

Market Clip

10 de Septiembre de 2020
Ignacio Dolz de Espejo

¿Corrección o rotación?

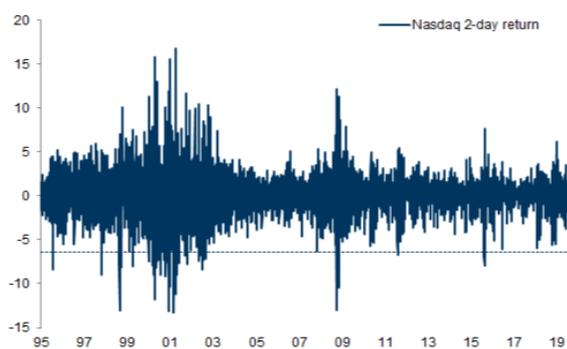
La semana pasada los mercados de renta variable tuvieron una relevante corrección, concentrada en jueves y viernes, liderada por la tecnología en EE.UU. Un rebote a última hora del viernes hizo que la corrección del S&P 500 fuese de sólo un 2,3% y la del Nasdaq de un 3,3%, pero la tecnología americana llegó a corregir un 11,5% de máximo a mínimo dentro de la semana. Los últimos días ha continuado la volatilidad, con importantes correcciones de la tecnología y posteriores rebotes como el de ayer miércoles. Recientemente se ha sabido que el conglomerado japonés Softbank ha estado comprando este verano masivamente opciones individuales de los grandes valores tecnológicos, probablemente ayudando a impulsar el reciente rally al forzar a los brokers que le daban contrapartida a cubrir su riesgo comprando las acciones. El problema de estas estrategias suele ser que deshacerlas conlleva mucha dificultad, especialmente si, como es el caso, el mercado sabe que tienes que hacerlo. Ahora Softbank está deshaciéndose de esas posiciones, forzando de nuevo a sus contrapartidas a vender y dejándonos como consecuencia mucha volatilidad en el sector tecnológico. En la semana el Euro Stoxx 50 cayó un 1,6% y el IBEX 35 un 2%. El crédito europeo se mantuvo estable y vimos una caída de las rentabilidades (subida en precio) de la deuda gubernamental por la percepción de mayor riesgo. **La duda que se genera tras este último movimiento del mercado es si es sólo una rotación temporal (en que la tecnología lo ha hecho peor que otros sectores), si dicha rotación sectorial continuará, o si es sólo el principio de una corrección.** Lo repasamos con profundidad más adelante.

“El sector tecnológico americano llegó a corregir un 11,5% de máximo a mínimo dentro de la semana”

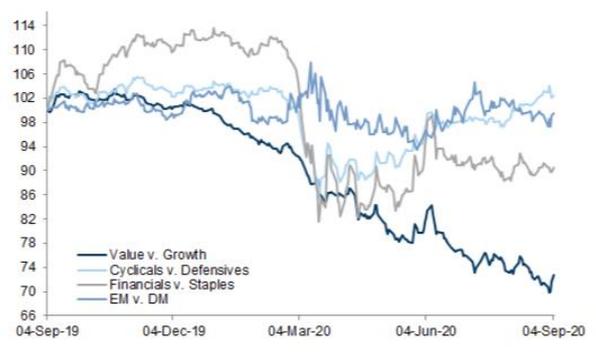
“El BCE, tiene un papel complicado, el euro se ha apreciado contra el dólar y Lagarde deberá convencer a los más conservadores para ser más laxos y tomar medidas similares a las que ha puesto en marcha la Reserva Federal. De lo contrario, el euro podría seguir apreciándose complicando la situación”

En otro orden de cosas, el jueves hay reunión del BCE. Este también **está revisando su marco de actuación para, entre otras cosas, “evitar efectos colaterales negativos no deseados de la política monetaria”**. Su presidenta, Lagarde, tiene un papel complicado ya que en un escenario en el que el euro se ha apreciado contra el dólar, posiblemente frenando la recuperación de la zona euro, deberá convencer a los más conservadores del bloque para ser más laxos y tomar medidas similares a las que ha puesto en marcha la Reserva Federal. De lo contrario, el euro podría seguir apreciándose complicando la situación.

1. La corrección del Nasdaq de jueves y viernes fue importante en términos históricos



2. Evolución de los estilos de inversión en el MSCI World



¿Corrección o rotación?

La caída de la tecnología con un buen comportamiento relativo de los sectores más baratos de los índices supone el tercer intento de sobresalir de los sectores más “value” en los últimos meses. Sin embargo, esta vez fue diferente: un escenario de corrección relevante de la tecnología no llevó a caídas relevantes de Europa ni del value, que aguantaron mucho mejor. Por tanto, algunos están recuperando la esperanza de que los sectores más baratos, impactados por disrupción o por el Covid 19, puedan empezar a comportarse muy bien los próximos meses. Que la tecnología se quedase atrás durante la siguiente fase alcista dejando paso al resto de sectores sería una buena noticia, pues permitiría que los índices se revalorizasen con más cohesión, pero también cabe la posibilidad de que vivamos una corrección generalizada tras el fuerte rebote de los últimos meses.

“Las compañías growth serían aquellas en las que el inversor espera un rápido crecimiento de los beneficios. Los gestores que siguen este tipo de estilo, teóricamente no se fijan tanto en la valoración de las compañías, sino en su potencial de crecimiento”

¿Qué es “growth” y qué es “value” a la hora de invertir en bolsa?

Las compañías “growth” serían aquellas en las que el inversor espera un rápido crecimiento de los beneficios. Los gestores que siguen este tipo de estilo, teóricamente, no se fijan tanto en la valoración de las compañías, sino en su potencial de crecimiento. Este tipo de compañías son especialmente atractivas en el entorno actual, ya que, en un mundo con poco crecimiento y una baja rentabilidad de la mayor parte de los activos, tener crecimiento aumenta sustancialmente el atractivo relativo de estos activos.

Las empresas que compraría un inversor “value” son aquellas que cotizan a valoraciones muy atractivas en términos relativos. Los gestores value tratan de aprovechar los descuentos con los que, según sus estimaciones, estarían cotizando estos valores con la esperanza de que en el futuro el mercado las ponga en precio.

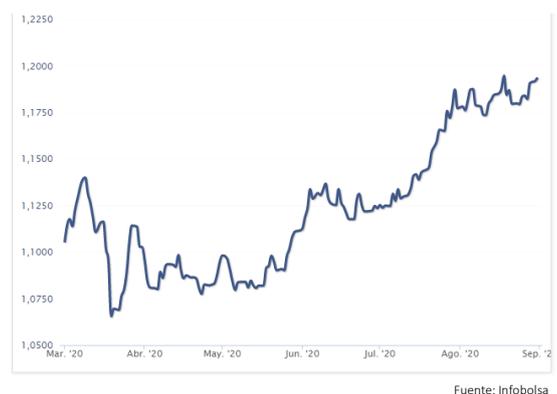
No obstante, no es tan sencillo. Si lo vemos de otra manera, ¿quién estaba comprando una compañía barata en 2010, el que compraba Inditex o Google (aparentemente caros entonces) o el que compraba Deutsche Bank? Si el inversor growth acierta en su estimación del ritmo de crecimiento de los beneficios de las compañías que compra, a la larga, habrá comprado barato. Sin embargo, si el inversor value adquiere empresas aparentemente baratas pero cuyos beneficios no crecen o que están en una situación complicada, podrían seguir baratas al cabo de los años.

“Las empresas que compraría un inversor value son aquellas que cotizan a valoraciones muy atractivas en términos relativos”

3. El crecimiento sigue comportándose mejor, especialmente en EE.UU. por la tecnología



4. Fuerte depreciación del dólar contra el euro



Con el Covid 19 surgen otras “variaciones” que complican aún más el tema. No sólo hay que optar entre growth y value, sino entre **cíclicas y defensivas**, entre aquellos en disrupción y los que están “a salvo”, y entre sectores especialmente impactados por el Covid 19 y otros que se han mantenido. Lógicamente, al haber entrado en recesión, los sectores más cíclicos están sufriendo más que los defensivos y, en teoría, cotizan a precios más atractivos, pero algunos de esos cíclicos además están sometidos a un **proceso disruptivo**: los fabricantes de coches por la aparición del coche eléctrico, los bancos por la falta de capacidad de generar rentabilidad en un entorno de tipos cero, el petróleo por las corrientes ESG... Por último, hay algunos sectores especialmente impactados por el Covid 19: turismo, restauración y viajes entre otros. Todos estos estilos se entremezclan, y más en una situación tan especial como la actual.

Las preguntas que se hacen los inversores (entre otras) son:

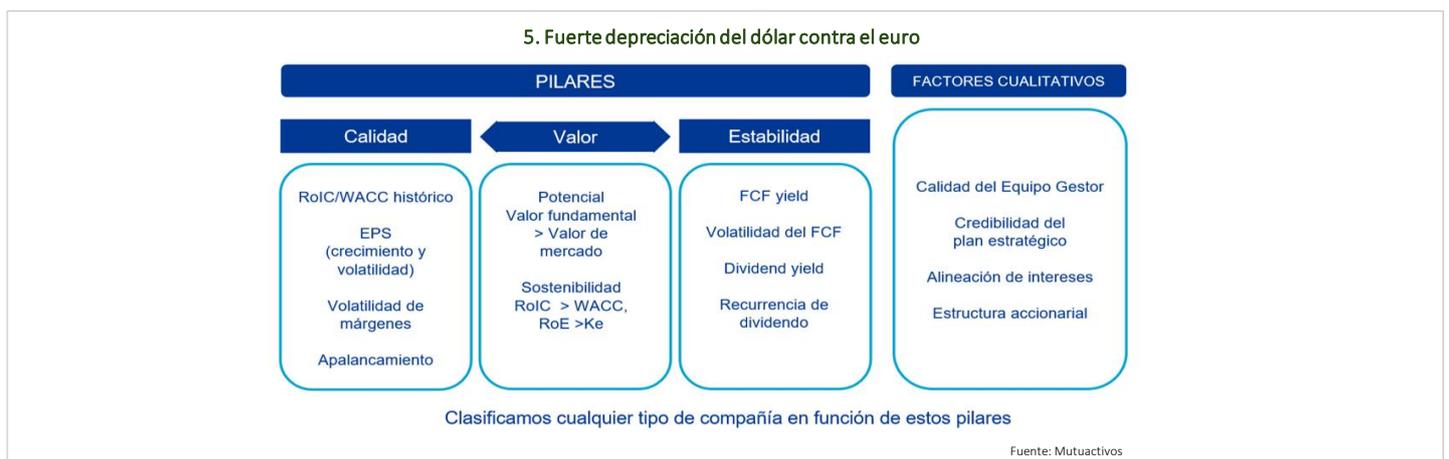
- ¿Si los tipos siguen así indefinidamente, cuánto se puede llegar a pagar por una compañía que crece?
- ¿Tiene sentido que haya sectores enteros cotizando con valoraciones mínimas históricas cuando los de crecimiento lo hacen en máximos?
- Y sobre todo: ¿Qué va a ocurrir cuando pase la enfermedad? ¿Veremos un resurgir de lo cíclico y lo más afectado por el Covid o seguirá reinando la tecnología porque seguiremos en un mundo de tipos bajos?

Es francamente complicado contestar y creemos que no hay una solución mágica, sino que hay que convivir buscando valor en todas las oportunidades y diversificando la cartera porque nadie sabe cómo va a reaccionar el mercado.

Nosotros no somos fanáticos del “growth” ni del “value”. Lo que hemos hecho durante esta crisis ha sido rotar las carteras hacia compañías de gran calidad y con buena situación patrimonial que se han visto particularmente castigadas por estar enmarcadas en sectores muy expuestos al ciclo y que nos han permitido comprarlas a precios razonables. Aunque a corto plazo sus negocios se vayan a ver afectados por la complicada situación económica, creemos que su solidez financiera y sus ventajas competitivas les permitirán recuperarse sin problemas cuando la enfermedad “desaparezca” o la economía repunte.

“Nosotros nos somos fanáticos del growth ni del value. Lo que hemos hecho durante esta crisis ha sido rotar las carteras hacia compañías de gran calidad y con buena situación patrimonial que se han visto particularmente castigadas por estar enmarcadas en sectores muy expuestos al ciclo y que nos han permitido comprarlas a precios razonables”

Aprovechamos para recordar cuál es nuestro enfoque de inversión en renta variable.



Al igual que todos los gestores, nosotros intentamos comprar empresas que coticen en bolsa a un precio inferior a su valor fundamental, es decir, que tengan potencial. Desde ese punto de vista, se podría considerar que somos inversores value; pero nosotros no solo nos centramos en el descuento sobre el valor en libros, sino que damos mucha importancia a la creación de valor. Consideramos que una compañía que cotice a múltiplos elevados pero que sea capaz de generar un crecimiento de beneficios elevado puede tener más potencial que otra con múltiplos de valoración más atractivos pero con escaso crecimiento de sus beneficios. Para dicho análisis, muy profundo, nos apalancamos mucho en las capacidades que nos otorga la experiencia de un equipo de seis gestores con especialización sectorial.

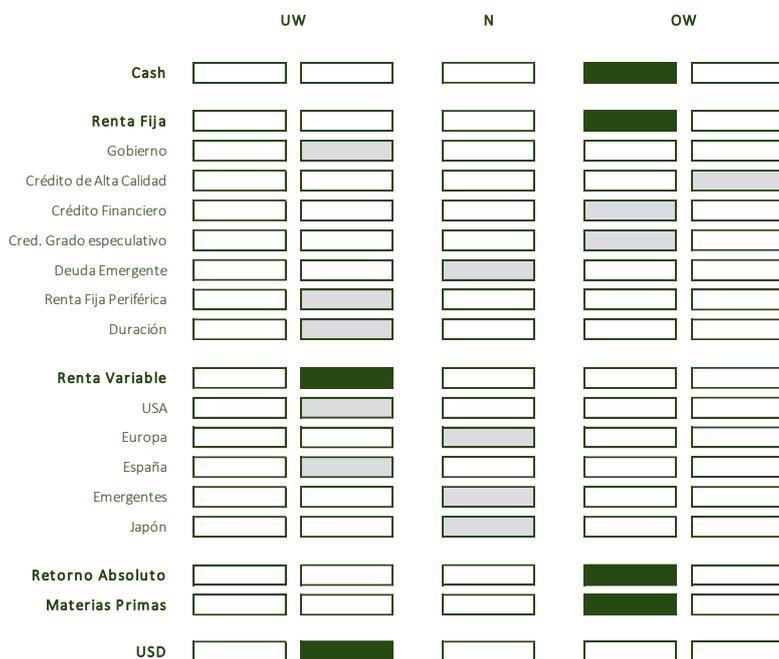
Además de a la valoración y la capacidad de generar valor damos mucha importancia a la calidad y la estabilidad:

- Con el **criterio de valoración** (y generar valor) analizamos el potencial de la empresa teniendo en cuenta múltiples variables.
- Con el de **criterio de calidad** medimos si la compañía es sostenible: si su apalancamiento es razonable, si históricamente ha cubierto su coste de capital o si ha sido muy volátil, entre otras cuestiones.
- Por último, examinamos la estabilidad de la empresa midiendo la caja que genera después de gastos operativos y capex: el free cash flow. Nos interesa que este sea elevado y recurrente, y que se transforme en un buen dividendo.

Para nosotros son importantes los tres criterios, no solo la valoración. Una compañía puede estar cotizando a un precio aparentemente muy atractivo, pero si es muy volátil o está en un sector en disrupción y no cubre su coste de capital o tiene un mal equipo de gestión, mañana, probablemente, cotice a un precio más bajo y aún más atractivo.

“Además de a la valoración y la capacidad de generar valor damos mucha importancia a la calidad y la estabilidad”

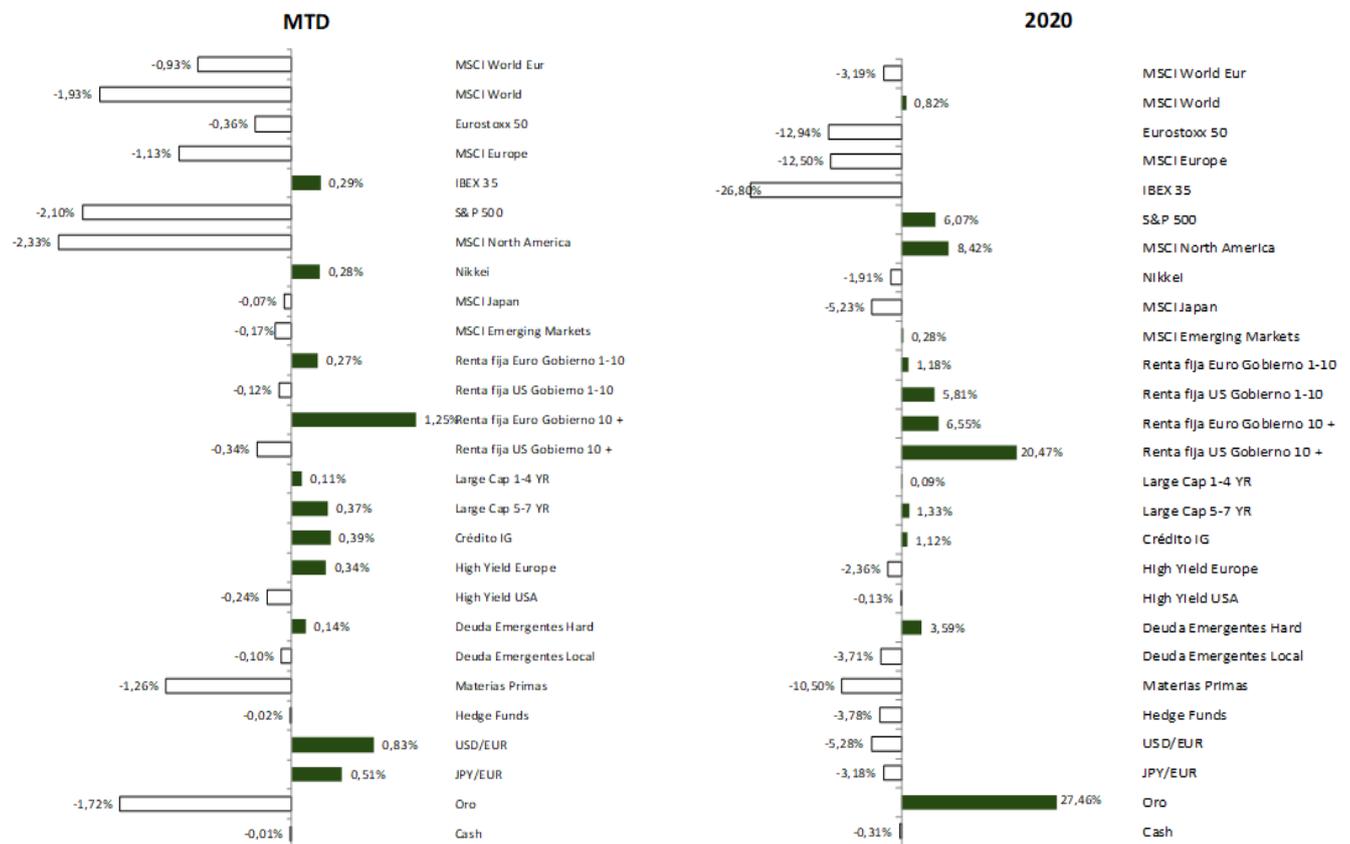
Ponderación de las carteras respecto a los índices



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 04/09/2020)

Índice Hedge Funds: HFRX Global Hedge

Índice de 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

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email 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

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