

## Market Clip

03 de Octubre de 2019  
Ignacio Dolz de Espejo

### Tipos de interés y valoración de las bolsas

#### Introducción

La semana pasada fue relativamente tranquila para los mercados, aunque más mediática por el anuncio del impeachment del partido demócrata a Donald Trump. También hubo ruido con el problema de falta de liquidez del mercado de repos americano, donde la FED sigue inyectando liquidez diariamente. Parece ser que sólo es un problema de procesos y nada grave.

*“La semana pasada fue relativamente tranquila para los mercados”*

Sin embargo, el martes de esta semana se publicó un dato francamente malo sobre la actividad manufacturera en Estados Unidos. El PMI manufacturero fue de 47,8 frente a la expectativa de 50. El nivel no sólo es malo per se, sino que es el peor dato en 10 años y nos indica que el sector industrial de EE.UU. también está en contracción. Además, el componente de empleo de dato fue muy malo, 46,3, lo que puede estar adelantando un menor ritmo de creación de empleo. Esta relación es clave; hasta ahora, las economías desarrolladas están aguantando porque el crecimiento del consumo está compensando la debilidad industrial. Pero si el empleo empieza a corregir, las cosas pueden ir a peor.

*“Vamos a intentar discernir si un mundo con tipos de interés más bajos justifica valoraciones más elevadas de las bolsas”*

### Tipos de interés y valoración de las bolsas

En las siguientes líneas vamos a intentar discernir si un mundo con tipos de interés más bajos justifica valoraciones más elevadas de las bolsas. Pretendemos explicar, de manera accesible, la importancia de asumir o no que los tipos de interés seguirán bajos durante mucho tiempo en la valoración de acciones.

1. PMI Manufacturero, EEUU vs resto del mundo



Fuente: Morgan Stanley

2. Trump será sometido a una investigación



Fuente: Bloomberg

## Descuento de flujos de caja como método de valoración y su relación con la tasa de descuento

Uno de los métodos más utilizados para valorar empresas es el descuento de flujos de caja, otro es el descuento de dividendos; vamos a centrarnos en el primero. Es un método que consiste en valorar una empresa por la capacidad de esta de generar flujos de caja libres en el futuro. Para realizar la valoración correctamente, esos futuros flujos deberán ser actualizados a valor presente. El método más habitual consiste en proyectar un crecimiento estimado de los beneficios de la compañía a corto plazo y añadirle un valor residual consistente en extrapolar un crecimiento más bajo a perpetuidad. Posteriormente descontamos todos esos flujos a valor actual utilizando una tasa de descuento. Por esa razón, a la hora de valorar una empresa, tan importante es estimar correctamente los beneficios futuros, como la tasa de descuento que utilizemos.

*“La tasa de descuento es el coste que se aplica para determinar el valor actual de un pago futuro”*

### ¿Qué es la tasa de descuento?

Es el coste que se aplica para determinar el valor actual de un pago futuro.

Ante la promesa de recibir dinero en el futuro, tenemos la incertidumbre de si la vamos a recibir o no, ya que puede surgir algún problema que impida que recibamos ese dinero.

Por eso, cuánto más lejano está el dinero que vamos a recibir menos valdrá en el presente.

En resumen, la tasa de descuento recoge el valor temporal del dinero y una prima de riesgo ligada al grado de incertidumbre.

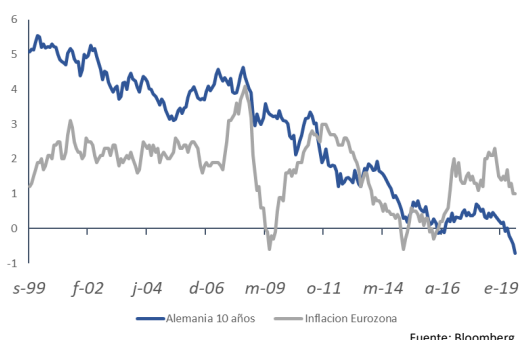
*“El coste de los fondos propios es más elaborado; depende de la rentabilidad del activo libre de riesgo más la prima de riesgo asociada al activo en cuestión”*

### ¿Cómo calculamos la tasa de descuento o coste del capital?

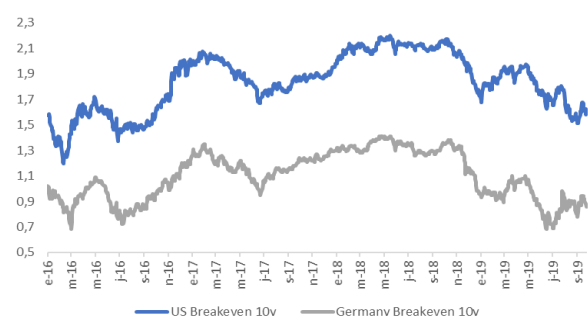
Normalmente se utiliza como tasa de descuento el coste del capital, financiado a través de varias fuentes: emitiendo acciones (fondos propios) o deuda (financiación bancaria y/o bonos).

Esa financiación tiene distintos costes en función de la fuente. La tasa de descuento o coste del capital es el coste medio ponderado al que una empresa se financia. Por tanto, para calcular la tasa de descuento, deberemos conocer el coste de la deuda y el coste de los fondos propios.

**3. La inflación y los tipos han ido cayendo**



**4. Las expectativas de inflación también han caído.**



El coste de la deuda es fácil de calcular, es el coste medio ponderado de la deuda emitida por la empresa y la que le financian los bancos.

El coste de los fondos propios es más elaborado; depende de la rentabilidad del activo libre de riesgo más la prima de riesgo asociada al activo en cuestión.

Lo que queremos destacar de todo lo anterior es que, a la hora de estimar el valor de una empresa, es importantísima la tasa de descuento que apliquemos y que, para calcularla, es fundamental que valor imputemos a la tasa libre de riesgo. Cuanto menor sea, mayor será el valor de la compañía.

Y aquí viene la clave de este artículo. Normalmente se utiliza la rentabilidad del bono a 10 años como tasa libre de riesgo. Hace unos años, el bono español pagaba un 4%. Hoy su rentabilidad es cero. Si asumimos que los tipos van a seguir muy bajos mucho tiempo, y reducimos la tasa libre de riesgo, la valoración de las compañías debería ser bastante más elevada. No sólo por su atractivo relativo, sino porque con menores tipos, las empresas se financian más barato.

Para ser consistentes, debemos tener en cuenta que, como los tipos de interés dependen en gran medida de la inflación y del crecimiento económico, un mundo con tipos crónicamente bajos teóricamente debería tener un crecimiento económico y de los beneficios empresariales también crónicamente bajos... justificando un equilibrio en las valoraciones. Sin embargo, tipos y beneficios afectan de manera asimétrica a los diferentes sectores económicos. Las compañías más estables tendrían un mayor efecto en sus valoraciones vía menor tasa de descuento, y las más cíclicas, un mayor perjuicio por descontar menores beneficios. En el fondo, es lo que están descontando en estos momentos los mercados.

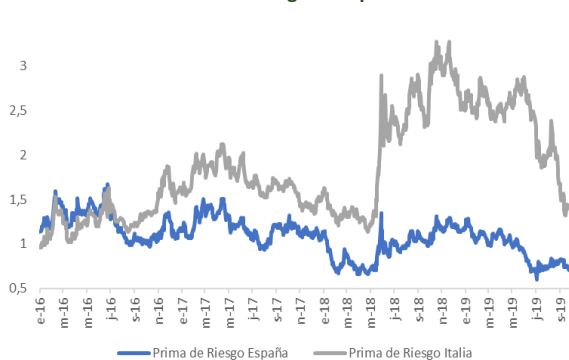
No consideramos que nosotros debamos cambiar completamente la forma en que valoramos las empresas por una u otra causa, pero sí es nuestra responsabilidad intentar entender lo que está haciendo el mercado.

Eso nos ha llevado a ver un suelo más cercano a los mercados en el caso de que se produzca una corrección, y a estar aún más predispuesto para comprar si tenemos una oportunidad.

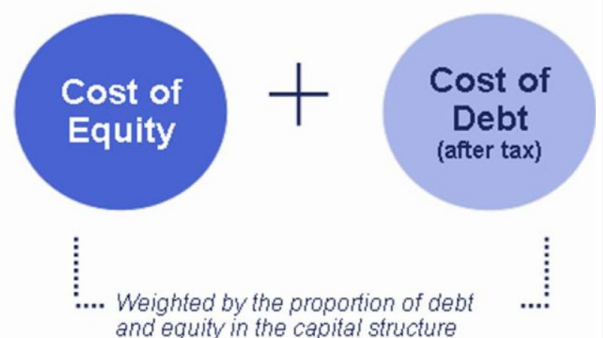
*“Si asumimos que los tipos van a seguir muy bajos mucho tiempo, y reducimos la tasa libre de riesgo, la valoración de las compañías debería ser bastante más elevada”*

*“Un mundo con tipos crónicamente bajos teóricamente debería tener un crecimiento económico y de los beneficios empresariales también crónicamente bajos... justificando un equilibrio en las valoraciones”*

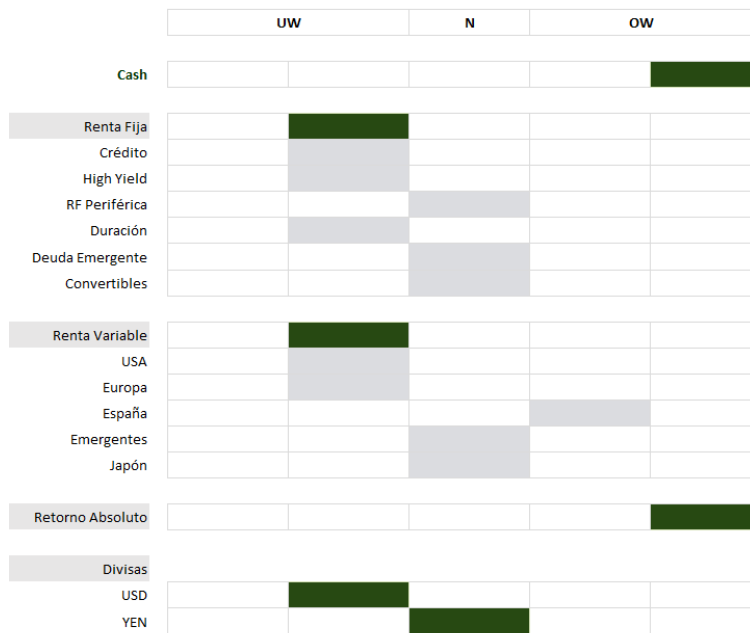
5. Primas de riesgo de España e Italia



Fuente: Bloomberg



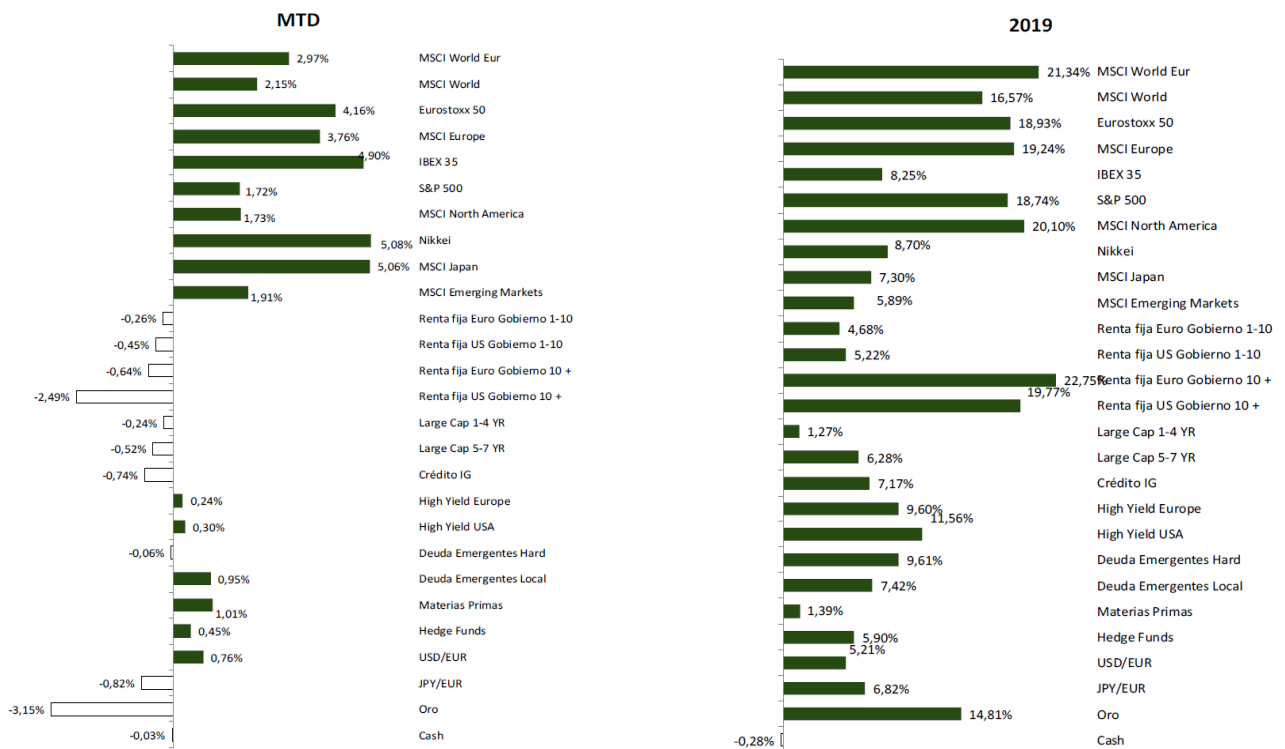
## Ponderación de las carteras respecto a los índices



Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

Fuente: Alantra Wealth Management

## Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 30/09/2019)  
 Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Indices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)  
 Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

## Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email [lopdw@alantra.com](mailto:lopdw@alantra.com)

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslo a través de la dirección del email [lopdw@alantra.com](mailto:lopdw@alantra.com)

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

[www.alantrawealthmanagement.com](http://www.alantrawealthmanagement.com)

A Coruña ■ Barcelona ■ Bilbao ■ Madrid ■ San Sebastián ■ Sevilla ■ Zaragoza