



Buscando analogías, FAAMG y Nifty Fifty

Durante los últimos años el mercado ha estado liderado por un grupo muy pequeño de empresas que se caracterizan por su capacidad de crecer en un entorno digital. La tendencia se ha exacerbado durante este año, las cinco mayores empresas del índice global (Apple, Microsoft, Amazon, Facebook y Alphabet, la matriz de Google) han supuesto el 50 % del incremento de la bolsa. Este grupo, conocido por el acrónimo FAAMG, supone más del 10 % de la capitalización del mercado global de acciones.

El episodio actual nos recuerda un fenómeno similar ocurrido en los años 60. En esa década un grupo de empresas conocidas como "Nifty Fifty" fueron las líderes del mercado alcista que finalizó a principios de los 70.

Los Nifty Fifty eran un grupo de acciones de crecimiento de gran calidad, como Xerox, IBM, Polaroid, Disney y Coca-Cola, McDonald's, Gillette o Procter & Gamble, que se convirtieron en las favoritas de los inversores. Todas estas acciones tenían un historial de crecimiento muy superior a la media, dividendos en continuo aumento (ninguna había reducido sus dividendos desde la Segunda Guerra Mundial) y una alta capitalización de mercado. Esta es una diferencia significativa frente a lo que ocurría en la "burbuja puntocom" donde en algunos valores su evolución descansaba en expectativas frente a realidades y no existía una generación de caja recurrente lo que implicaba balances más apalancados.

Estas fueron algunas de las características de esta época "trepidante":

- Compañías grandes, con balances muy sólidos y cuotas de mercado globales dominantes. Visibilidad en crecimiento e impacto disruptivo por su tecnología (incluyendo nuevos modelos de distribución estandarizados).
- Clara presencia de sectores de crecimiento y calidad como salud, tecnología, consumo o industrial. Ausencia de sectores cíclicos como autos, materiales básicos, energía o financieras.
- Precios muy elevados en relación a los beneficios; los múltiplos que pagaban los inversores por estas compañías eran superiores a las 40 veces los beneficios anuales. En el pico muchos cotizaban por encima de 50 veces (McDonald's a 86 veces y Disney a 82 por ejemplo).
- Convicción absoluta entre los inversores, reflejada en el dicho de la época de que eran acciones de "una sola decisión" solo se compran.

Todo esto ocurría en un entorno de mercado en el que se desarrollaba cierta institucionalización en la tenencia de acciones, que pasó de tan solo el 10 % sobre el total a principios de los 60 hasta el 50 % con el cambio de década. Aquí podríamos encontrar cierta analogía con el desarrollo del mercado de gestión pasiva (ETF) en la actualidad.

Desde el punto de vista económico, político y social, también encontramos puntos en común: un periodo de crecimiento muy largo, desarrollo de la globalización, aprovechado por el sector empresarial americano y gran facilidad para la financiación de proyectos a tipos reales (descontando la inflación), muy bajos o negativos.

Minsky sugiere que las burbujas de inversión se forman impulsadas por un nuevo paradigma: una nueva tecnología y sus efectos disruptivos o tipos de interés anormalmente bajos

que favorecen un exceso de inversión. En la situación actual, como para las Nifty Fifty, han convivido ambos factores, y la historia nos enseña que ambos tienen también un final, aunque no sea fácil anticipar el momento.

Anticipar el final de un mundo de bajos tipos de interés parece tan complicado como "esquilar a un león". Pasarán años para saber si la actitud de los bancos centrales ha sido un error, de momento solo vemos las consecuencias positivas de la expansión de la base monetaria.

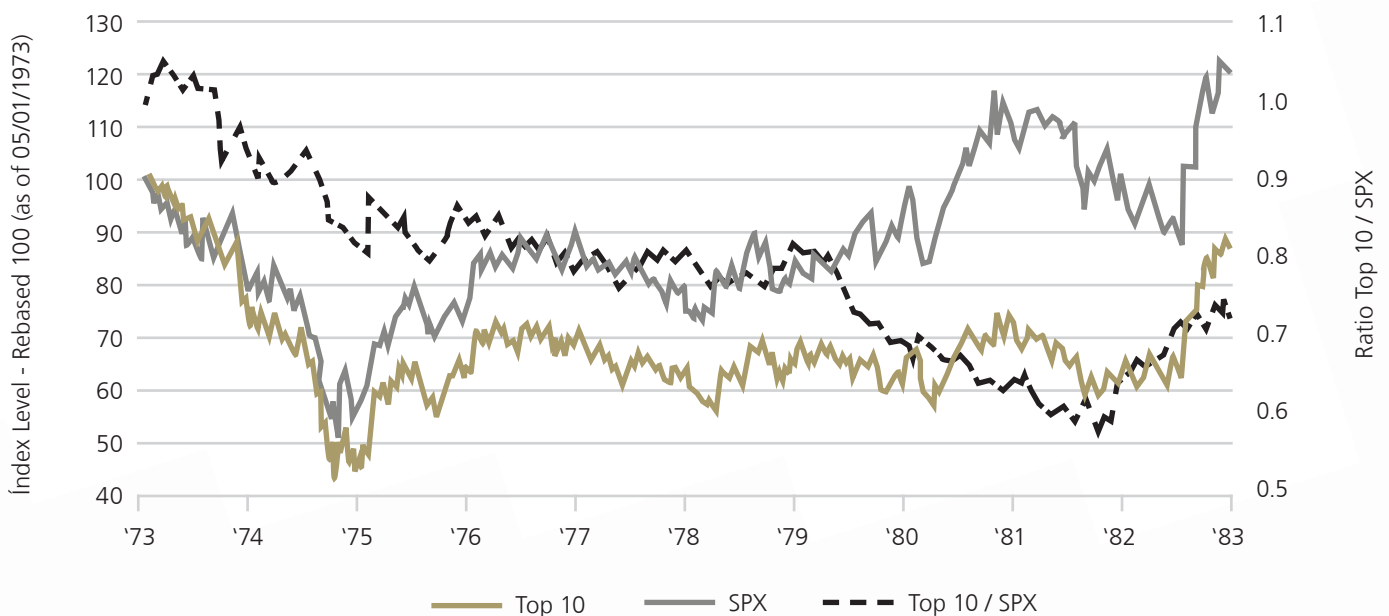
Todas las interrupciones tecnológicas tienen fecha de caducidad, la competencia aprende a copiarlas y aparecen otras que las desplazan. Los Nifty Fifty son un recordatorio sobre los finales de ciclos bursátiles generosos y largos. Como ocurre ahora, la valoración parecía justificada por los excelentes fundamentales de esas compañías.

Hoja de ruta

Nuestro análisis tratará de analizar la evolución de precios en los dos periodos, contextualizando con la valoración en cada época, así como la dispersión en esta como medida de bipolarización de mercado. Para el análisis, utilizamos los 10 valores más grandes en el momento álgido del mercado; enero de 1973. Complementaremos dicho análisis con la creación de una cesta de 10 valores que consideramos más representativos de la época Nifty Fifty y compararemos con ambos periodos.

Empezando con la evolución de los precios, en el siguiente gráfico se aprecia como, desde el estallido de la burbuja en 1973, el mercado bajista viene acompañado de un peor comportamiento de las compañías "Nifty Fifty", que realizan un mínimo en el ratio relativa frente al resto del mercado en 0,6 a principios de los años 80. Durante el periodo se producen recuperaciones puntuales.

Nivel de precios - 10 valores más grandes vs S&P 500



Fuente: Datastream, JP Morgan.

Una mirada a la evolución de los precios es el punto de partida de cualquier análisis, pero en cualquier caso incompleto ya que estos “per se” no te dicen mucho. Como nos enseñó Machado “Todo necio confunde valor y precio” (Proverbios y cantares LXVIII).

Si analizamos la composición de mercado en 1973 y 2020, hay sin duda cierto paralelismo, en la concentración del liderazgo de la bolsa americana. Es denominador común en los mercados alcistas, que estos respondan a esos efectos disruptivos que implican el nacimiento de nuevas épocas. Los “disruptores” se quedan con un trozo grande de la tarta hasta que llega un punto donde esta “glotonería” provoca,

por un lado, competencia y por otro, la participación de reguladores para evitar situaciones de abuso de posición dominante. Algunos episodios recientes así nos lo recuerdan, desde el ferrocarril, la radio, la electricidad o los combustibles fósiles. Cada época tiene un sector o sectores que ganan la partida, pero rara vez es el mismo.

Históricamente, los máximos de cada ciclo suelen coincidir con un nivel de representación cercano al 25 %, de los diez valores más grandes del índice. En enero de 1973, los 10 valores más grandes, representaban un 25 % del total S&P 500 y 10 años después un 14,9 %. En la actualidad, los 10 valores más grandes representan un 27 %.

% Diez valores más grandes vs market cap (S&P 500)



Fuente: Bloomberg, JP Morgan, elaboración propia

La lección histórica es que cuando las compañías crecen mucho gracias a un componente disruptivo, los mercados suelen sobre reaccionar. La clave pasa por ser capaz de anticipar un punto donde las expectativas han superado claramente a la realidad y este punto, históricamente, coincide con extremos de valoración. Este es el principal motivo por el que la valoración debe ocupar un lugar central en el proceso de inversión. Si bien es cierto que el corto plazo es un “tigre sin dientes” que no aporta nada, en el largo plazo es un arma de destrucción masiva, la variable clave para explicar el comportamiento de los diferentes activos. “El precio es lo que pagas y el valor lo que recibes”.

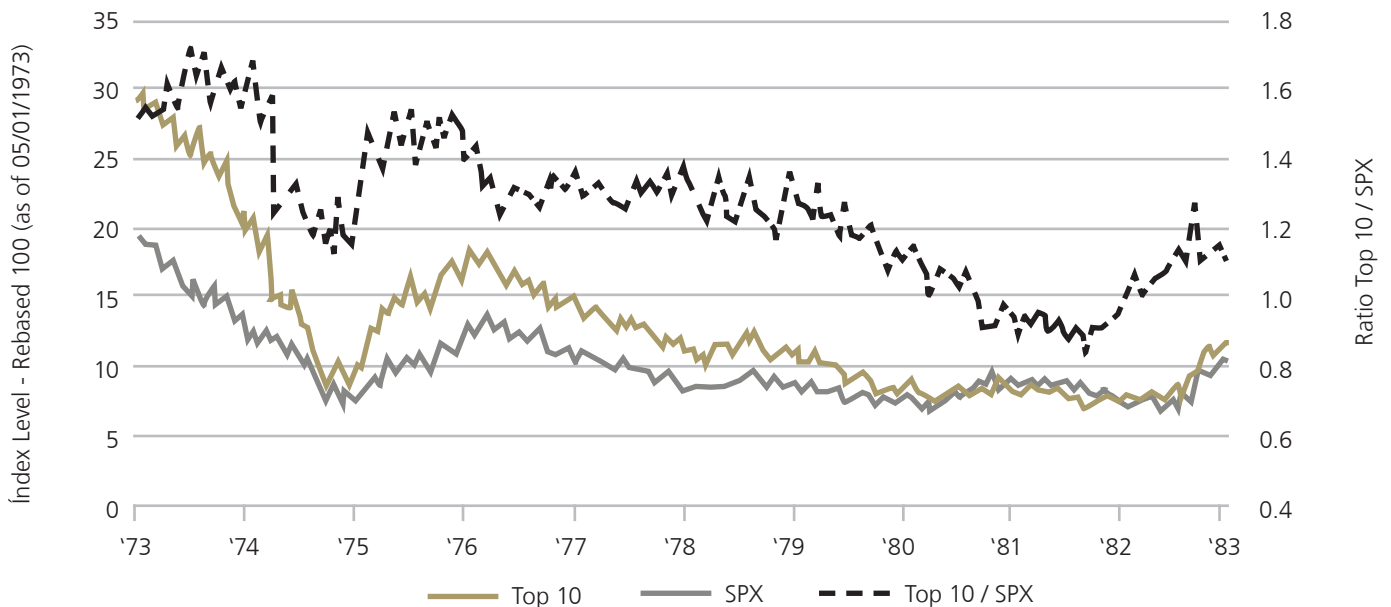
Comparando el número de veces que se pagan los beneficios en los dos ciclos que comparamos, nos encontramos que el relativo es muy parecido en el anterior “pico” del mercado y en la situación actual. “La historia no se repite, pero rima”.

	Precio / Beneficio		
	Top 10	Mercado (S&P 500)	Ratio
Enero 1973	29.40	19.20	1.53
Noviembre 2020	46.10	28.50	1.62

Fuente: Bloomberg, JP Morgan, elaboración propia

Al iniciarse la década de los 70, las Nifty Fifty cotizaban en un mercado bajista con un PE cercano a 30 veces frente al múltiplo del mercado de 20 veces sus beneficios. Desde este nivel inicia la convergencia y esta, con rebotes incluidos, continuaría durante la siguiente década. No existen datos fiables de performance por compañías con anterioridad a 1970 pero, viendo el punto de partida en el múltiplo, el diferencial de las Nifty Fifty contra el resto podría haber sido muy relevante.

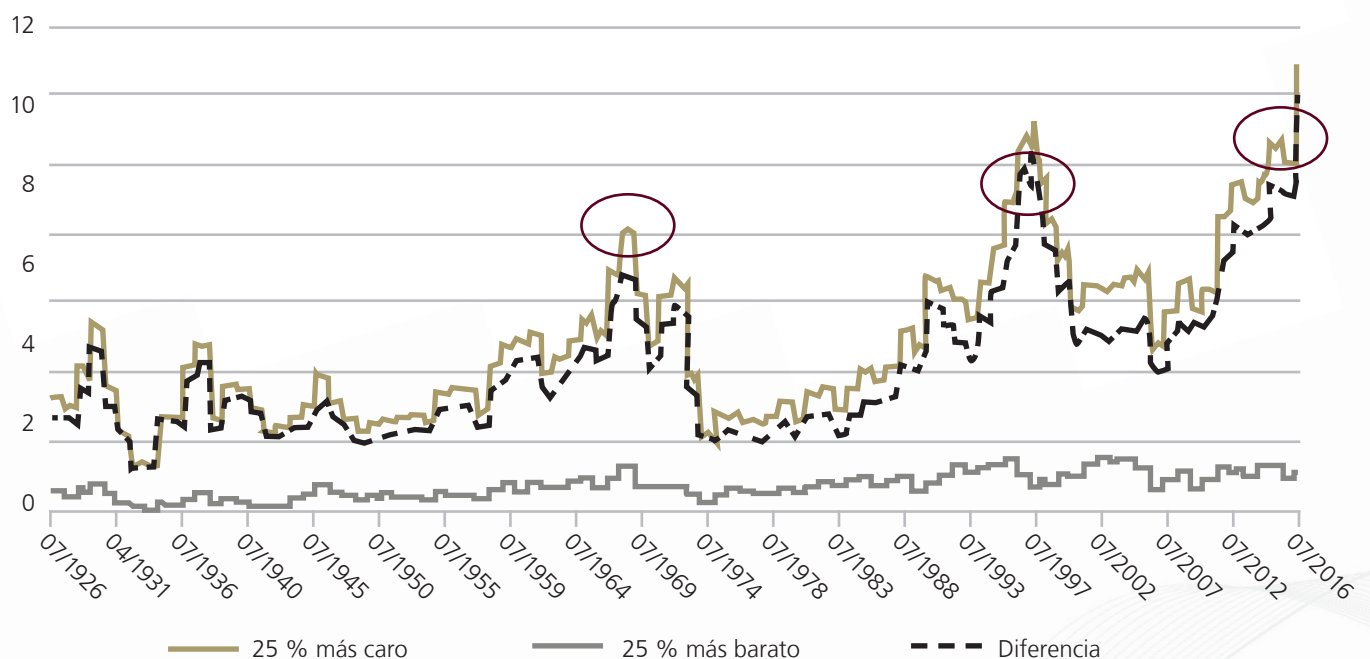
Ratio PER (últimos 12 meses)



Fuente: Datastream, JP Morgan.

Cuando nos encontramos con mercados, que parecen escaleras, donde a algunos valores no se les acaban los escalones, suele ser habitual que otros sigan en la planta baja del edificio. Esta dispersión entre lo que sube y lo que no lo hace, se acaba convirtiendo entre lo caro y lo barato. Actualmente, se encuentra en niveles nunca vistos hasta la fecha.

Diferencias entre lo caro y lo barato



Fuente: Elaboración propia con datos de UBS.

Comparando liderazgos

En el escenario elegimos 10 compañías, que en nuestra opinión, tienen un perfil más alineado con el concepto “Nifty”. Todas forman parte de las “terrific 24”, que era la lista de los valores más representativos del espíritu de la época.



Estas compañías, comparten algunas características con algunos de los actuales líderes de mercado, haciendo que la comparativa de estas y las denominadas FAAMG, tenga cierto sentido por posición de dominio en canales de distribución, innovación de producto o estructura de balance y cuenta de resultados.

No existen datos fiables de comportamiento específico por compañías antes de 1970, pero como referencia, desde octubre de 1970 hasta enero de 1973, nuestro, “Nifty Fifty Proxy”, sube un 78,81 % frente al 48 % del índice, mientras que en los 5 últimos años, la rentabilidad de las FAAMG casi duplica la del índice de referencia en rentabilidad anual compuesta.

Algunas conclusiones

El nivel de sobrevaloración de las compañías, que han liderado el actual mercado alcista americano, es similar (en términos relativos) a la época Nifty Fifty.

Existen similitudes en los motivos subyacentes del atractivo de estas compañías, en la ratio precio-beneficios relativo frente al resto de mercado, así como en la concentración que suponen los 10 valores más grandes del índice sobre la totalidad de mercado.

Dado el perfil de crecimiento, rentabilidad y riesgo de los sectores y compañías analizadas nos parece que Nifty Fifty es un término de comparación apropiado para el entorno actual de mercado; en ambos casos son compañías de gran capitalización, balances sólidos y crecimientos muy superiores a la media. Al igual que en 2020, durante el período Nifty Fifty el mercado americano marca máximo histórico frente al resto del mundo. Una potencial debilidad del dólar, al igual que en los 70, nos obliga a hacernos la siguiente pregunta ¿rotación hacia activos no USA? En nuestro escenario central, en el que el dólar continúa depreciándose, la rotación podría ser hacia Europa y mercados emergentes frente a USA.

¿Qué ocurrió a partir de 1973? Lo que produjo el cambio no fue un peor desarrollo de estas empresas, de hecho, en los años posteriores a 1973 sus beneficios siguieron creciendo por encima del mercado, pero los inversores no estaban dispuestos a pagar un múltiplo tan elevado por ese crecimiento.

Dicho de otro modo, mientras se creaba la burbuja, los beneficios del grupo de empresas Nifty Fifty (o FAAMG) crecían más que los del mercado, pero sus precios iban incluso más deprisa. La burbuja se pincha cuando el diferencial de crecimiento de los precios converge hacia el de los beneficios.

Recordemos que la convergencia en valoración se produjo incluso cuando aún se mantenía el diferencial de crecimiento ¿volverá a ocurrir?

Un potencial “canario en la mina” podría ser, una desaceleración en las tasas de crecimiento, que nos recordase de la creciente dificultad a las que se enfrentarán estas compañías para crecer dado su tamaño, así como el estratosférico crecimiento de la última década. Un punto positivo que comparten los actuales líderes de mercado frente a las compañías Nifty Fifty, es su mayor margen operativo, que en la mayoría de los casos, viene acompañado por un mayor potencial de crecimiento estructural, dado que no existe coste de producción físico. Como señala Howard Marks, este es el principal argumento pro – tecnología a pesar de las valoraciones actuales.

Otro riesgo emergente, son los obstáculos regulatorios al que se podrían enfrentar alguna de estas empresas, dada la posición monopolística que han alcanzado. Prestaremos atención, a la investigación abierta por el congreso americano, sobre potenciales incumplimientos de la Ley anti monopolios. No hay que olvidar que gigantes con alas del mismo tamaño; Standard Oil, ATT o Microsoft por poner algún ejemplo, ya se sometieron a una división sus activos. Pero esto, ya es, harina de otro costal.

*La historia de las Nifty Fifty nos ofrece una lección valiosa, y como dijo G. Santayana
“Los que no conocen el pasado están condenados a repetirlo”*



Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/ financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo. Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiables, no manifestamos ni garantizamos su exactitud, y dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Reg. Mercantil de Madrid, tomo 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965. Inscrita con el nº 15 en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.