

## Prime Value

«Booms start with some tie-in to reality, some reason which justifies the increase in asset values, and then — and this is the critical feature of speculative mood — the market loses touch with reality.»

— John Kenneth Galbraith

En estos tiempos es especialmente importante diferenciar entre precio y valor.

Para nosotros, y de forma simplificada, el valor de un activo lo va a determinar la corriente de flujos de caja futuros traídos a valor presente. Mientras que el precio es por lo que cotizan estos flujos. Es decir: Precio es lo que pagas, valor es lo que obtienes.

En este sentido es importante recordar e insistir, especialmente en estos tiempos, algo evidente: el precio que se paga por un activo en relación a lo que vale sí es importante.

A pesar de la calidad que pueda tener el negocio, si pagas un precio excesivo, la rentabilidad de la inversión no será la deseada.

Tomemos como ejemplo Microsoft. La compañía dirigida por Bill Gates llegó a cotizar a \$60 en el año 2000 y no volvió a recuperar dicha cota hasta el 2017.

*Microsoft return 2000 - 2016*



Fuente: Bloomberg

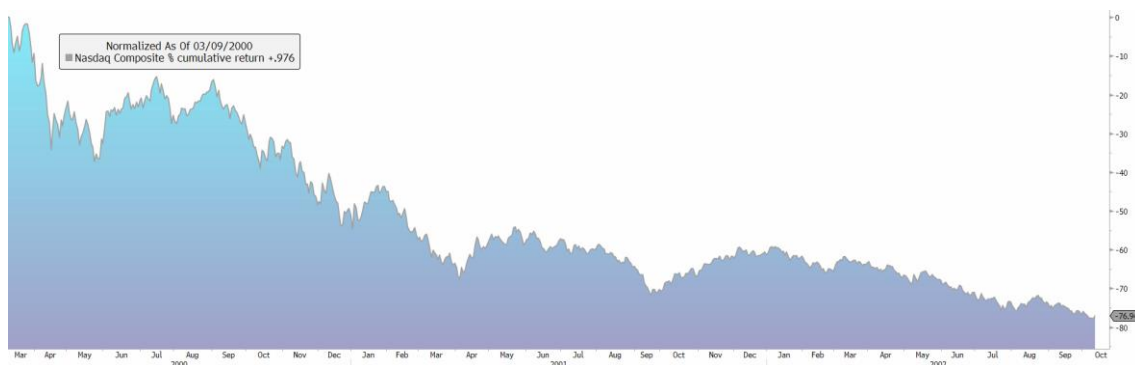
La compañía, de hecho, incrementó sus beneficios en la década de los 2000, tenía una buena posición de caja, y excelentes retornos sobre el capital. Sin embargo, esta mejora en los fundamentales de la empresa no fue suficiente para compensar el precio pagado en los años de burbuja.

Veamos otro ejemplo de una empresa excepcional, Disney.

Los ingresos de la compañía del ratón más famoso de la historia fueron de \$177 millones en 1966, \$385 millones en 1973 y de \$2015 millones en 1985. Disney era una gran compañía en 1966, en 1973 y en 1985. Sin embargo, el inversor que compró en 1973 a un ratio precio / beneficios de 81 veces no recuperó su inversión hasta 1985. De nuevo, el precio que pagas, importa.

Microsoft y Disney no han sido los únicos casos, esto es algo que sucede de forma global en las burbujas, como se aprecia en el índice tecnológico de referencia en EEUU desde el año 2000, el cual sufrió una caída del 75% en los dos años siguientes.

### *Nasdaq return 2000 - 2002*



Fuente: Bloomberg

A finales de los años 90 Edward Chancellor en su libro *Capital Account*, escribía lo siguiente:

*“El ratio del S&P 500 en relación con el índice de la bolsa de Nueva York, el cual agrupa muchas más empresas de EEUU, se encuentra en máximos históricos. El surgimiento de mega compañías es un fenómeno global”.*

Ese ratio, se ha disparado a nuevos máximos históricos en el último año.

### *S&P500 vs NYSE*



Fuente: Bloomberg

Es decir, vemos con mayor frecuencia una presencia de este tipo de *megacaps* en los índices. Las 5 primeras compañías del S&P nunca han pesado tanto sobre el índice, menos aun atendiendo al peso de sus beneficios.

## Share of top 5 companies in the S&P500



Fuente: Bloomberg, FactSet, Morgan Stanley Research. Top 5 companies today: Apple, Microsoft, Google, Amazon and Facebook

Así que cabe preguntarse si realmente lo han hecho tan bien.

Tomemos por ejemplo Apple. Desde principios de 2018, la famosa empresa de la manzana ha hecho crecer sus ingresos un 1%, su beneficio un 7%, su generación de caja de operaciones y caja libre se ha mantenido plana y su posición de caja neta se ha deteriorado en un 39%, pasando de \$122 mil millones a \$74 mil millones.

Las expectativas no son mucho mejores, especialmente con la pandemia mundial que ha golpeado al mundo. Con todos estos datos, cualquier inversor debería esperar una evolución negativa en bolsa del precio de la acción. Nada más lejos de la realidad, la capitalización de empresa se ha multiplicado por más de 2 veces desde 2018.

## Apple return 2018 - 2020

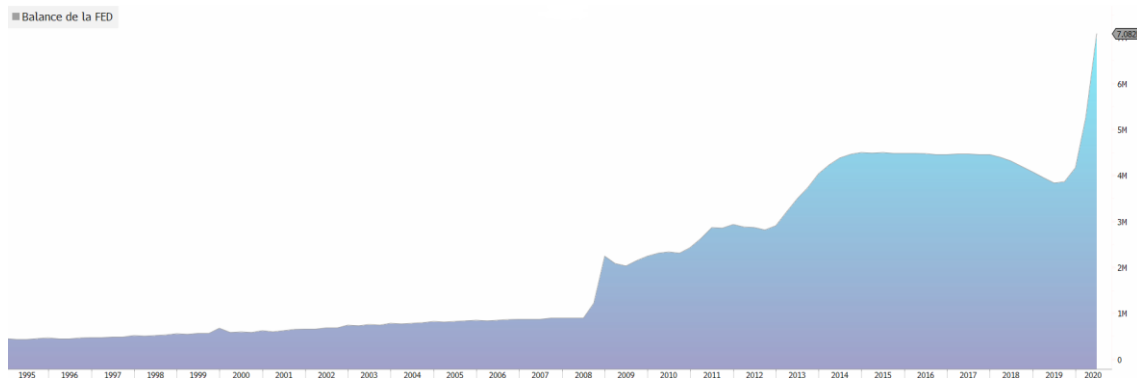


Fuente: Bloomberg

Pero, ¿por qué está sucediendo esto? Si estamos ante una burbuja, ¿quién o qué la ha provocado? Quizá los bancos centrales tengan mucho que ver con esto. La política monetaria que están llevando a cabo no tiene precedentes en la historia.

En los últimos 3 meses, la cantidad de activos que ha comprado la FED (banco central de EEUU) ha sido de más de 3 billones de dólares.

### Balance de la FED 1995 - 2020

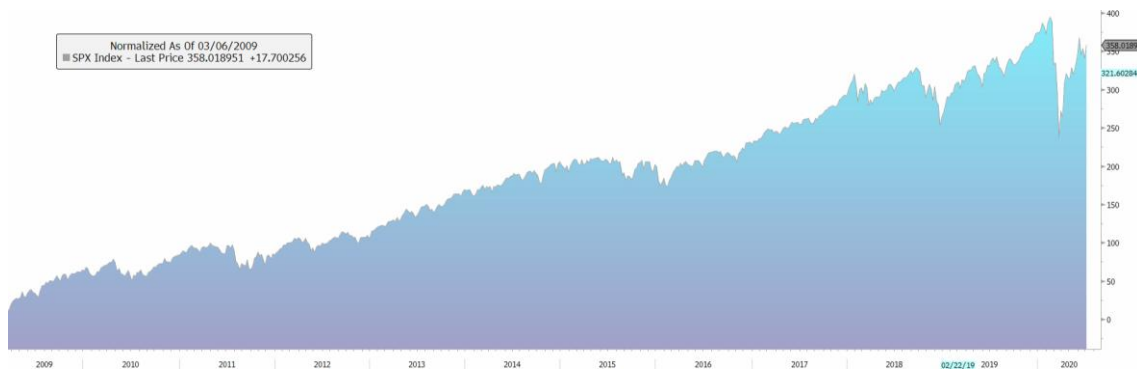


Fuente: Bloomberg

Todo ello para estimular la economía. No obstante, la economía está en uno de los peores momentos de su historia: el número de compañías que ha presentado el *Chapter 11* (bancarrota) en EEUU es de 3.427, muy cerca de las 3.491 durante la primera mitad de 2008.

El éxito de las políticas monetarias ha sido, sin embargo, rotundo en lo que a la creación de burbujas financieras se refiere. La masiva inyección de liquidez, que como hemos visto no está fluyendo en la economía real, se ha dirigido hacia la bolsa. El S&P 500 ha multiplicado por casi 5 veces desde su mínimo de 2009.

### S&P500 return 2009 - 2020



Fuente: Bloomberg

Esto tiene un efecto muy perverso: La FED compra deuda pública y corporativa. Estos activos suben de precio y la rentabilidad es cada vez menor. El inversor tradicional en renta fija, se ve desplazado hacia activos con mayor riesgo en busca de esa rentabilidad que ya no encuentra en la renta fija. Y todo ese flujo va a parar a las *blue chips* o acciones tecnológicas de moda. De esta manera los fundamentales de estas acciones se alejan cada vez más de su precio, hasta llegar a puntos que rozan lo ridículo. Un ejemplo de ello, lo encontramos en

empresas como Nikola. Se trata de una empresa de coches y camiones eléctricos, que espera tener un ingreso en 2024 de \$3 mil millones, y un beneficio operativo de \$145 millones. Esta compañía no ha fabricado ni un solo coche, tiene un valor de mercado de \$24 mil millones, similar a la capitalización de mercado Ford, y mayor que Fiat, Hyundai, Renault o Peugeot.

Otro ejemplo lo encontramos en Tesla, una compañía que fabricó menos de 400k en 2019, es hoy la mayor empresa del sector auto del mundo, por encima de Toyota y Volkswagen, que fabricaron unos 18 millones de coches en el año 2019.

Internet ha supuesto un cambio sólo comparable con la aparición de la escritura o de la electricidad. Somos afortunados de poder presenciar el nacimiento de este enorme cambio que está llevando a la humanidad a un salto cualitativo sin precedentes.

Esto, unido a los tipos de interés históricamente bajos y los sucesivos QEs, han llevado a las cotizaciones de este sector a unos niveles que no presentan un margen de seguridad adecuado para una inversión conservadora. El valor de un activo no es más que los flujos libres de caja futuros descontados a valor presente. Un descuento de los flujos del 8-10% exigiría que estas empresas crecieran a una tasa que no parece conservador proyectar. Especialmente en el entorno actual, en el cual existen empresas que valen varias veces su capitalización bursátil sin apenas aplicar crecimiento.

Cuando leemos libros de historias de burbujas pasadas, nos parece obvio que se estaba cometiendo una insensatez. Pero cuando sucede en el momento presente, no es tan evidente. La condición humana está diseñada para seguir a la manada y para proyectar el pasado reciente al futuro. Estos atajos mentales han sido los que nos han traído hasta aquí, pero en la inversión son el principal origen de decisiones irracionales.

Internet, que tantos beneficios nos está aportando, ha multiplicado el potencial de los sesgos cognitivos. Estamos continuamente bombardeados de ruido e información sesgada, por ello más que nunca la vieja fórmula de comprar algo por menos de lo que vale parece que no tiene lugar.

Pero es en estos momentos, cuando la irracionalidad reina en el mercado, cuando más prudente hay que ser y cuando mejores oportunidades aparecen para el inversor racional.

«If you can keep your head when all about you

Are losing theirs and blaming it on you.»

— Rudyard Kipling

*Prime Value. 8 de agosto de 2020.*