

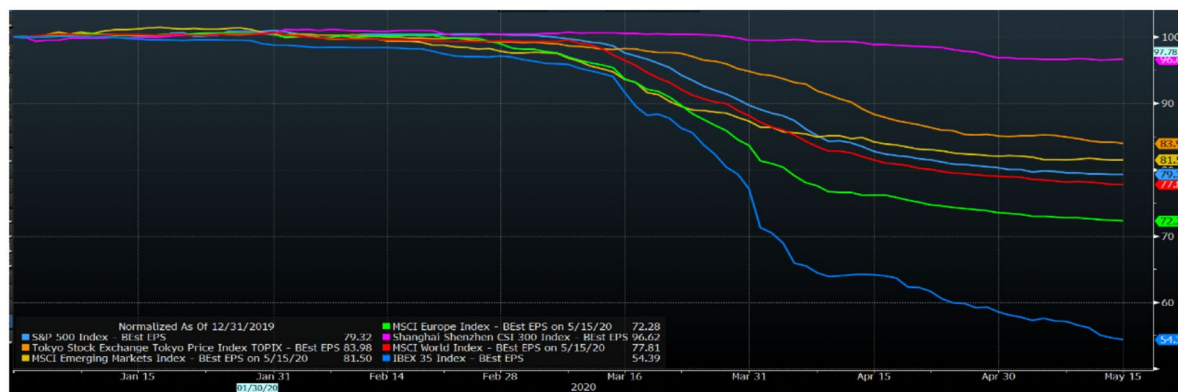


La bolsa americana tiene dos velocidades

Llevamos ya dos meses desde que se implantaron las medidas de confinamiento generalizado en Occidente, pasando algunos de los países como los nórdicos o Suiza a casi una vuelta a la normalidad y tratando de empezar con la misma en otros como Francia, Italia o España. El impacto en la economía global se ha hecho patente con fuerza en los datos de crecimiento, actividad, déficit público, empleo, etc. a pesar de las medidas tomadas tanto por parte de los gobiernos como de los bancos centrales.

Las estimaciones sobre el impacto en los beneficios de las compañías parecen ya bastante asentadas y aunque todavía falta algo de tiempo para estabilizarse del todo, la revisión global de los beneficios mundiales se acerca al 25%, aunque con una marcada diferencia entre áreas geográficas, siendo Europa, y España en particular, los mercados que más han sufrido revisiones a la baja en los beneficios de las empresas cotizadas. Las bolsas han reflejado de manera similar esa evolución de beneficios en sus precios, aunque con algo menos de caída.

Gráfico 1. Evolución de beneficios esperados a 12 meses desde inicio de año.



Fuente: Bloomberg. Mayo 2020.

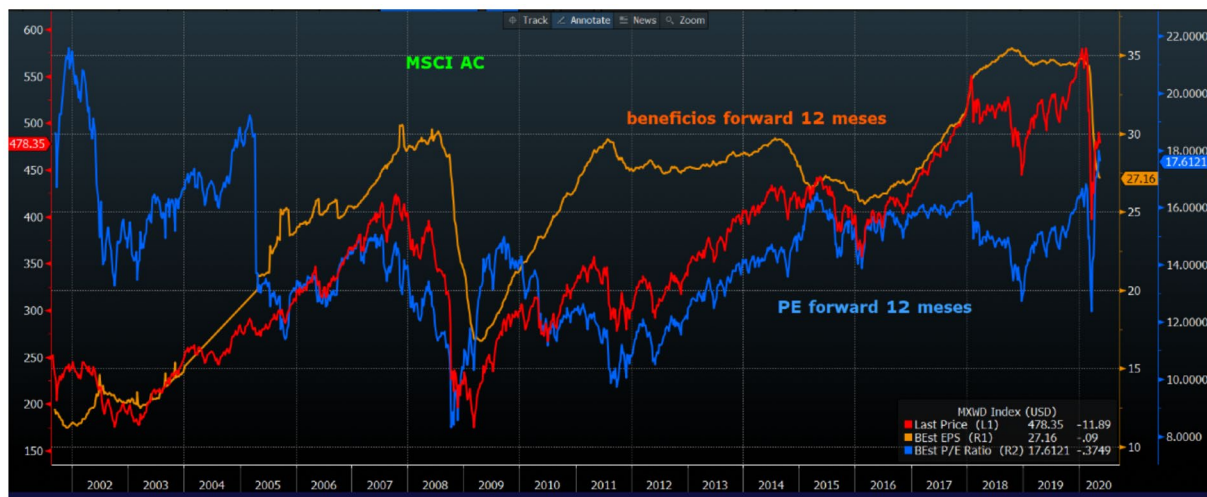
Gráfico 2. Evolución de las bolsas desde inicio de año.



Fuente: Bloomberg. Mayo 2020.

De forma que los múltiplos pagados, mirados en términos de PER a un año vista, se han encarecido.

Gráfico 3. Evolución de precio, beneficios y PER del MSCI AC World.



Fuente: Bloomberg. Mayo 2020.

Pero la valoración de las bolsas no se puede centrar en el corto plazo. Se supone que lo que descontamos son flujos de largo plazo, de muchos años, y aunque el PER es una especie de atajo que recoge precisamente esos flujos futuros de manera resumida, la variabilidad de los beneficios a un año sobre la tendencia de largo plazo nos puede llevar a equívocos.

La pandemia del Covid-19 seguramente tenga efectos importantes en la sociedad futura, en la configuración de la misma, la forma en la que nos relacionemos, con sectores claramente ganadores y perdedores en esa transformación. El mundo ha vivido a lo largo del último siglo cambios estructurales muy profundos y episodios traumáticos como guerras y depresiones económicas. Con todo eso los retornos de largo plazo de los activos han sido en general positivos. Para muestra lo sucedido en Estados Unidos.

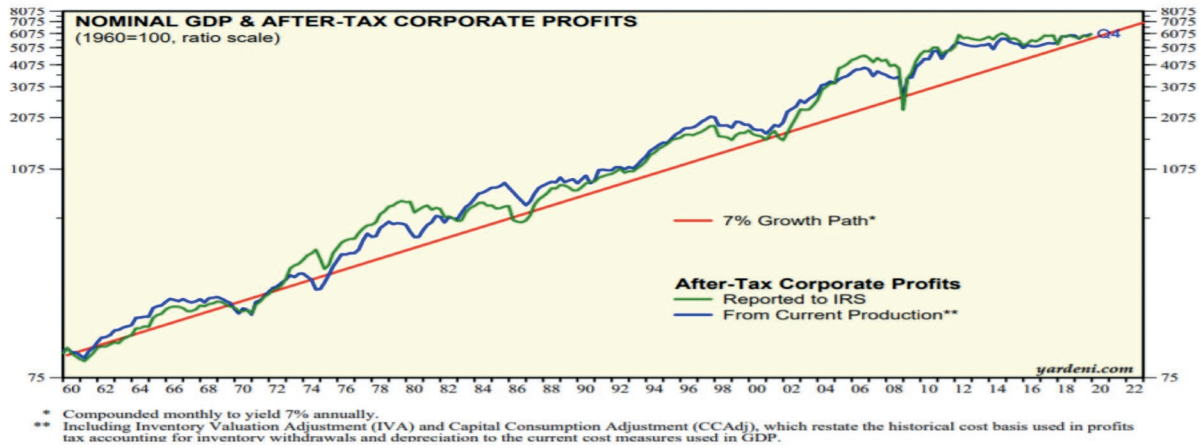
Gráfico 4. Retornos de los diferentes activos en Estados Unidos desde 1926.

US Asset Returns by Decade	1920s	1930s	1940s	1950s	1960s	1970s	1980s	1990s	2000s	2010s	1926-2019
Stocks	19.2%	-0.1%	9.2%	19.4%	19.4%	5.9%	17.6%	18.2%	-9.9%	15.8%	11.2%
Corporate Bonds	5.2%	6.9%	2.7%	1.0%	1.0%	6.2%	13.0%	8.4%	7.6%	9.5%	6.2%
Government Bonds	5.0%	4.9%	3.2%	-0.1%	-0.1%	5.5%	12.6%	8.8%	7.7%	8.0%	5.7%
Treasury Bills	3.7%	0.6%	0.4%	1.9%	1.9%	6.3%	8.9%	5.0%	2.8%	0.7%	3.4%
Inflation	-1.1%	-2.0%	5.4%	2.2%	2.2%	7.4%	5.1%	2.9%	2.5%	2.0%	2.7%

Fuente: BlackRock. Mayo 2020.

Pero todo esto se ha producido porque había crecimiento de largo plazo. El crecimiento económico se traducía en mayores beneficios. La economía americana en los últimos sesenta años ha crecido a tasas nominales cercanas al 7%, algo parecido a la tasa de crecimiento de los beneficios de la economía en su conjunto. Los beneficios de las empresas cotizadas se separan temporalmente de dicha tendencia, pero acaban revirtiendo a la media.

Gráfico 5. Tendencia de crecimiento de largo plazo del PIB nominal y los beneficios NIPA (datos de la contabilidad nacional norteamericana, National Income and Product Accounts).

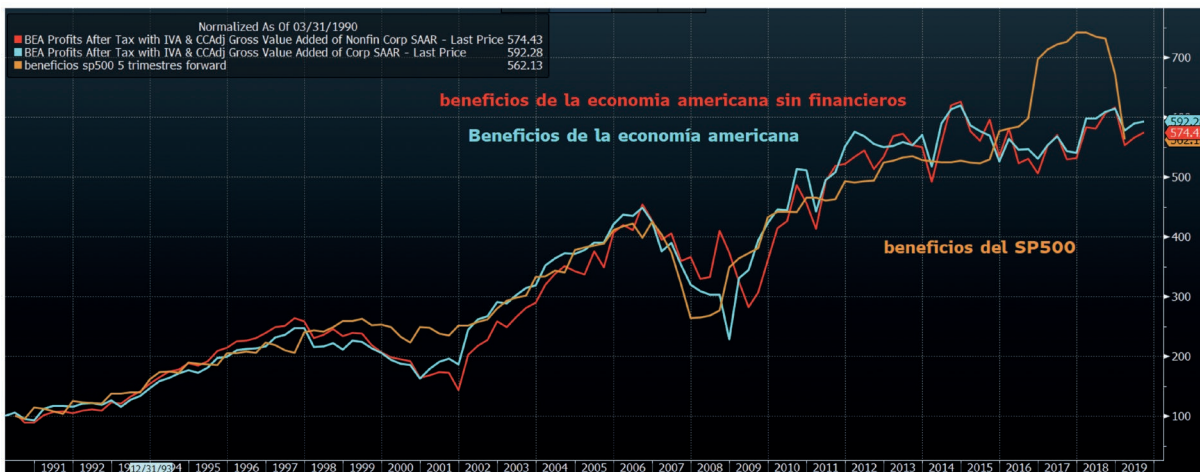


Fuente: Bureau of Economic Analysis. Mayo 2020.

Tanto en la crisis de 2000 como en la de 2008 los beneficios tocaron dicha tendencia de crecimiento y ahora en 2020 vuelven a hacerlo después de mostrar un estancamiento durante los últimos cinco años.

¿Qué pasa con los beneficios de las empresas cotizadas? Que normalmente sufren desviaciones sobre los beneficios del global de la economía americana, pero también suelen revertir a la tendencia de este. El gráfico 6 nos muestra la relación entre los beneficios NIPA (National Income and Product Accounts) y los beneficios del SP500 con cinco trimestres de retraso.

Gráfico 6. Evolución de los beneficios del SP500 y de la economía americana.



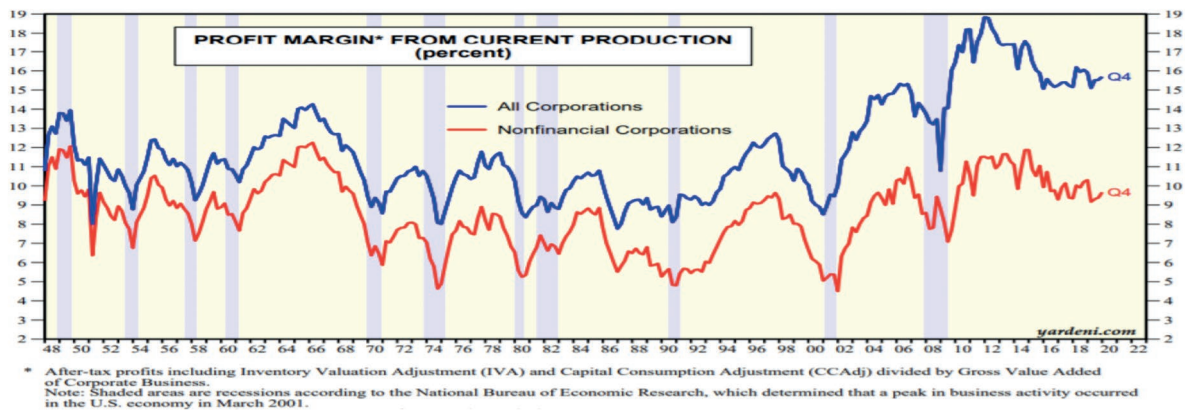
Fuente: Bloomberg. Mayo 2020.

Después de la gran bajada de impuestos y del aumento de los niveles de apalancamiento de las compañías a través de los procesos de recompra, la crisis nos ha llevado a beneficios en tendencia. Lo que consideramos como beneficios deprimidos por la crisis en realidad son beneficios tendenciales.

¿Qué pasará cuando la crisis se acabe? Lo más probable es que se produzca un fuerte rebote en los beneficios que vuelva a colocarlos por encima de la tendencia de largo plazo. Pero todo dependerá realmente de como salgamos del impacto del confinamiento.

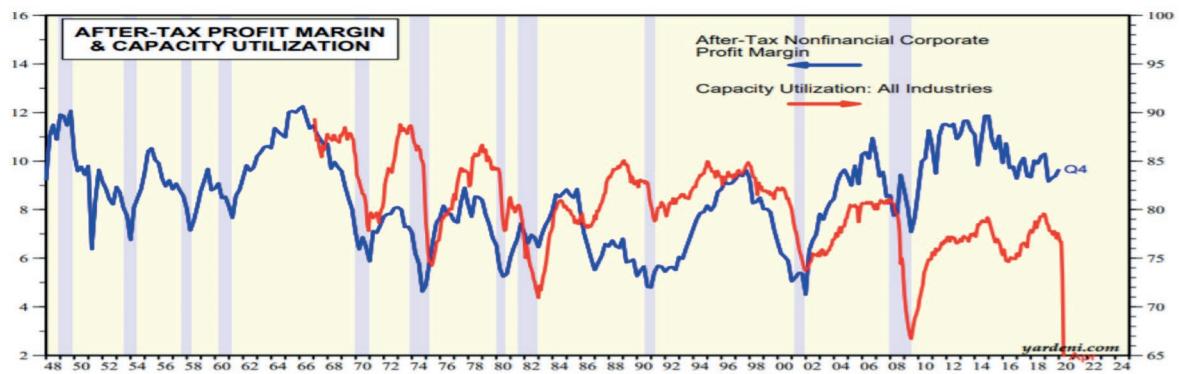
Antes del mismo, ya la economía americana se encontraba en fase de compresión de rentabilidades y lo normal es que dicha compresión continúe en los próximos trimestres, mientras se absorbe el impacto de la crisis (gráfico 8).

Gráfico 7. Márgenes de la economía americana.



Fuente: US Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. Mayo 2020

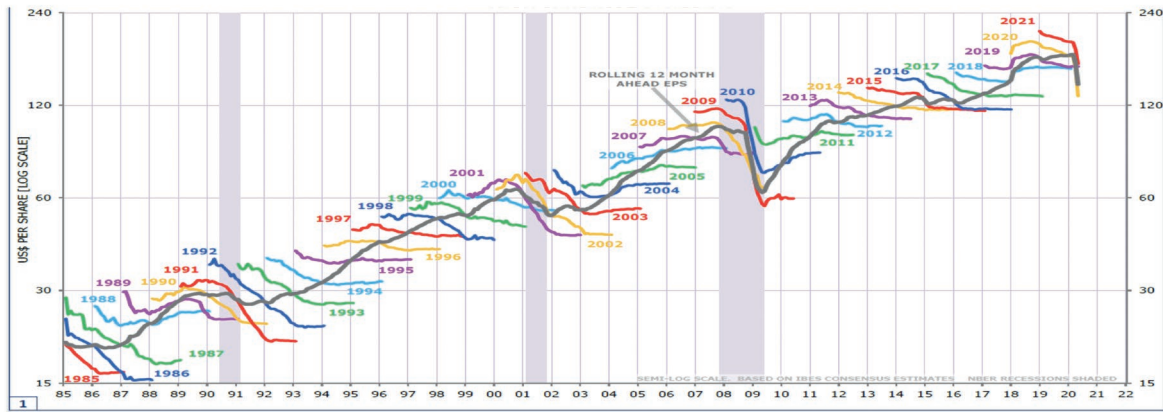
Gráfico 8. Evolución de los márgenes y de la capacidad de utilización.



Fuente: US Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. Mayo 2020

Así pues, el rebote de los beneficios difícilmente será en V, y tarde, como en las últimas dos crisis, un tiempo significativo en volver al pico. No antes de 2022.

Gráfico 9. Consenso de beneficios del SP500.



Fuente: IBES/Datastream. NBER. Mayo 2020.

A pesar de este panorama poco alentador, la bolsa americana ha seguido destacando entre las desarrolladas, pero mirando un poco más en detalle, lo que vemos es que hay dos velocidades diferentes y que las seis grandes compañías (Facebook, Amazon, Alphabet, Apple, Netflix y Microsoft), las FAAANM, que ya suponen cerca de la cuarta parte del SP500, son responsables de la diferencia entre este índice y el resto de bolsas desarrolladas.

El gráfico 10 contiene la evolución de algunos de los índices americanos y del MSCI Europa. El índice FANG que está compuesto por 10 compañías equiponderadas entre las que se encuentran las seis mencionadas lleva un 18,2% de subida en lo que va de ejercicio, frente a una caída del 11,4% del SP500. Aunque el primer índice está equiponderado, y los cálculos no son exactos porque en el SP500 el peso no es equiponderado. Si aplicamos un 20% del índice con una subida del 18% y el total del índice ha caído un 11,4%, quiere decir que el 80% del índice estaría alrededor de un 80,5% frente a un 78,4% del MSCI Europa. De hecho, el índice equiponderado del SP500 está al 79% del inicio del año, y cuando nos vamos a un índice más amplio como el Russel 2000 nos encontramos con un comportamiento peor que el de la bolsa europea con una caída de un 24,7% en lo que va de año.

Gráfico 10. Evolución de diferentes índices desde este año y peso de FAAAM en SP500.



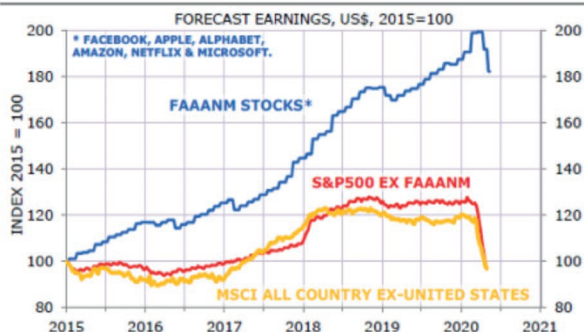
Fuente: Bloomberg. Mayo 2020

Es decir, la incidencia de estos seis gigantes de la economía moderna, disruptores y agregadores por excelencia, causan un cierto espejismo sobre el movimiento de fondo de la bolsa americana. Ellos son los responsables del diferencial de crecimiento y de retornos de la bolsa americana frente al resto de los mercados.

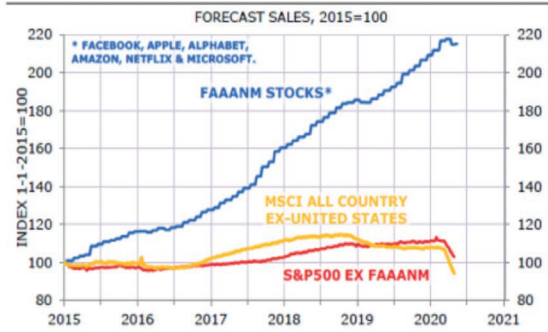
John Minack ha construido series del índice quitando estas seis empresas para ver cómo queda el resto y los resultados son sorprendentes. Los ingresos y los beneficios de la bolsa americana se parecen mucho más al resto del mundo. Y lo que puede sorprender algo más es que, sin mostrar un crecimiento superior ni en ventas ni en beneficios quitados los seis grandes, la bolsa americana mantiene una prima de valoración frente al resto del mundo que no parecería estar justificada por los hechos.

Gráfico 11. Evolución de beneficios y ventas de las 6 grandes y de los índices sin ellas.

FAAANM stocks are the EPS difference



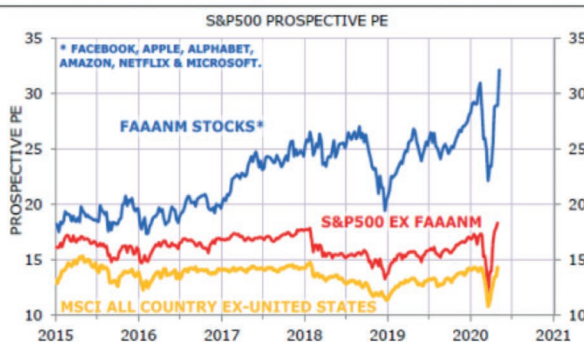
It's all about top-line growth



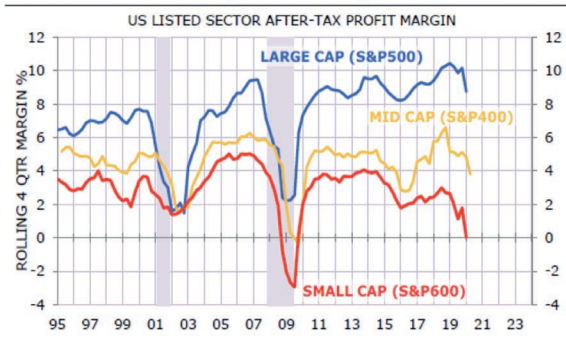
Fuente: MSCI, IBES/Datastream, Bloomberg; Minarck Advisors. Mayo 2020.

Gráfico 12. Valoración del SP500 ex FAAANM y márgenes por tamaño de compañías.

The S&P494 looks expensive!



The S&P500's exceptional margins



Fuente: MSCI, IBES/Datastream, Bloomberg; Minarck Advisors. Mayo 2020.

Esas seis compañías constituyen ya prácticamente una clase de activo en sí mismas por su tamaño, (muchas de ellas superior al de todo el mercado español o al del universo de inversión en bonos High Yield) y su dinámica propia de crecimiento, con sus modelos de agregación tendentes al monopolio.

Gráfico 13. Tamaño de algunas compañías frente al universo Investment Grade y High Yield americanos.

El valor de un minorista es ahora el tamaño de todo el mercado de High Yield, el doble del tamaño de todo el sector energético, y casi el mismo tamaño que 2000 pequeñas compañías

El valor de mercado del Grado de Inversión (Investment Grade) ha subido enormemente a medida que los rendimientos han disminuido con las compras de la Fed, pero sigue siendo difícil crear un equilibrio real en una cartera dadas las concentraciones

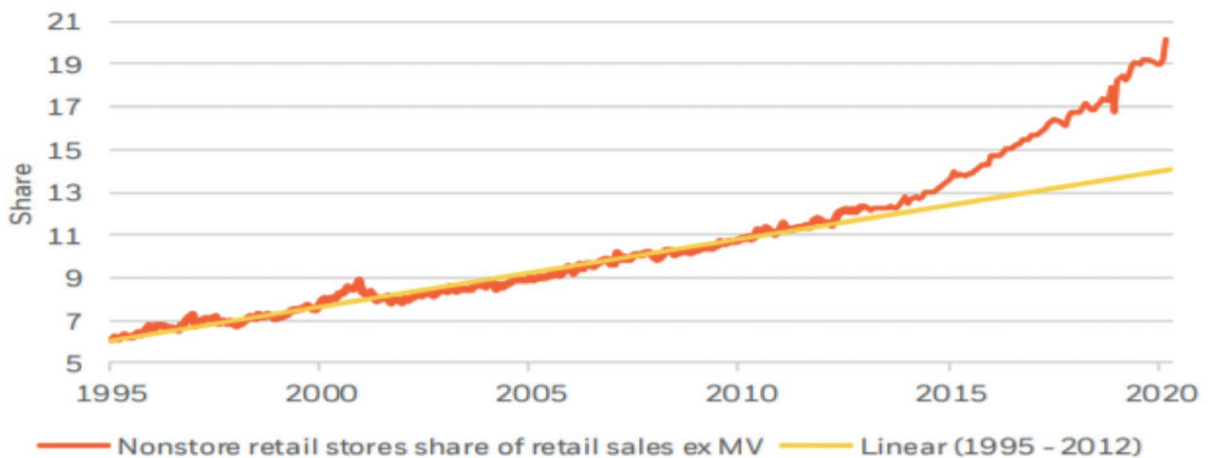


Fuente: BlackRock. Mayo 2020.

Quizá merecen que en el análisis del mercado americano a partir de ahora diferenciamos las decisiones entre este grupo y el resto. Quizá lo que veamos sea una burbuja o estemos al principio de la misma. El caso es que quitadas esas seis compañías no hay un comportamiento diferencial entre la bolsa americana y la europea y poner más peso relativo en Estados Unidos frente a Europa supone implícitamente opinar que esta tendencia continuará.

Al final la primacía de estas compañías y el hecho de que todas residan en Estados Unidos no es fruto de la casualidad, sino de un modelo diferente de concepción de la inversión como motor de crecimiento futuro. Para esto consideremos como inversión no solamente la parte tradicional de inversión física, sino también lo invertido en R&D (Investigación & Desarrollo, por sus siglas en inglés) que tan característico es de la nueva economía. Invertir en aplicaciones, desarrollo de software, oferta de nuevos servicios con fidelización etc. hasta que esa inversión se vuelve exponencial en sus frutos.

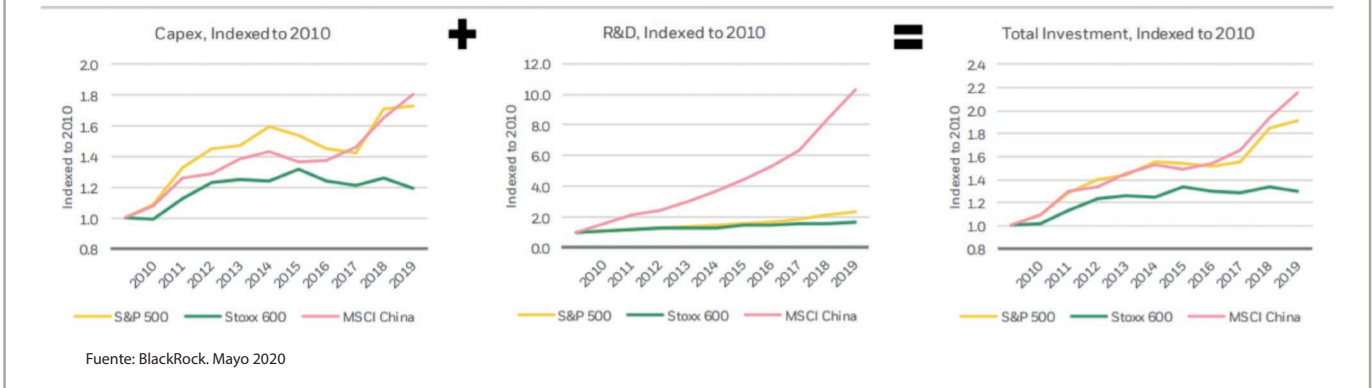
Gráfico 14. Las ventas al por menor por internet entran en crecimiento exponencial.



Fuente: UBS. Mayo 2020

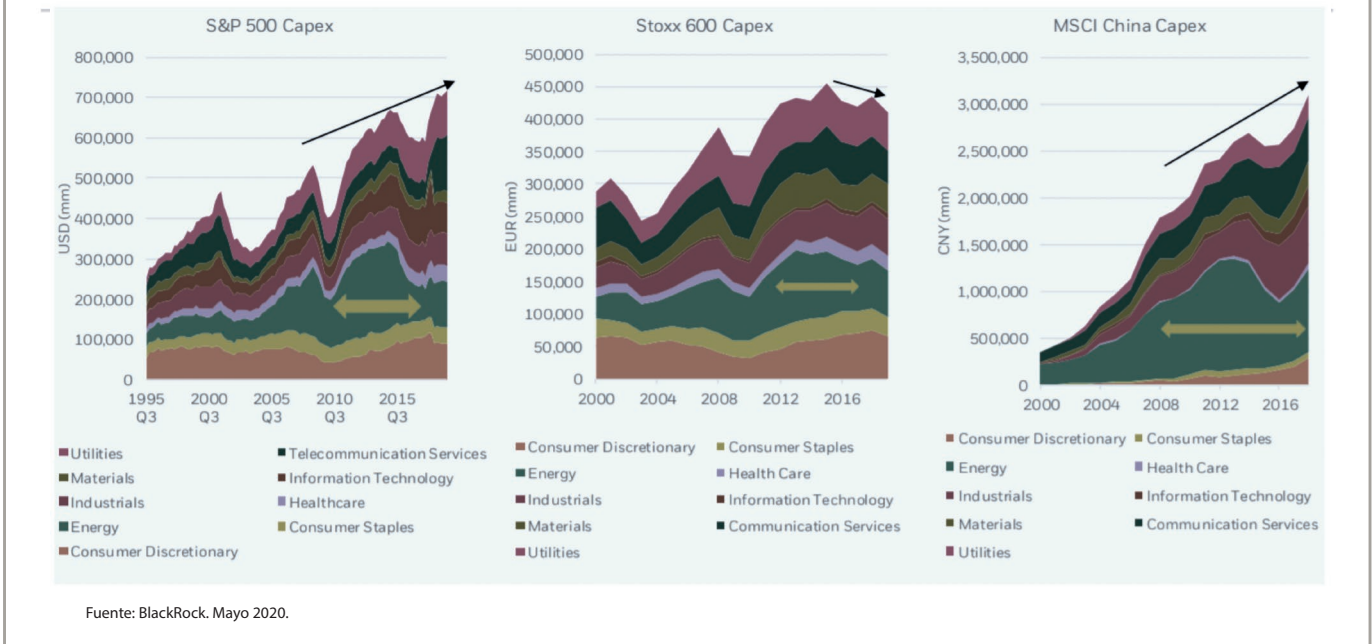
Cuando tenemos en cuenta estas cifras de inversión total, las compañías europeas no salen bien paradas.

Gráfico 15. Inversión total de compañías cotizadas en diferentes áreas incluyendo R&D (I&D).



Si la tasa de crecimiento de la inversión es de manera consistente inferior a la tasa de crecimiento nominal de la economía, se hace muy difícil mantener esa tasa de crecimiento económico. O incluso mantener el nivel del PIB si no se consiguen fuertes aumentos de productividad, cosa que requiere nueva inversión en general además de la propia curva de aprendizaje. Y en eso una vez más Europa se queda atrás.

Gráfico 16. Evolución de la inversión en sentido amplio en las diferentes bolsas por sectores.

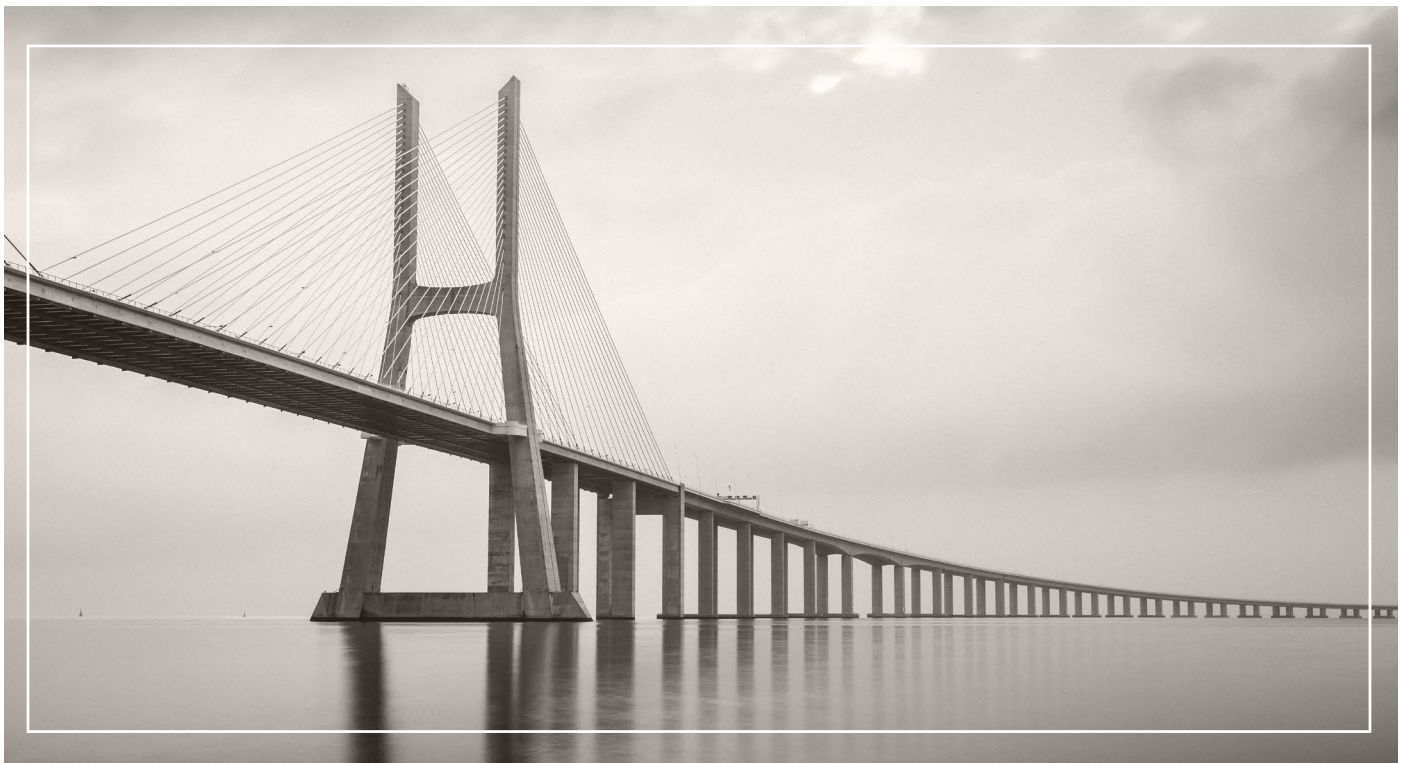


Desde la caída de los precios del petróleo en la crisis anterior, tanto chinos como americanos han encontrado objetivos de inversión suficientes para hacer crecer el Capex, el gasto que una empresa realiza en bienes de equipo y que genera beneficios para una compañía, cosa que en las compañías europeas no ha sucedido en los últimos años.

Hacen falta al menos dos grandes áreas de inversión futura en Europa. Por un lado, la necesaria para la transición ecológica, muy ligada a infraestructuras en donde los gobiernos pueden ayudar a cerrar el agujero entre la inversión privada disponible y la necesaria a través de incentivos. Por otro lado, la inversión en software y equipamiento para procesamiento de información, en donde las compañías europeas en general van por detrás.

Hasta hace poco se hablaba de exceso de ahorro y falta de oportunidades de inversión como uno de los elementos depresores de los tipos de interés. Este es un elemento que no va a jugar a favor de la misma, si realmente se produce ese cambio radical en la actitud sobre la inversión, pero dada la experiencia pasada y los indicios futuros, no somos demasiado optimistas sobre la capacidad de reacción de Europa.

Mientras buscamos los equivalentes europeos a los FAAANM americanos, invertimos en esta mega tendencia sobre ponderando la bolsa americana a través del Nasdaq como proxy para aquellos que no quieren invertir directamente en estos seis nombres.



Este documento ha sido elaborado por CaixaBank Asset Management SGIIC, SAU con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambio sin previo aviso. CaixaBank Asset Management SGIIC, SAU no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Comportamientos de variables en el pasado puede que no sean un buen indicador de su resultado en el futuro. CaixaBank Asset Management SGIIC, SAU es la entidad gestora de los fondos de inversión referidos en el presente documento. CaixaBank Asset Management SGIIC, SAU es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV con el nº15. CaixaBank Asset Management SGIIC, SAU está domiciliada en Paseo de la Castellana, 51, Madrid con CIF A-08818965. CECABANK, SA es entidad depositaria con número de registro 236 de la CNMV. Las decisiones de inversión o desinversión en el fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en vigor en cada momento. Las inversiones de los fondos están sujetas a las fluctuaciones de mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que el valor de adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Puede consultar la política de inversión completa en el documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI) disponible con el resto de información legal a través de la página web <https://www.Caixabankassetmanagement.com> y en los registros oficiales de la CNMV, www.cnmv.es