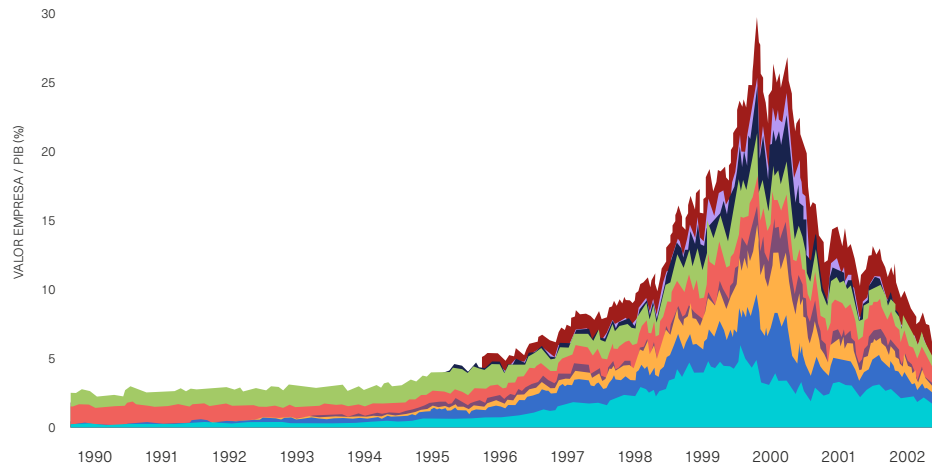
Atendamos a la historia para poner la valoración de ciertas compañías en contexto. En 2000 las 10 compañías americanas más importantes llegaron a valer el equivalente al 30% del PIB de EEUU. Estábamos en el apogeo de la burbuja puntocom. Muchos dirán que esas compañías poco tenían que ver con las actuales, que en su mayoría no sólo no generaban beneficios, sino que siquiera tenían ingresos. Siendo esto cierto, no aplica a las 10 compañías más importantes de entonces, compañías sólidas, de *hardware* y *software*, pero también de comunicaciones. Generaban (y generan) flujos de



caja de calidad y eran consideradas “la economía”. De suponer cerca de 1/3 del PIB americano, se desplomaron tocando fondo dos años y medio después, en septiembre de 2002, con un valor de apenas un 6% del PIB de EEUU.

LA BURBUJA PUNTOCOM DE 2000: VALOR DEL TOP 10 COMO % DEL PIB

- Microsoft
- Intel
- Cisco
- Oracle
- IBM
- AT&T
- Sun Microsystems
- AOL
- EMC
- SBC Communications

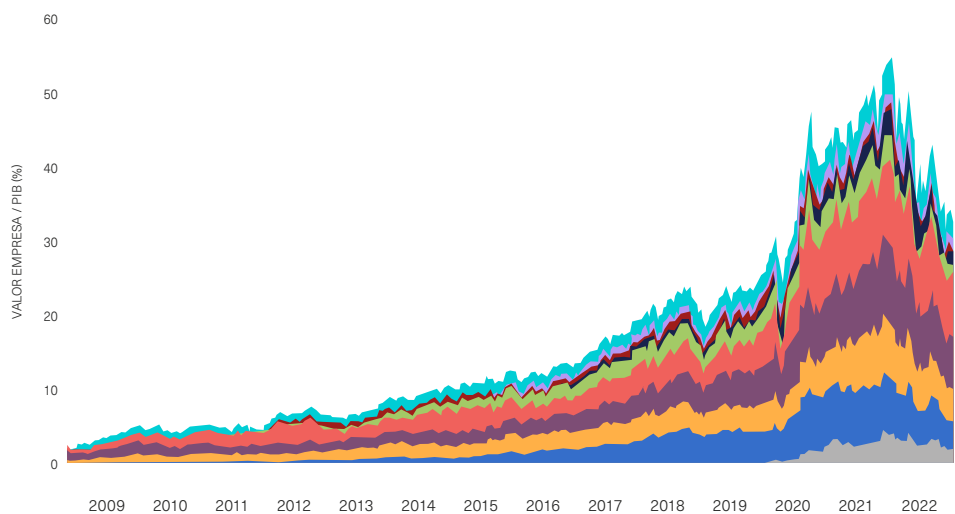


Fuente: Bloomberg, Crescat Capital

En 2021, de esas compañías, sólo Microsoft sigue siendo una de las 10 más importantes de EEUU. Otras a pesar de haberse integrado entre ellas (es el caso de Sun Microsystems y Oracle, o de Dell y EMC), ya no tienen la importancia que tenían hace dos décadas. A final del 2021, las 10 compañías más valiosas de América han llegado a valer 56% del PIB estadounidense, un 87% más que en el 2000. Incluso hoy, y tras una importante corrección, siguen valiendo más en relación con el conjunto de la economía de lo que en la burbuja puntocom supusieron sus pares de inicios del milenio.

LOS “MEGASTOCKS” TECNOLÓGICOS SIGUEN MÁS SOBREVALORADOS QUE EN EL PICO DE 2000: VALOR DEL TOP 10 COMO % DEL PIB

- Tesla
- Amazon
- Alphabet
- Microsoft
- Apple
- Meta
- Nvidia
- Mastercard
- Broadcom
- Visa



Fuente: Bloomberg, Crescat Capital

En marzo de 2017 escribimos lo siguiente: “la proliferación de la inversión en un índice crea un círculo vicioso o virtuoso, según se mire, que se retroalimenta. Uno invierte en un ETF que, a su vez, invierte en las compañías en las proporciones en que éstas con-



forman el índice, provocando la subida de este último. Así, lo que más sube es lo que más pesa en el índice, que consecuentemente pesa un poco más, provocando que en las siguientes entradas las inversiones sean mayores, lo que les hace subir más y pesar más de nuevo. Este efecto hace que sea muy complicado batir al índice diferenciándose del mismo, lo que provoca un efecto rebaño que hace a más gente invertir a través de ETF's, retroalimentando el círculo."

En junio de 2018 continuábamos con el asunto: "Invertimos en compañías comparativamente más pequeñas, denostadas en un mundo donde los ETFs distribuyen la mayoría de la inversión entre aquello que "va bien" sin mirar fundamentales. Excel Equities tiene invertido el 41% (37,5% hoy) de su patrimonio en compañías de menos de €3Bn de capitalización, y otro 25% (27% hoy) en compañías de menos de €10Bn. Estos dos tercios en compañías "pequeñas" comparan con el peso de éstas en el Stoxx 600, tan solo un 16%..."

Este "circulo vicioso o virtuoso" del que hablábamos, ha sido la tónica en el mercado alcista, es decir el periodo que ha ido de final de 2012 a principios de 2022. Lo que creemos que ahora comienza es la bajada una vez hecho cumbre, donde sucede exactamente lo contrario. Y es que para que caiga el mercado, realmente sólo tienen que caer los llamados "megastocks", lo que empieza a suceder a un ritmo superior al del mercado en general.

**TRAS SUBIR
PROPORCIONALMENTE
MÁS QUE EL MERCADO,
LAS GRANDES COMIENZAN
EL CAMINO INVERSO:
"MEGASTOCKS" SOBRE EL
S&P 500 EQUIPONDERADO**



Fuente: Bloomberg, Crescat Capital

Índice Goldman Sachs Mega Cap Stocks / S&P 500 equiponderado (escala logarítmica)

EL MERCADO QUE VIENE

Decía Howard Marks en su última carta que en los 50 años que lleva en activo, ha habido dos grandes cambios en el mercado, además de mencionar la posibilidad de que estemos asistiendo al tercero. El primero tuvo que ver con la abrupta bajada de los "Nifty Fifty", en los años 70. Durante años el mercado premió a aquellas compañías consideradas de mejor calidad y mayor crecimiento. Eran tan buenas que nada malo podría pasarles. Afirma el autor que todos estaban seguros de que no había un precio demasiado alto para comprarlas. Sin embargo, en 1974 llegó la crisis del petróleo y con ella, un periodo de importante inflación. Cuando él comenzaba en la industria, allá



por 1969, si tenías esas acciones (muchas de ellas de las mejores compañías del mundo) y las habías mantenido cinco años, estabas sentado en pérdidas superiores al 90%. La calidad percibida, finalmente, no era sinónimo de seguridad o buena inversión.

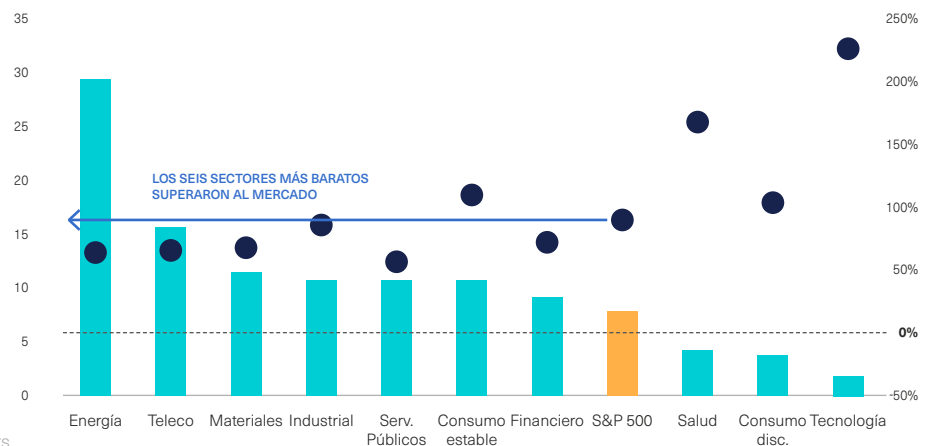
Comenzó entonces un cambio de paradigma: de subidas de tipos y alta inflación, donde las compañías con valoraciones más altas más sufrieron, se dio paso a 40 años de política monetaria acomodaticia en general.

Es muy probable que la inflación y los tipos de interés sean las principales variables que influyan en las decisiones de inversión en los próximos años. Si ambas se mantienen en niveles superiores a los vividos en los últimos 13 años, lo normal es que las estrategias de inversión que mejor han funcionado estos últimos tiempos no sean las que más destaquen en los años venideros.

Las valoraciones bajas deben proveer de importante protección en periodos inflacionistas. TODOS los sectores que estaban más baratos que la media (medido en PER) en los años 70, lo hicieron mejor que el mercado, siendo la ganancia del 30% más barato (medido en beneficios y flujo de caja), superior a un 100%.

PER INICIAL Y RENDIMIENTO POSTERIOR

- PER (1970)
- Resultado



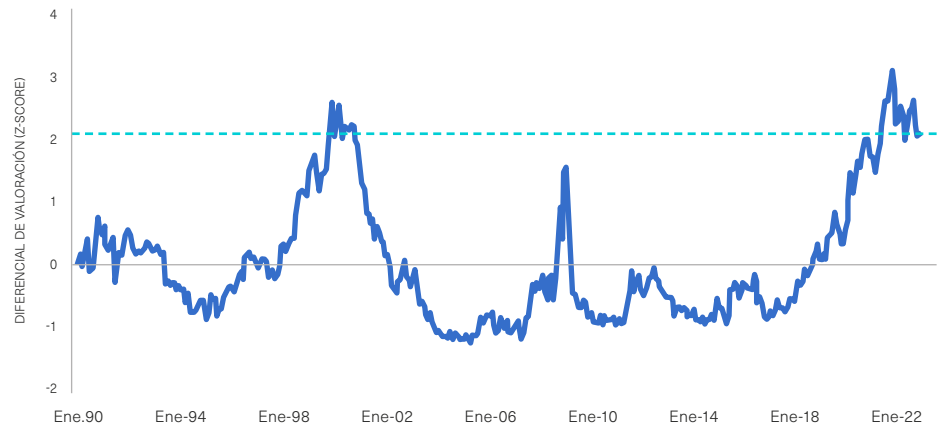
Fuente: Bloomberg, Empirical Research Partners

Observando donde está el mercado ahora concluimos que, en líneas generales, la diferencia entre lo que está caro y lo que está barato sigue siendo tremenda. Tras tocar un percentil del 100% a final de 2021, la inversión en valor tan solo ha bajado a percentil 94% respecto al mercado, ahí donde estaba en la burbuja puntocom. El recorrido que le quedan a aquellas compañías que están más baratas es enorme.



EL "VALUE" CONTRA EL RESTO DEL MERCADO: SIGUE MUY INFRAVALORADO

■ Percentil 94



Fuente: AQR

Diferencial construido por la gestora AQR Capital Management LLC utilizando un índice hipotético que incluye 5 ratios de valoración: Valor en libros / Precio, PER, PER estimado, ventas / EV, y FCL / EV. Los diferenciales están medidos basados en ratios y ajustados para ser neutrales en divisa respecto al dólar. Para que sean sectorialmente neutrales, se construye el diferencial comparando los ratios de cada industria. Es un índice multi nacional basado en 87% mercados desarrollados y 13% emergentes.

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.