



Jaume Puig, CEO & CIO de GVC Gaesco Gestión S.G.I.I.C y de GVC Gaesco Pensiones SGFP

Una de las preguntas más frecuentes a principios de año es cómo será el **nuevo ejercicio bursátil**. Hay quién dice que cualquier **previsión** puede correr el riesgo de ser desacertada y que, por lo tanto, no hay que hacerla. Hay, en cambio, quien sí la hace, como yo mismo, y en este caso hay que ver el nivel de profundidad con que ha sido hecha. En general, hacerlo bien requiere visitar a los **tres espíritus**: el de las bolsas pasadas, el de las bolsas presentes y el de las bolsas futuras. Acabado ya 2020 pues, la cuestión es cómo será el año bursátil 2021.

Retrocediendo en el tiempo, y recurriendo al que sería el espíritu de las bolsas pasadas, es fácil darse cuenta de que las bolsas son el activo financiero más rentable que hay, proporcionando una rentabilidad anualizada media del 10%. Sin ir más lejos, los máximos históricos del conjunto de bolsas mundiales, representados en el índice MSCI World, se consiguieron el pasado 17 de diciembre.

Obviamente no todas y cada una de las bolsas están ahora mismo a máximos históricos, pero el conjunto de las bolsas sí que lo está y, a la larga, lo están todas. La razón principal que sea el activo financiero más rentable es sencilla, puesto que el auténtico motor de creación de riqueza siempre ha sido la empresa. El verdadero gusano de seda es la empresa. Es obvio que las empresas tienen que proporcionar un rendimiento superior a sus inversores respecto a los que invierten en inmuebles (¿quién crearía una empresa si siendo solo rentista de un inmueble pudiera obtener un rendimiento superior?); y también respecto a los que invierten en renta fija o en el mercado monetario.

«Las bolsas son el activo financiero más rentable que hay y el auténtico motor de creación de riqueza siempre ha sido la empresa»

Todas las estadísticas pasadas reflejan que la ley fundamental de que más riesgo conduce a una mayor rentabilidad se cumple de una forma absoluta por todas partes. No pasa todos los años, por supuesto, pero sí que se cumple en todas las series de largo plazo. Así pues, cuando vean a algún analista que les diga que para este año espera que las bolsas suban alrededor de un 10%, tengan siempre presente que solo ha consultado al espíritu de las bolsas pasadas.

Errores clásicos

Si miramos la actualidad, y recurrimos al espíritu de las bolsas presentes, nos daremos cuenta de varios hechos. En primer lugar, que 2020 ha sido un año bursátil difícil, en qué era fácil cometer hasta dos de los diversos errores inversores clásicas del muestrario. La primera habría sido vender a mediados del mes de marzo, fruto del pánico del momento, justo en el peor momento bursátil del año, sin darse cuenta de que era una sobrerreacción del mercado. Si bien todo el mundo puede entender que un piso, pongamos por caso, no puede perder un 50% de su valor por el hecho de estar solo un año sin estar alquilado, menos gente entiende que en el caso de las empresas pasa lo mismo. No por tener un año malo de resultados, fruto de los confinamientos de la covid-19, las empresas podían perder tanto valor como el que estaban perdiendo en la segunda quincena de marzo.

El segundo gran error potencial es más fino y viene derivado de lo que pasa cuando un segmento del mercado, en este caso el *growth*, sube fuerte, como fue el caso en los meses que van de mayo a julio, hasta situar a estas empresas en un nivel de sobrevaloración, mientras que el otro segmento del mercado, en este caso el *value*, se quedaba parado, y seguía estando muy barato. La presión que sintieron muchos inversores para vender el *value*, que se estaba quedando atrás, y comprar el *growth*, que lo estaba haciendo mejor, era tremenda, a pesar de ser del todo contraproducente desde el punto de vista de la valoración.

«No por tener un año malo de resultados, fruto de los confinamientos de la covid-19, las empresas podían perder tanto valor como el que estaban perdiendo en la segunda quincena de marzo»

Quien se mantuvo firme en el *value*, consciente de que la vacuna cambiaría el orden de la subida, y que sería el detonante para las todavía muy baratas empresas *value* la acertó. Quien por el contrario no pudo más y vendió sus acciones *value* para comprar *growth*, hacia el mes de octubre, pongamos por caso, se perdió la gran subida de las empresas *value* que hubo apenas la primera de las vacunas fue anunciada, el 9 de noviembre. Al final, tanto en un caso como en otro, el inversor que ha aguantado la presión lo ha hecho bien, mientras que ha sucumbido a cualquier de las dos grandes presiones del año, puede haberlo hecho realmente muy mal.

Bien, pues, quien consulte a este espíritu, no tardará en darse cuenta de que la expectativa de rentabilidad para este año es mucho más fuerte para las empresas del tipo *value* que para las del tipo *growth*. De hecho, la previsión genérica del 10% de subida se queda muy corta para las empresas *value* y probablemente muy larga para a las empresas del tipo *growth*. Si el analista que les hace la previsión les dice que una parte del mercado bursátil, básicamente el de las empresas *value* y de sectores muy castigados como por ejemplo el turismo, puede tener subidas más próximas al 20%-30% que no al 10% clásico, tal vez habrá consultado también con el espíritu de las bolsas presentes.

La parte más difícil

Llegamos a la parte más difícil, para la cual hay que consultar al espíritu de las bolsas futuras. Dos cuestiones trascienden en este caso, una que afecta más al futuro inmediato, y otra al futuro algo más lejano. En cuanto al futuro inmediato, tal vez uno de los aspectos más importantes es que al causar el virus una distorsión de la actividad y unos paros repentinos en el mundo empresarial, este actuó muy de prisa en cuanto a la racionalización de sus costes. Lo que en una crisis económica endógena normal habrían hecho las empresas en unos tres años lo hicieron en unos tres meses en esta crisis sanitaria exógena. Esto quiere decir que existen muchas empresas cotizadas que han sido capaces de aumentar sus márgenes incluso reduciéndose las ventas. En otras palabras, la mayoría de empresas, cuando recuperen la cifra de ventas del año 2019, ganarán más.

Esto es lo que se denomina apalancamiento operativo, con lo cual ha aumentado la cifra de beneficios netos por cada cifra unitaria de ventas. Este efecto positivo será vigente durante unos cuantos años, si bien en 2021 será especialmente relevante. Si miramos a un futuro algo más lejano, con un horizonte a unos tres años vista, las cosas pueden tener un cariz un poco diferente. Es evidente que una de las tornas de esta covid-19 ha sido el fuerte endeudamiento del sector público. De entrada, dado que ha ido acompañado de una disminución de los tipos de interés, las finanzas públicas lo notarán menos en sus presupuestos, puesto que la carga de los intereses de la deuda, que impacta en los presupuestos públicos, es moderada.

«Lo que en una crisis económica endógena normal habrían hecho las empresas en unos tres años, lo hicieron en unos tres meses en esta crisis sanitaria exógena»

La problemática real vendrá cuando los tipos de interés suban. De entrada los Bancos Centrales ya se han encargado de decir que el anterior hito de la inflación del 2%, que antes era un tope, pasa ahora a ser considerada una media. Esto, traducido, quiere decir que si

bien antes tendrían que subir los tipos de interés una vez la inflación se acercara al 2%, ahora subirán los tipos de interés más tarde, cuando la inflación ya lo haya superado. Con esto están ganando tiempo. La tasa de inflación puede subir ya en 2021. Por ejemplo, el precio actual del petróleo, 51 USD por barril, supera ya a la media del precio del petróleo del año 2020, unos 42 USD por barril en más de un 20%.

Lo mismo pasa con multitud otras materias primas. Si, como parece, cuando se compare 2021 con 2020 la tasa de inflación subirá, ¿cuánto tiempo más podrán mantener los Bancos centrales los tipos bajos? Pongamos por caso que puedan aguantar hasta el año 2023, a lo sumo. ¿Qué pasará en aquel momento en activos como la renta fija o los inmuebles, así como en todos aquellos sectores bursátiles que son más del tipo negocio de contador? Nada de bueno si tenemos en cuenta que el coste de capital o WACC que el inversor exige para invertir en estos activos no ha parado de bajar significativamente hasta niveles nada justificables. En definitiva pues, tenemos por adelantado un futuro inmediato, que afecta al año 2021 y quizás algo más, muy prometedor con capacidad de proporcionar unas rentabilidades muy superiores a las históricas, mientras que tenemos un futuro más lejano, a unos tres años vista, mucho más problemático.

Una vez consultados los tres espíritus, solo hay que desear que no caiga un gran meteorito en la tierra o alguna otra cosa parecida, lo cual se escapa de cualquiera de los tres espíritus....

Artículo publicado en viaempresa del martes, 12 de enero de 2021

Síguenos: