

La creciente necesidad de buscar más en la caja de herramientas

Autor



Robert M. Almeida, Jr.
Gestor de carteras y
estratega de inversión global

En resumen

- La expansión de los múltiplos de beneficios y la reducción de las primas de riesgo sugieren que las acciones son caras
- Comprender las deficiencias de los parámetros de valoración resulta valioso
- El entorno actual parece no ser propicio para un elevado ratio precio-ventas

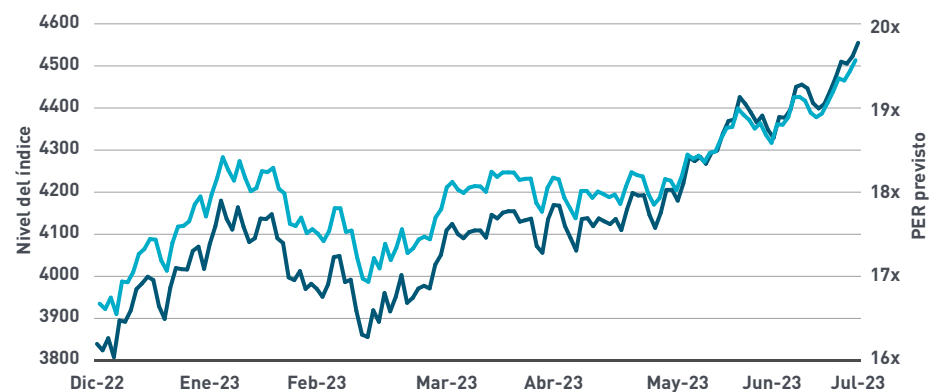
Expansión de los múltiplos de la renta variable y reducción de las primas de riesgo

El entusiasmo suscitado por la inteligencia artificial, la ralentización de las tasas de inflación y unos datos económicos mejores de lo previsto han contribuido a la fortaleza de los mercados globales de renta variable este año.

Al mismo tiempo, las expectativas de crecimiento de los beneficios se han situado en niveles reducidos o ligeramente negativos. Dado el aumento de los precios que se pagan por las acciones, sin que ello venga acompañado de unas mayores expectativas de beneficios, el múltiplo precio-beneficios (PER) de las acciones ha registrado una expansión, tal y como se muestra en el gráfico 1. Los inversores están pagando mucho más por el mismo flujo de beneficios.

Gráfico 1: Pagar más por menos

■ Precio del S&P 500 (eje izdo.) ■ PER previsto del S&P 500 (eje dcho.)

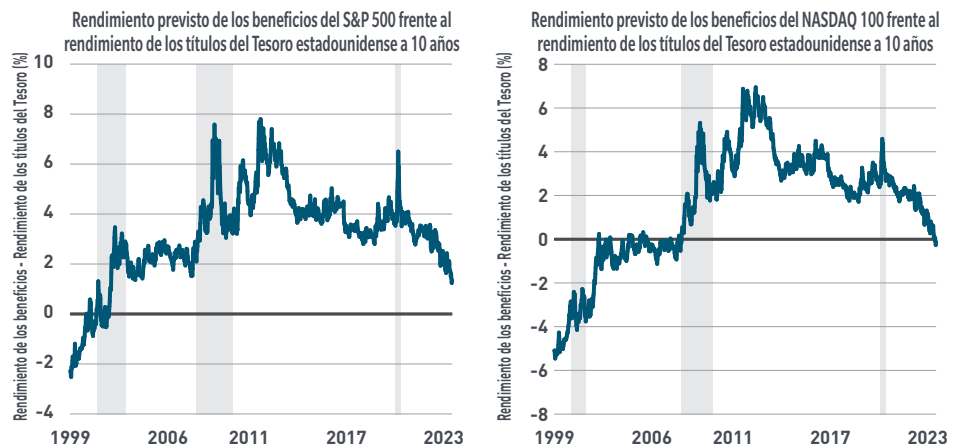


Fuente: FactSet. Datos diarios del 30 de diciembre de 2022 al 18 de julio de 2023. El ratio precio-beneficios (PER) previsto es a 12 meses vista.

También podemos comprobar esto desde la óptica de las primas de riesgo de la renta variable. Históricamente, el diferencial entre el rendimiento previsto de los beneficios de las acciones y el rendimiento de los bonos gubernamentales se ha situado en un rango medio del 3%-5%. La combinación de unos tipos de interés en unos niveles de *mercado libre* más normales tras el ciclo de subidas de tipos iniciado en 2022 y el repunte de la renta variable de este año ha impulsado las primas de riesgo hasta extremos que no se observaban desde la burbuja de las «punto.com». El gráfico de la derecha ilustra las primas de riesgo negativas para el índice Nasdaq 100, con un fuerte componente tecnológico.



Gráfico 2: Primas de riesgo demasiado bajas



Fuente: FactSet. Datos semanales del 31 de diciembre de 1999 al 14 de julio de 2023. Rendimiento previsto de los beneficios = $1/(\text{precio} - \text{beneficios a 12 meses vista})$. Zonas sombreadas = Recesión en EE. UU.

Una lección de George Box

Muchos de los inversores de hoy en día, profesionales o no, nunca han experimentado un mercado como este. Estaban acostumbrados a unos mercados alcistas y a un sistema que facilitaba la privatización de los beneficios y la riqueza, así como la socialización de las pérdidas de capital cuando los mercados registraban episodios de continua tensión.

Dado que muchos participantes del mercado están ignorando estas señales de alarma, tal vez sea necesario adoptar una perspectiva diferente.

Según el famoso experto estadístico británico George Box, todos los modelos son inherentemente defectuosos, ya que, por naturaleza, están anclados en el pasado. Ahora bien, comprender esos defectos resulta valioso, ya que permite ajustar las ponderaciones o el énfasis puesto en diversos datos, en función de las diferencias y las circunstancias supuestas o percibidas en comparación en el pasado.

Ratio precio-ventas

Hemos mencionado antes la burbuja de las «punto.com», que estalló hace más de 20 años. Muchos de los inversores de hoy en día no gestionaban carteras por aquel entonces, aunque la mayoría de ellos están al menos familiarizados con las circunstancias que rodearon ese episodio histórico.

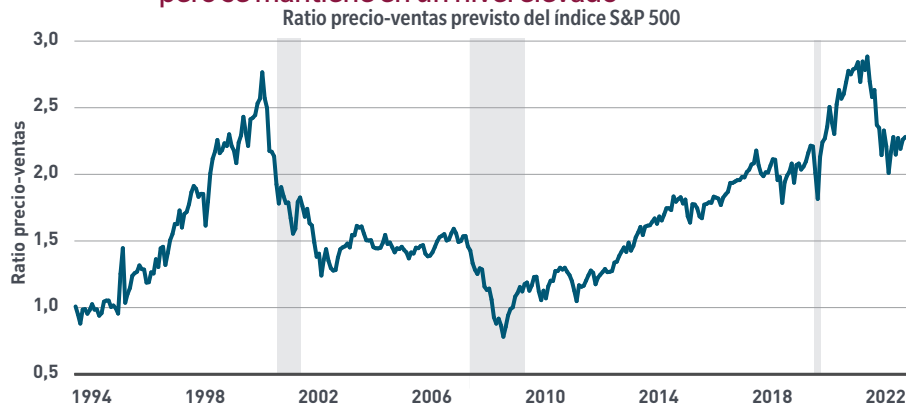
Lo que se suele recordar son las valoraciones elevadas de las empresas cuyo nombre terminaba en «.com.» o «.net». Sin embargo, lo que suele pasarse por alto es el enorme ciclo de capital creado por Internet. En cada escritorio se colocaba un ordenador, que se conectaba con otros ordenadores a través de Internet. Esto catalizó un ciclo de inversión empresarial que provocó un explosivo crecimiento económico y de las ventas. No obstante, las valoraciones eran tan desproporcionadas que, pese al enorme crecimiento, las acciones resultaban carísimas incluso en términos del ratio precio-ventas.



En cambio, el ciclo económico posterior a 2008 fue totalmente distinto. No existía un ciclo de gastos de capital. Los temores de deflación, la menor velocidad del dinero y la débil demanda final desviaron el capital corporativo prestado desde la inversión fija (p. ej.: equipos) hacia las recompras de acciones, el aumento de los dividendos y las adquisiciones. Esa confluencia de factores se tradujo en el ciclo económico más débil de más de un siglo, así como en un crecimiento de las ventas históricamente anémico. Con todo, las acciones mostraron un comportamiento magnífico, puesto que las empresas lograron impulsar la rentabilidad reduciendo los costes en un entorno caracterizado por unos menores gastos por intereses, la deslocalización de la mano de obra y la reducción de la inversión fija. Ahora bien, ese régimen llegó a su fin en 2022, y la tendencia favorable a los beneficios procedente de unos tipos reducidos, la deslocalización y una inversión insuficiente no solo se ha terminado, sino que se ha invertido.

Teniendo en cuenta el enfoque cortoplacista y lineal que adoptan muchos inversores en renta variable, tal vez los ratios PER a 12 meses vista y el rendimiento de los beneficios subestiman los riesgos. Basándonos en los argumentos de George Box, el gráfico 3 muestra el ratio precio-ventas del índice S&P 500 desde mediados de la década de 1990.

Gráfico 3: El ratio precio-ventas no se acerca a su nivel máximo, pero se mantiene en un nivel elevado



Fuente: FactSet. Datos mensuales del 31 de enero de 1994 al 30 de junio de 2023. Previsto = a 12 meses vista. Zonas sombreadas = Recesión en EE. UU.

Como indicamos antes, pese a la era de alto crecimiento de los años 90, las acciones resultaban caras incluso según este parámetro basado en el crecimiento. Como cabía esperar, dada la endeblez de la economía y del crecimiento de las ventas en todo el ciclo económico posterior a 2008, el ratio se incrementó hasta alcanzar máximos que no se observaban desde el punto álgido de la crisis de las «punto.com». El ratio precio-ventas cayó en cierta medida en 2021 debido al crecimiento registrado después de los confinamientos gracias a los estímulos fiscales y monetarios, que ya se ha desvanecido, y está registrando una nueva aceleración, ya que los precios de las acciones se han incrementado en 2023.



Conclusión

Las acciones son caras según los parámetros de valoración tradicionales. No obstante, la visión de conjunto presenta más matices. El régimen de reducidos costes de capital ha llegado a su fin, ya que los niveles de deuda acumulados tendrán que ser financiados a un coste más elevado, lo que reducirá el flujo de caja libre. El régimen de mano de obra barata ha llegado a su fin. Y el régimen de cadenas de suministro sobrecargadas e inversión insuficiente en sistemas (energías) más limpios para llevar un negocio ha llegado a su fin.

Si retomamos el axioma de George Box sobre modelos defectuosos pero valiosos en cierta medida, considero que podemos analizar la valoración desde una perspectiva similar. Cada ciclo económico y cada entorno de mercado es diferente, y estas idiosincrasias influyen la utilidad de varios parámetros de valoración; por ello, un amplio abanico de medidas de valoración, y comprender los defectos de cada una de ellas, puede resultar instructivo.

Nos hemos adentrado en un nuevo régimen. Un régimen en el que el capital y la mano de obra son más escasos que en ningún otro momento desde 2009. Un régimen en el que no todas las empresas lograrán obtener unas ganancias superiores a los nuevos o normalizados costes de los insumos. Un régimen de mayores impagos de préstamos y bonos, reestructuraciones de capital y bancarrotas. Las herramientas necesarias para afrontar con éxito el régimen actual son muy diferentes de las del pasado. Como George Box podría haber sugerido, conviene reconocer que todos los modelos sobre valoración y fundamentales son defectuosos, pero algunos todavía podrían ser de utilidad. Los inversores tendrán que esforzarse mucho más y es posible que les resulte beneficioso utilizar un abanico de herramientas no solo relativas a la valoración, sino también a los fundamentales, que les sirva de guía en este ciclo. ▲

El **ratio precio-beneficios** se calcula dividiendo el precio por acción de una empresa entre el beneficio por acción.

El **ratio precio-ventas** mide el valor de una empresa en relación con su volumen total de ventas anuales.

El **índice S&P 500** mide la rentabilidad de las 500 compañías cotizadas en bolsa de mayor tamaño de Estados Unidos que participan en el mercado estadounidense de renta variable.

El **Nasdaq 100** es el índice que agrupa las cien acciones no financieras más grandes cotizadas en la bolsa de valores NASDAQ.

«Standard & Poor's®» y «S&P®» son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC («S&P») y Dow Jones es una marca registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC («Dow Jones»); S&P Dow Jones Indices LLC cuenta con la debida licencia para la utilización de estas marcas registradas, y MFS dispone de la adecuada sublicencia para determinados fines. El índice S&P 500® es un producto de S&P Dow Jones Indices LLC, y MFS cuenta con la debida licencia para su utilización. Ni S&P Dow Jones Indices LLC, ni Dow Jones, ni S&P ni sus respectivas entidades afiliadas patrocinan, avalan, venden o promocionan los productos de MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P y sus respectivas entidades afiliadas tampoco ofrecen garantía alguna respecto de la conveniencia de invertir en tales productos.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** - MFS Investment Management; **América Latina** - MFS International Ltd.; **Canadá** - MFS Investment Management Canada Limited. Ninguna comisión de valores o autoridad reguladora similar en Canadá ha revisado este comunicado.

Se ruega tener en cuenta que en Europa y Asia-Pacífico, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a profesionales de la inversión y clientes institucionales.

Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza: Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l.

(MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local.

Singapur - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** - MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el período de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión.