

ESPECIAL CUMPLEAÑOS

¿LAS BOLSAS ESTÁN CARAS O BARATAS?

Never adopt permanently any type of asset or selection method. Try to stay flexible, open minded and skeptical. Long-term top results are achieved only by changing from popular to unpopular the types of securities you favor and your methods of selection.

Sir John M. Templeton, February 1994

Crianza de Valor FP ha cumplido un año, en este período, este fondo, vuestro fondo, ha conseguido un retorno del 39,08%. Gracias por vuestra confianza.

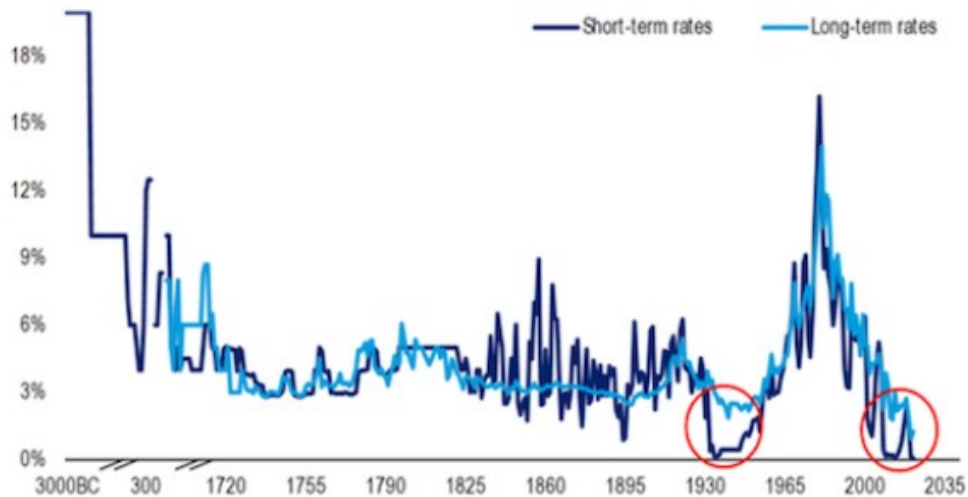


Como un número especial primer aniversario, quería celebrarlo dando unas pinceladas sobre valoración de los mercados financieros, eso sí, sin hacer un *spoiler* a la carta trimestral que se está cocinando en los fogones y que se mandará en unas pocas semanas.

1. La inflación

Lo primero es recordar que el nivel de tipos de interés es crucial para las valoraciones de cualquier activo financiero que produzca flujos de caja futuros (ya que se descuentan al presente) o como coste de oportunidad de una inversión respecto de otra. En este sentido vemos en el gráfico siguiente que durante milenios los tipos de interés a largo plazo han estado en el entorno del 4-5% aproximadamente, excepto en los tiempos modernos en los que hemos visto tipos de interés a largo plazo llegar al 15% y recientemente al 2%. Si la historia nos sirve de guía, deberíamos tender en los próximos milenios (que nos juzguen las generaciones siguientes) otra vez hacia el 4%.

Chart 2: Price of money remains at 5000 year lows
Interest rates since 3000BC



Source: BofA Global Investment Strategy, Bank of England, Global Financial Data, Homer and Sylla "A History of Interest Rates" (2005)

BofA GLOBAL RESEARCH

No he encontrado un gráfico a tan largo plazo sobre las expectativas de inflación. Sin querer adelantar la temática de la carta trimestral, las expectativas de inflación a largo plazo (10 años) están en EEUU en torno al 2.5% y en Alemania en torno al 1.6%, lo que implica que los tipos de interés están a niveles razonables a pesar de tener una inflación a corto plazo superior. Hay extraordinarias fuerzas en acción que vamos a enumerar a continuación:

Fuerzas inflacionistas:

- La inundación sin precedentes de los mercados financieros con dinero recién cocinado en las imprentas de los Bancos Centrales a nivel mundial.
- Las disrupciones de las cadenas de suministro productivas a nivel mundial por el Covid, no nos olvidemos que nuestro Planeta ha estado funcionando como un sistema *Just-in-Time* a escala global con muy poco inventario y gran especialización / globalización para que esto fuese posible (parece ser que no hemos aprendido del susto anterior con el sector automotriz y el desastre de Fukushima, Japón). El Covid ha provocado cierres en todos lados de la oferta, pero, por suerte, también de la demanda a la vez. La demanda se está recuperando mucho más rápido que la oferta y esto está añadiendo presión al sistema.
- La infra inversión en la extracción y producción de materias primas en las últimas décadas ha causado que ahora no haya suficiente producción. Los precios altos señalizan mayores rentabilidades a largo plazo para invertir en estos sectores, pero poner en marcha nueva capacidad tarda años o incluso

décadas para volver a abastecer los mercados mundiales en cantidades suficientes. La temática ESG está haciendo que las inversiones sean más caras y se ralenticen.

- Las nuevas teorías económicas como la *Modern Monetary Theory* que básicamente dice que los déficits y la deuda no importan. Añaden fuego al populismo económico a nivel mundial.

Fuerzas deflacionistas:

- Avances tecnológicos sin parangón en la historia de la humanidad y a la vez una automatización creciente de los procesos productivos, lo que limita el encarecimiento del factor laboral. No nos olvidemos del fuerte impacto que puede tener la tecnología 5G.
- El envejecimiento de las Economías Desarrolladas, según algunos estudios el envejecimiento poblacional debido al aumento de longevidad de las personas es deflacionista, como ejemplo el informe que publicó la Fed de Dallas con base al ejemplo de Japón en los últimos 40 años (<http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2014/0218.pdf>). Como el poder económico está moviéndose hacia Asia, esta tendencia no debería ser demasiado relevante en las próximas 2-3 décadas.
- La progresiva vuelta a la normalidad de las cadenas de suministro a nivel mundial (la oferta está alcanzando a la demanda), adicionalmente hay empresas que están considerando diversificar sus cadenas de suministro y aumentar inventarios para prevenir futuros problemas de producción.
- En EEUU el progresivo fin de los programas y subvenciones de ayuda al desempleo, que están forzando a parte de la población a volver al mercado laboral y por tanto quitando presión inflacionista.

En cualquier caso, la inflación es muy difícil de estimar y recomiendo el último Memo de Howard Marks sobre este tema (<https://www.oaktreecapital.com/insights/howard-marks-memos>). En este Memo, Howard Marks nos recuerda que ni el oro, ni el mercado de bonos están señalizando preocupaciones inflacionistas a medio plazo.

2. La Bolsa en general

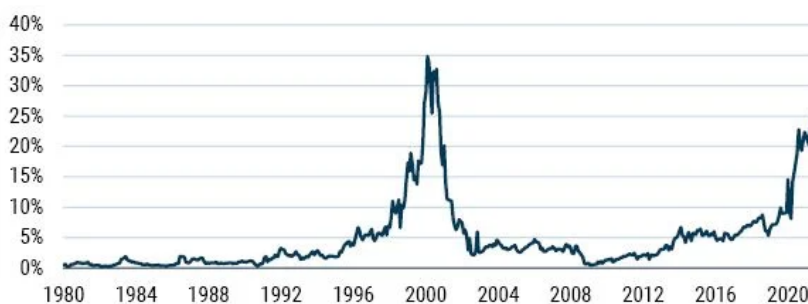
El legendario inversor Peter Lynch usaba un método para calcular “a ojo” si el mercado estaba caro o barato. Su llamada *Rule of Twenty*, básicamente miraba si el ratio PER histórico sumado al IPC anual estaba en su punto de equilibrio de unas 20x, si está muy por encima la Bolsa estaría cara y si está muy por debajo estaría barata. He encontrado un gráfico que nos muestra la evolución histórica de esta regla de tres y, según esto, la Bolsa (americana) estaría excesivamente cara.



No nos podemos olvidar que el PER histórico en el año del Covid no es muy significativo, ya que, por los cierres de las economías durante meses, los beneficios históricos se han desplomado (por tanto, el ratio PER ha aumentado) y además la inflación anual ahora está disparada, pero como hemos comentado antes la inflación a largo plazo parece que está situada en niveles correctos, por ello es posible que el gráfico esté distorsionado en exceso al alza. Aun así, invita a la precaución.

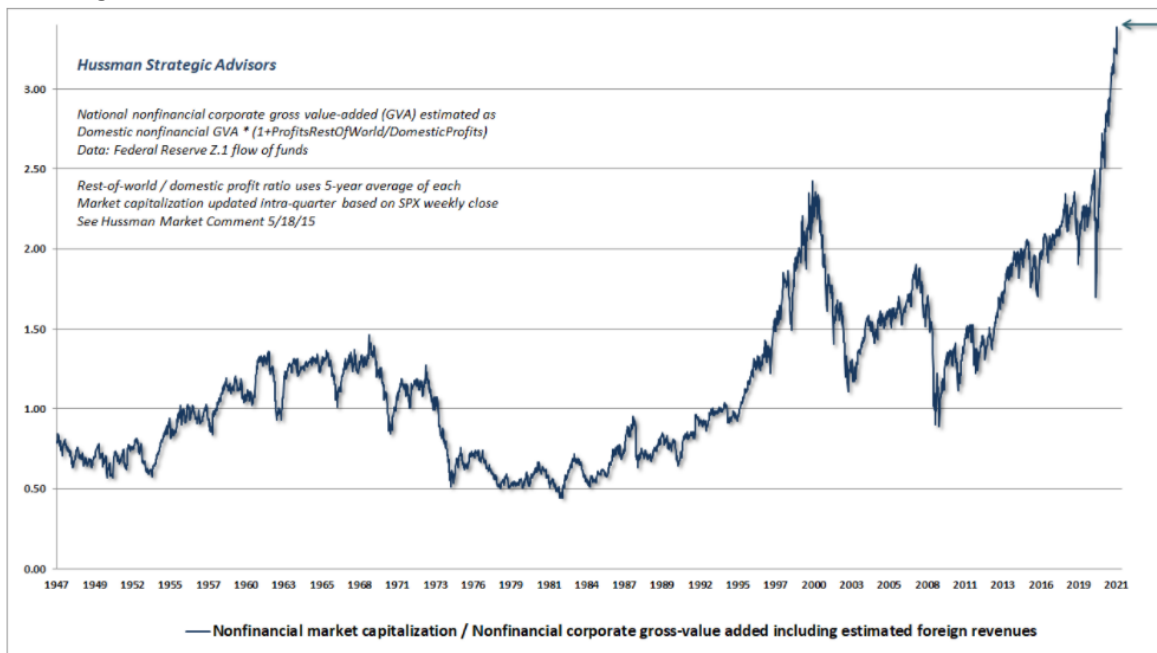
Otro gráfico interesante es el siguiente que muestra el número porcentual de valores del mercado americano que está cotizando a un ratio de 10 veces ventas (aquí les recuerdo el artículo que publicamos hace poco sobre “Sentido común y el plazo de inversión”, sobre todo la reflexión de Scott McNeely, CEO de Sun Microsystems que llegó a cotizar a 10 veces ventas; <https://value-spain.com/es/sentido-comun/>). Aquí vemos que todavía no hemos llegado a los porcentajes de exuberancia que vivimos en la burbuja tecnológica del año 2000.

EXHIBIT 7: PERCENT OF U.S. STOCKS TRADING OVER 10X PRICE/SALES



Data from 1/1980-6/2021 | Source: GMO, Compustat

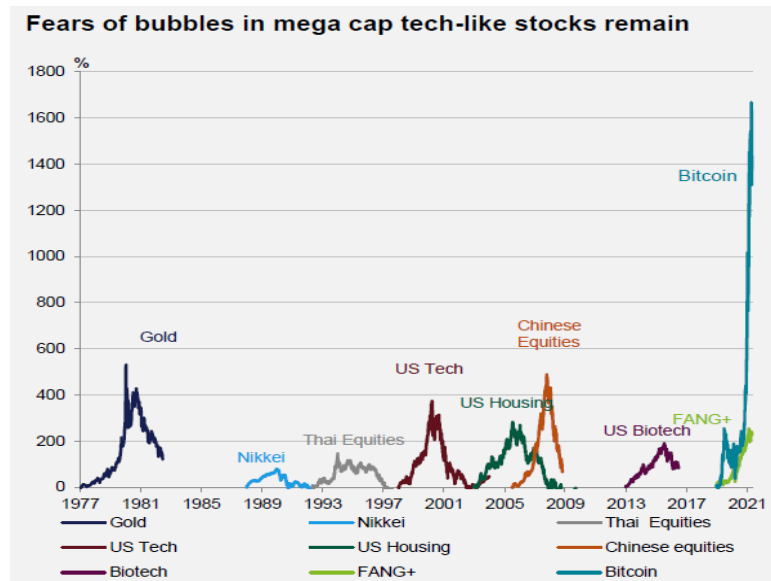
Añadiría otra invitación a la precaución con el gráfico de John Hussman, muestra el ratio de la capitalización de los valores no financieros del índice S&P500 dividido entre el valor añadido bruto corporativo desde el final de la Segunda Guerra Mundial.



3. Burbujas en diferentes activos

El miedo en los mercados financieros realmente es si estamos viviendo una burbuja financiera en general o no, y, en ese caso, si pudiese afectar a las valoraciones de los mercados en general. Como ya hemos comentado, los tipos de interés parece que están a niveles razonables para la inflación a largo plazo, el oro y los bonos tampoco están señalizando preocupaciones inflacionistas.

He encontrado un gráfico con las burbujas estimadas desde hace cuatro décadas, en él vemos las burbujas históricas (siempre es fácil identificarlas ex post); podemos ver la burbuja de internet, la burbuja *subprime* de EEUU, etc. Lo que todavía está por ver es si Bitcoin es una burbuja (al menos el movimiento de precios indica que así pudiera ser) y si las FANG+, las tecnológicas americanas también lo pueden ser.

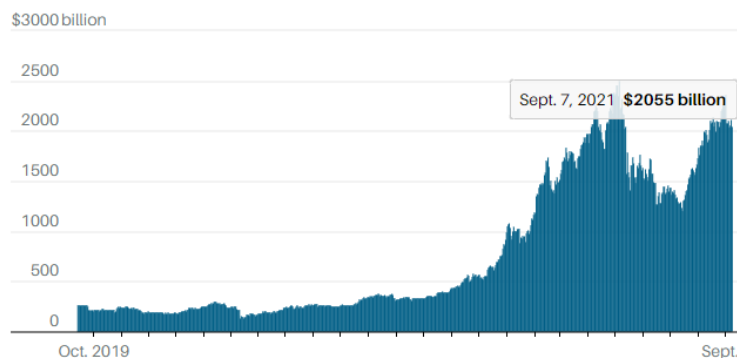


Respecto de las criptomonedas en general, hay un gráfico interesante que me han hecho llegar. Parece bastante obvio que la tecnología *blockchain* es muy útil y que ha llegado para quedarse. Ya veremos qué pasa con las criptomonedas como depósito de valor. Todavía son monedas poco desarrolladas, excepto en el tema de la seguridad (aparentemente), con poca o ninguna regulación, con la gran mayoría de las monedas en manos de muy poca gente que puede manipular perfectamente el mercado a su conveniencia (recordemos los movimientos de Elon Musk y Tesla en bitcoin). Me recuerda mucho al juego de los trileros que se veían en el Rastro madrileño hace no tanto tiempo. Tenemos a todos, los trileros, la gente que les palmea y ayuda a que el incauto pique, etc. Ya se verá que sucede, pero por ahora el bitcoin no es muy ESG que digamos, por cada *Proof of Work* se utiliza tanta energía eléctrica como para ver 120mil horas de YouTube. Obviamente esto tiene que cambiar.

The Trillion Dollar Club

Cryptocurrencies have surged in value, led by Bitcoin and Ethereum

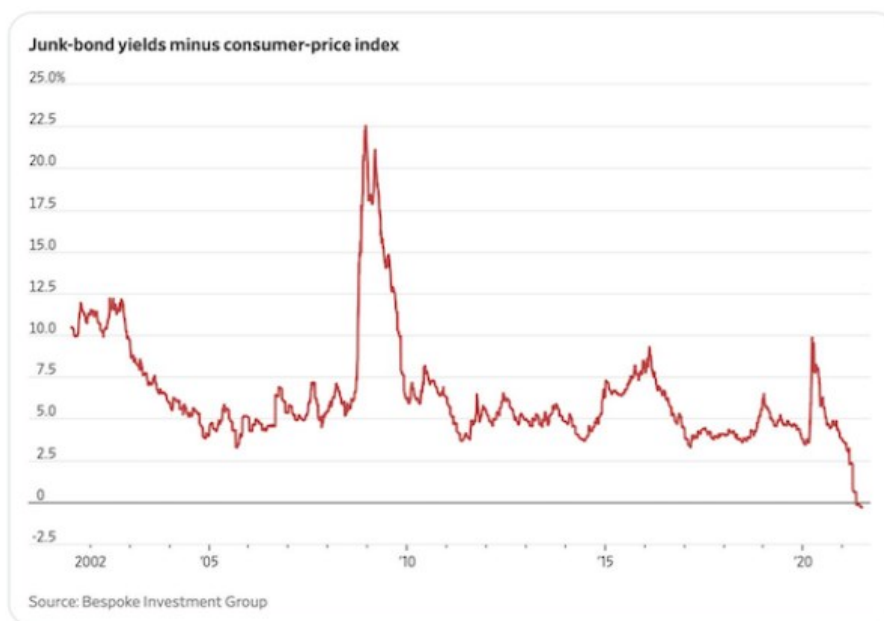
Market Value of Cryptos



El siguiente [artículo](https://www.andykessler.com/andy_kessler/2021/09/marketfailsabreathalyzer.html) de [Andy Kessler](#) en el [Wall Street Journal](#) es muy indicativo de como algunas partes del mercado bursátil pueden estar en una exuberancia especulativa que ya hemos vivido hace un par de décadas (https://www.andykessler.com/andy_kessler/2021/09/marketfailsabreathalyzer.html), traduzco libremente una parte pero vale la pena leer el artículo entero. Según éste, Joby Aviation que quiere empezar un servicio de aerotaxis eléctricos en 2024, vale más que Lufthansa, EasyJet o JetBlue; Tesla llego a valer más que la capitalización bursátil de los 9 mayores productores de coches mundiales juntos – ahora sólo más que los 6 primeros – ; Beyond Meat, que produce hamburguesas vegetarianas en base a guisantes, vale más que todo el mercado mundial de guisantes; la plataforma de coches usados Carvana capitaliza más que Volvo, Honda o Hyundai; Airbnb capitaliza más que Marriott y Hilton juntas; el criptomercado Coinbase más que el Nasdaq...y no entro en los ejemplos de los Meme Stocks...

Todo esto me recuerda mucho a las locuras de los años 1999-2000, p.ej. Telefónica, el mayor valor del Ibex por aquellos entonces, firmó un acuerdo estratégico con IBM – básicamente iban a crear una plataforma para formar a su personal para darles competencias sobre tecnología, vamos que compraban el producto de IBM, <https://www.europapress.es/economia/noticia-telefonica-cisco-ibm-invierten-100-millones-euros-plataforma-formacion-profesionales-ti-20000612142108.html> – muchos agentes del mercado, no miraron más que la noticia sin profundizar en sus implicaciones y el valor subió un 4.8% ese día.

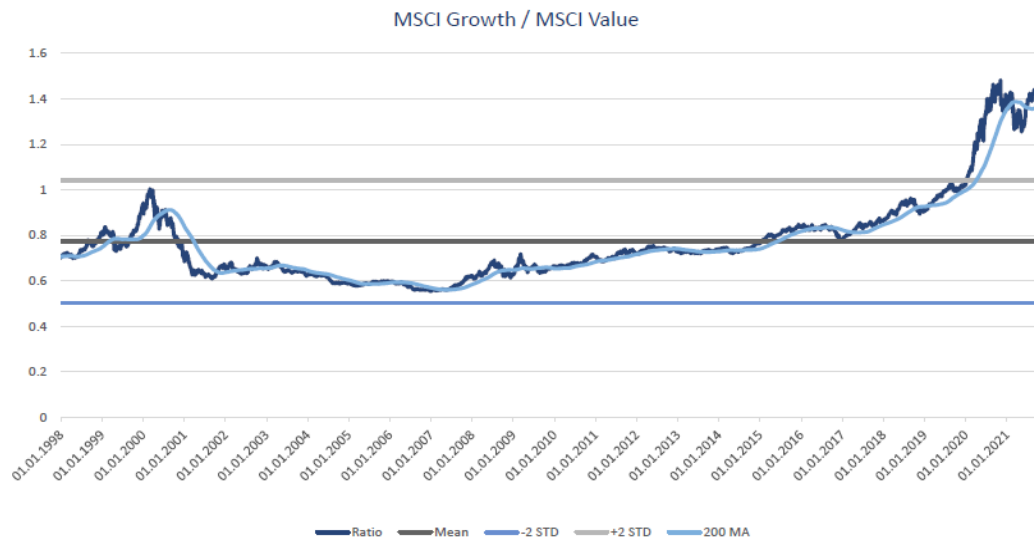
Otro mercado que, aun teniendo poca historia, está en máximos históricos, es el mercado de la deuda *High Yield*. La bajada de intereses demandados por esta deuda, ha llevado a las rentabilidades de esta deuda a mínimos históricos del 4.54% mientras que el IPC de EEUU alcanzó el 5% en mayo, eso significa que por primera vez en la historia los bonos *High Yield* están por debajo de la inflación corriente.



4. Conclusión

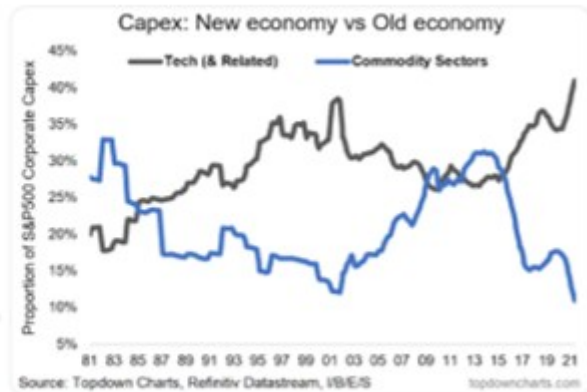
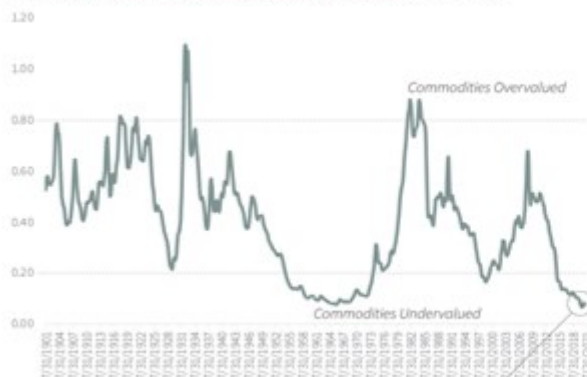
No parece que sea un buen momento para poseer el mercado en su totalidad – evitaría fondos índice en general y el mercado EEUU en particular –, ya que hay partes de él que pueden estar en fase de burbuja especulativa, que suelen acabar muy mal. La frase inicial de Sir John Templeton es muy interesante en este sentido, ¿dónde nos podemos refugiar?

- a) En el Value en general, ya hemos comentado anteriormente que los índices *Value* y *Growth* no son muy representativos, pero en el siguiente gráfico vemos que la media del índice MSCI *Growth* contra el MSCI *Value* está a niveles estratosféricos, de hecho está a una medida que llamamos evento 5-Sigma, lo que significa que la probabilidad de este suceso es de una entre 3.5 millones, en términos bursátiles significa que no deberíamos volver a ver una disparidad así otra vez hasta dentro de unos 13700 años (recuérdemelo por favor, que supongo que mi memoria por entonces flojeará).



- b) En las materias primas, podríamos hablar del cobre, de la plata, del petróleo... todas aquellas materias primas que hayan tenido ciclos de inversión en las últimas décadas muy por debajo de sus necesidades de reposición. Aquí he encontrado varios gráficos ilustrativos de largo plazo que indican el precio de las materias primas contra el índice Dow Jones Industrial (excluye las compañías tecnológicas) desde el año 1901 y otro del capex desde 1980 de los sectores tecnológicos y de materias primas. Ambos hablan por si mismos. Históricamente sólo el petróleo y los metales preciosos han sido útiles como cobertura de la inflación, las demás materias primas no.

Commodity Price / Dow Jones Industrial Average As of 7/31/2021

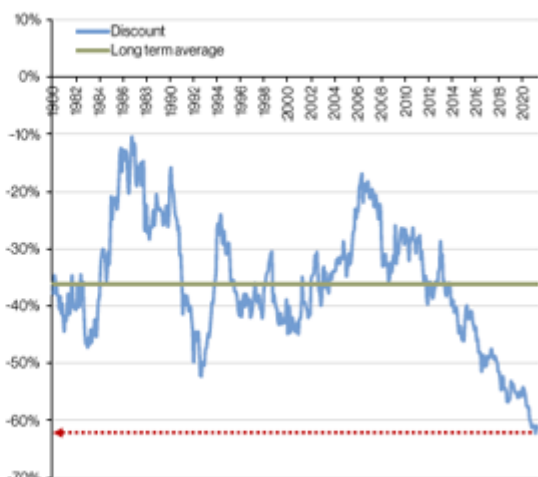


- c) Europa y Small caps. Los mercados de EEUU y especialmente los megacaps, han volado en los últimos años desde la Gran Crisis Financiera de 2008-09. El mercado EEUU en general ha subido un 300% más que el europeo (si es cierto las compañías EEUU son líderes del mundo) y en términos de Precio/Valor Contable está a mínimos históricos desde 1980 (también es cierto que el Valor Contable es menos relevante en una economía más digital que en el pasado), todo esto nos da una idea de lo barata que está Europa vs EEUU.

Dramatic underperformance since the bottom of the crisis
Indexed to March 2009



Europe trading on a record P/B discount to the US
Europe vs US on a Price/Book ratio basis



- d) Small cap japonesas, aunque por razones técnicas no podemos estar invertidos, el fondo Japan Deep Value de *Marc Garrigasait* es muy interesante. He encontrado un gráfico en el que *Value* se define como la mitad más barata del mercado y small cap como el tercio de valores más pequeños japoneses; sólo en la burbuja tecnológica, estuvo más barato el small cap japonés.

JAPAN SMALL VALUE TRADING AT AN UNUSUALLY WIDE DISCOUNT



- e) Acciones ¿depósito de valor o cobertura contra la inflación? Esta es la parte más controvertida y donde los economistas menos coinciden entre ellos. Por un lado, si suben los tipos de interés, todos los activos con duración larga (bonos a 30 años por ejemplo o las acciones, cuya duración es muy larga) deben sufrir. Históricamente las acciones no han resultado útiles para cubrirse de la inflación en plazos cortos de tiempo; lo que si han sido capaces es de preservar e incrementar su valor a largo plazo. Por ello un inversor con un horizonte a largo plazo debería tener un gran componente de

acciones en cartera, especialmente si están “baratas” y puede hacer coberturas puntuales. Pueden leer más sobre esta temática en una de las últimas cartas de la gestora estadounidense GMO (<https://www.gmo.com/europe/research-library/part-2-what-to-do-in-the-case-of-sustained-inflation/>).

Para terminar, doy una pincelada de las exposiciones de vuestro fondo, Crianza de Valor. El fondo está invertido principalmente en Renta Variable (depósito de valor) en un 90%, aunque con un casi 4% de coberturas bajistas; Europa (menos sobrecomprada, casi todo *Value*) pesa un 76% de la Renta Variable vs un 6% en EEUU (y ahí tiene la parte menos sobrecomprada del mercado). Los valores de pequeña y mediana capitalización (menos sobrecomprados, la mayoría *Value*) pesan el 57% de la cartera mientras los valores de gran capitalización un tercio (ahí es casi todo más bien *Value*). Las acciones de materias primas pesan aproximadamente un 11% de la cartera. La deuda a plazos cortos pesa aproximadamente un 10% de la cartera.

Por ello pienso que la cartera es robusta para hacer crecer el valor a largo plazo, con una volatilidad sensiblemente inferior a cualquier fondo índice de Renta Variable; lo que es seguro, es que en el corto plazo el valor diario fluctuará.

Atentamente

Christian Freischütz
Ennos Value EAF, S.L. (#228 CNMV)
Asesor del Fondo de Pensiones Crianza de Valor