

Renta variable o renta fija, ¿qué mercado se equivoca?

Autor



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

En resumen

- O los rendimientos reales en Estados Unidos son demasiado elevados, o las valoraciones de la renta variable están muy por encima de su valor razonable.
- Pero ¿qué pasa si las valoraciones de la renta variable reflejan las previsiones de la IA? La historia indica que las empresas consolidadas no siempre ganan.
- Ante este nuevo paradigma, las que estén menos preparadas fracasarán y cederán sus ingresos y sus fuentes de beneficios a las más capacitadas.

Un gran inversor dijo una vez «toda inversión es una inversión en valor». Y estaba en lo cierto, puesto que ha quedado demostrado que pagar un precio excesivo supone un obstáculo complicado de superar. La dificultad radica en evaluar qué es el «valor» verdadero dado el amplio abanico de variables implicadas que pueden incidir en el futuro de cualquier negocio, nuevo o existente, en especial en un mundo cambiante.

Casi nunca escribo sobre las valoraciones del mercado de renta variable, como el ratio precio/beneficios de los últimos o próximos doce meses, principalmente porque no son medidas del valor. Son indicadores que solo se utilizan para comparar el valor relativo entre grupos de activos financieros. Se trata de relaciones matemáticas a corto plazo de las que han abusado los inversores que no disponen de la capacidad o el tiempo necesarios para comprender íntegramente los entresijos de un negocio y su valor empresarial.

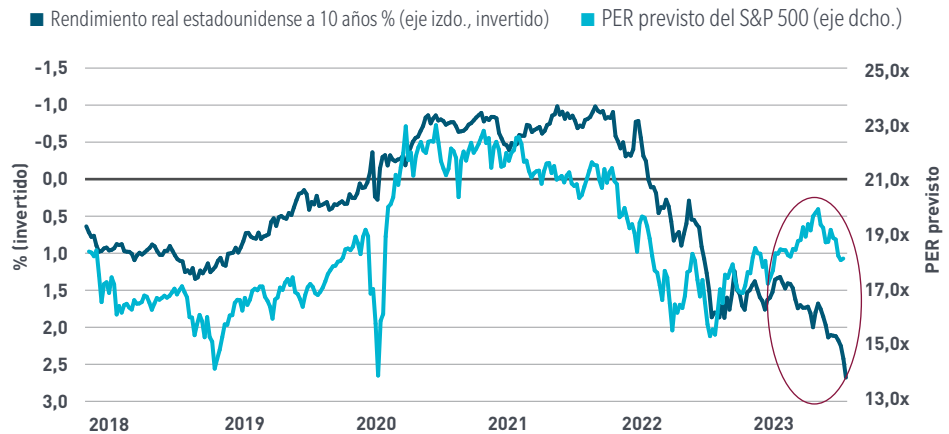
Sean públicos o privados, de renta variable o renta fija, todos los activos de riesgo deben compensar a los inversores por la posibilidad de pérdida de capital, así como por su tiempo. El capitalismo solo funciona cuando ahorradores e inversores reciben compensación por tener su dinero bloqueado. Los tipos de interés representan el precio del tiempo, y están integrados en el valor de todos y cada uno de los activos de riesgo. Esto explica por qué existe una relación entre los tipos de interés y las valoraciones de los activos.

Esa relación se ha roto

La línea azul oscuro, medida por el eje izquierdo, representa el rendimiento (invertido) del valor del Tesoro estadounidense protegido frente a la inflación (TIPS) a 10 años. Usamos este dato como una representación de los tipos reales previsto en Estados Unidos. La línea azul claro, medida por el eje derecho, es el ratio precio/beneficios a doce meses del S&P 500.



Gráfico 1: O los rendimientos reales son demasiado altos, o las valoraciones de la renta variable están muy por encima de su valor razonable.



Fuente: Bloomberg. Datos semanales desde el 5 de enero de 2018 hasta el 6 de octubre de 2023. El PER previsto es a 12 meses vista. El rendimiento real de los títulos del Tesoro de EE. UU. a 10 años se obtiene de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años y un valor protegido contra la inflación. 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.

La relación es sencilla. Cuando los tipos de interés bajan, el valor de los flujos de caja futuros aumenta e impulsa al alza las valoraciones de la renta variable. En el gráfico se ve muy claro. El confinamiento durante la pandemia dio vía libre a los bancos centrales para adoptar más medidas de represión financiera. Los rendimientos reales retrocedieron y pasaron de estar alrededor del 1% antes de la pandemia a entrar ligeramente en terreno negativo después, y los activos de riesgo respondieron de forma favorable.

La relación funciona también en el sentido opuesto. Tras la acusada inflación de 2022, las valoraciones de las acciones se desplomaron para compensar a los inversores por la mayor competitividad de los rendimientos libres de riesgo.

El círculo señala el momento en que se rompe esta relación general. O bien los rendimientos reales se hallan en niveles demasiado altos, habida cuenta que el valor normal desde una perspectiva histórica es del 2%, o bien las valoraciones de la renta variable están muy por encima de su valor razonable. En otras palabras, el mercado de renta fija indica algo muy diferente de lo que señala el mercado de renta variable.

Si el mercado de renta fija está en lo cierto, ¿qué no refleja el mercado de renta variable?

La situación que ha subsistido durante varias décadas (capital abundante y asequible, mano de obra barata y reducido gasto de capital) y que catapultó los márgenes de beneficios a máximos históricos ha tocado a su fin. La falacia de la extrapolación también puede ser un factor a tener en cuenta, puesto que los inversores en renta variable están convencidos de que esos vientos favorables para los beneficios no amainarán.

Sin embargo y por desgracia, ahora el viento sopla en contra de los beneficios. El crédito escasea y se ha encarecido. Si bien el apalancamiento neto de las empresas parece correcto dados los beneficios pasados, los inversores deberían considerar el apalancamiento en relación con unos beneficios normalizados, no en niveles máximos. Además, aunque gran parte de la deuda llegó al vencimiento durante la pandemia, los acontecimientos de crédito no suelen estar relacionados con muros de vencimiento, sino con estructuras de capital insostenibles. A medida que nos acercamos a 2024, los inversores empezarán a incorporar lo que ya son unos costes de capital sustancialmente más elevados en sus modelos de flujo de caja libre. El elevado endeudamiento que se ha acumulado durante muchos años se empleó para acelerar los flujos de caja existentes en lugar de invertir en nuevos flujos de ingresos. Es probable que haya que devolver esa deuda, a un coste mucho mayor y con menos ingresos.



La mano de obra también escasea actualmente y representa un gasto considerable que incidirá en los beneficios futuros. Este año, en EE. UU. se presenta una bancarrota cada uno o dos días hábiles de media porque las empresas sucumben bajo el peso de su deuda o, simplemente, porque sus modelos de negocio no son viables en un mundo con limitaciones de capital. Los costes laborales deberían normalizarse a medida que se restablezca el equilibrio, pero el proceso puede ser largo. Hasta entonces, los costes de la mano de obra supondrán una rémora para la rentabilidad.

¿Y si el mercado de renta fija se equivoca?

¿Podría ser que la diferencia de valoración sea una prima de la inteligencia artificial y que el mercado de renta fija esté infravalorando sus efectos?

Si bien no podemos desdeñar esta posibilidad, la historia ha puesto de manifiesto que las ganancias de productividad acaban desplazadas por la competencia. Aunque las empresas experimenten un aumento inicial de los beneficios gracias a las nuevas tecnologías y la mano de obra sea capaz de producir más con menos, la llegada de nuevos operadores con nuevas ideas suele cambiar la dinámica sectorial y esas ganancias se desinflan.

Las empresas disruptoras e innovadoras suelen sacar partido de las nuevas tecnologías y usurpan la propuesta de valor de las compañías establecidas. Podríamos decir que, si bien la inteligencia artificial podría cambiar radicalmente cómo funciona la sociedad, también podría propiciar la aparición de un grupo de empresas totalmente nuevo capaz de hacer mella en algunas de las compañías existentes que están muy presentes en los índices de referencia. Por eso nos mantenemos firmes en nuestra convicción sobre el futuro valor de la gestión activa.

Durante el próximo periodo de tensión financiera, ¿volverán los bancos centrales a adoptar medidas de represión financiera y socialización de las pérdidas?

Aunque todo presenta cierto grado de probabilidad, en este caso nos parece escasa. Conviene comparar lo que se quiere hacer con las limitaciones a las que se enfrenta. Es decir, los responsables políticos quizá «quieran» reprimir los tipos, ¿pero pueden hacerlo?

En comparación con episodios anteriores, las economías más avanzadas se enfrentan a los ratios de deuda/PIB más elevados de la historia y a unos déficits presupuestarios cada vez mayores. Estos factores introducen una nueva limitación potencial para los responsables políticos, puesto que es evidente que los «justicieros» de la renta fija han vuelto tras años de inactividad. Los gobiernos, al igual que los activos de riesgo, deben competir por el capital de los ahorradores y ahora ellos también están a merced del mercado de renta fija.

Conclusión

Por un sinfín de razones, los mercados de renta variable suelen reflejar con retraso los resultados financieros indeseados. Quienes lean asiduamente estos artículos recordarán comentarios anteriores al respecto. Aunque los tipos, ya sean cortos o largos, nominales o reales, fluctúen en cierta medida al alza o a la baja, el paradigma ha cambiado, y ahora nos parece muy poco probable que los tipos regresen a los reducidos niveles prepandémicos.

Este paradigma diferirá del anterior. Los negocios menos adaptados lograron sobrevivir gracias a la contención de los costes. Pero los costes han dejado de estar contenidos y tienden al alza, lo que se traduce en tensión. Ante este nuevo paradigma, las empresas que estén menos preparadas fracasarán y cederán su cuota de ingresos y sus fuentes de beneficios a las más capacitadas.

Los inversores que sean capaces de discernir qué empresas ofrecen valor real de las que no se hallarán en una posición envidiable en comparación con el mercado general. ▲



Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

«Standard & Poor's®» y S&P «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 periodo 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.