

Calidad seductora

Durante esta primera mitad del año, la apuesta más segura era ignorar a las empresas en el epicentro de la destrucción económica y centrarse en las empresas de tecnología que han aumentado su capacidad al absorber la demanda de otras áreas de la economía.

Desde que apareció la COVID-19, se ha producido una transferencia masiva de riqueza de empresas de la “antigua” economía hacia la “nueva”. Lo que explica en parte los amplios diferenciales de rentabilidad entre algunas pocas acciones y el mercado en general, siendo una divergencia particularmente notable cuando consideras las discrepancias económicas y fundamentales.

La mayor parte del mercado no está caro y soy particularmente optimista de cara a los siguientes años, pero estamos viendo una clara tendencia en inversores y fondos de inversión a perseguir al mercado, invirtiendo masivamente en unas pocas empresas de gran calidad (Amazon, Nestle, Apple, L'Oréal, etc). El mantra especulativo de estos días es que “cualquier precio es bueno para una gran compañía”.

El hecho, es que estas empresas han creado una riqueza enorme y sin precedentes para sus accionistas durante estos últimos años y probablemente están destinadas a aportar aun más riqueza para sus accionistas en el futuro, siempre y cuando estos sean capaces de mantenerse invertidos.

Líderes y rezagados.

Bajo la superficie, existe una importante división entre unas acciones y otras. Las empresas de mayor capitalización son las más caras y han acumulado los mayores rendimientos en estos años. Las pequeñas empresas, en cambio, son la otra cara de la moneda.

A 30 de junio el índice global de renta variable (MSCI World) bajaba en el año apenas un 5,61% después de haber estado cayendo un -30% a mediados de marzo. Pero la fuerte recuperación no ha sido igual para todo el mundo y solo unas pocas grandes compañías con mucho peso en los índices han liderado la subida.

Las cinco empresas más grandes por capitalización, Microsoft, Apple, Google, Amazon y Facebook suben en el año un +35% de medida y un +61% desde el mínimo de marzo. Solo estas cinco empresas pesan un 15% en el índice global (MSCI World) y un 25% en el índice S&P500.

Por el contrario, en el primer semestre casi el 70% de las acciones del índice MSCI World (1.217 empresas) acabó en negativo y un 32%, caía más de un 20%. Si incluimos las acciones pequeñas (MSCI small Cap World, 4.320 empresas), el 75% acumula una rentabilidad negativa en el año y el 49% caía más del 20%.

Es un contraste demoledor, pero al mismo tiempo una histórica oportunidad.

Estas cinco grandes compañías americanas, comparten algunas características comunes muy obvias. Son casi inmunes a episodios de confinamiento, e incluso grandes favorecidos. Dominan su espacio, la competencia y sus prácticas son de cuasi monopolio. Generan una rentabilidad sobre el capital del 20% y tienen unos márgenes cercanos al 30% (excepto Amazon).

A nuestro lado del atlántico también tenemos nuestra colección de empresas de “calidad”, Nestlé, Roche, LVMH, Diageo, L'Oréal o Unilever, todas ellas han propiciado la mayor parte de la rentabilidad en los índices durante los últimos tres años.

Lo llamativo y preocupante es que casi todos los gestores y asesores en el mundo de la inversión se han visto obligados a invertir en ellas para conservar su trabajo y la mayoría de las carteras y fondos de inversión invierten en ellas masivamente. Ganancias mensuales del 30% son suficientes para atraer a la mayoría a querer participar y llevarse una pizca del pastel.

El reto de la valoración.

Estas compañías se enfrentan a un gran reto, sus acciones ya estaban caras antes de la crisis del coronavirus, y ahora, se han puesto aún “más caras”.

La capitalización de Amazon hoy es 1.500.000.000.000 dólares (1,5 billones), solo en el año 2020 ha subido un 60% (+500 mil millones). Sin lugar a duda, la compañía ha crecido en ventas excepcionalmente en los últimos cinco años y sobretodo durante la crisis COVID. Pero incrementar su valor de mercado en 1.1 billones de dólares (=PIB España) desde 2015, en comparación con un aumento de 15 mil millones en sus beneficios parece un poco desproporcionado.

La capitalización de mercado de Apple es aún un poco más alta que la de AMZN, 1.700.000.000.000 dólares (1,7 billones), cuando su capitalización en 2015 era de 500 mil millones de dólares. Lo fascinante, es que los beneficios operativos de la compañía no han crecido esos últimos años y están por debajo de 2015.

Por supuesto, las métricas de valoración por sí solas, no son el marco perfecto para entender cuando un nuevo “rey” (Amazon? Netflix?) está en proceso de ser coronado, ya que los grandes cambios se producen durante años, no meses y especialmente cuando la disrupción es tan grande.

Sin embargo, los mercados financieros nos han enseñado que la grandeza de una compañía y su crecimiento pasado no son suficientes. La valoración, lo que realmente pagas por esa compañía, importa. Las grandes compañías seguirán siendo geniales cuando el precio de sus acciones revierta a cotas más racionales y sus inversores tengan algunos años negativos.

Debido a picos de sobrevaloración y euforia en los 70 y finales de los 90, grandes compañías tuvieron décadas perdidas, Coca-Cola, Microsoft, Macdonalds, Procter & Gamble o Apple. O

cuando unos eufóricos inversores llegaban tarde a la fiesta en el año 2000 y compraron Amazon en ese momento para estar nueve años en negativo y una década para recuperar su inversión inicial. Y todo a pesar de que durante esos años la compañía seguía creciendo y ganando cuota de mercado a pasos de gigante.

Por otro lado, acertar y aguantar durante décadas una inversión en una gran compañía puede llegar a ser muy rentable (Netflix 2007-2020 = +5.600%). Y suena genial, sin embargo, la mayoría de las personas no tienen la paciencia para recoger esos rendimientos (Netflix, -85% en 2011, -40% en 2016, -48% en 2018).

Dejando a un lado los dividendos, los rendimientos al invertir en acciones a largo plazo no solo se deben al crecimiento de sus beneficios, sino también, al precio que se pagan por ellos. Las rentabilidades pasadas son seductoras, pero no invertimos en el ayer, sino en el mañana y el contador empieza a contar a partir de hoy.

Final.

El perseguir acciones que han experimentado una subida vertical en sus precios, es una tendencia recurrente, que afecta a la mayoría de los inversores minoristas e incluso a muchos profesionales. Estos últimos, definitivamente deberían conocer la trampa, pero a menudo la presión extrema para mantener una buena “foto” frente al índice les obliga a perseguir al mercado omitiendo algunos claros riesgos.

Es un hecho, que para que se inflen las cotizaciones de acciones o sectores se requiere de una aceleración en los flujos de entrada durante las últimas etapas de la subida. Siempre protagonizada por compradores, con la vista puesta en el retrovisor y distribuidores, haciendo caja vendiendo lo que, con acierto, tan buenos resultados les ha dado.

Somos inversores en AMZN, AAPL, como en muchas otras compañías de calidad y también, reconocemos su futuro como brillante. Pero intentamos ir reduciendo su exposición en nuestras carteras. Quien sabe, tal vez llegue pronto algunas de ellas a los 2 billones de dólares y sería genial, ya que nosotros seguiremos siendo inversores, pero con una ponderación menor al peso que tienen en su índice.

La historia demuestra claramente que los períodos de gran divergencia entre precio y fundamentales, son a menudo cuando se gana o se pierde mucho dinero en los mercados financieros. En el entorno de hoy, es más importante que nunca tener en cuenta la distinción crucial entre emociones y racionalidad.

Cuando los inversores deciden no hacer ningún esfuerzo para valorar el precio que están pagando por una acción, entonces son menos inversores y más especuladores apostando en un concurso de belleza. Es un momento apasionante para nuestras inversiones en cartera y un gran momento para invertir en el lado correcto.

Si crees que este artículo puede interesarle a otra persona, un amigo o un familiar, no dudes en enviárselo.

Alexandre García Pinard

Responsable AG EAF | Registro nº104 CNMV