

## La “burbuja del equity”. ¿Realidad o nuevos criterios de valoración?

*Vivimos en un mundo que lleva creando dinero artificial desde 2010 y donde esta velocidad de creación de dinero se ha acelerado a causa de la pandemia. A su vez, en un mundo todavía en recuperación, vemos que los valores de renta variable, el denominado equity, no para de subir, aceptándose que probablemente se esté creando una gigantesca burbuja, tan grande o más que la del crédito. Pero ¿es posible que esto no sea así? ¿Es posible que el exceso de creación de dinero haya cambiado los criterios de cálculo?*



Por Miguel Ángel Temprano  
CEO Orfeo Capital

10 de junio de 2021

Tiempo de lectura: 4,50 min

Me imagino la incredulidad que causa en muchos pequeños inversores lo que está pasando en los mercados con la renta variable, que suben y suben como si no tuviera un fin. La explicación que todos damos es que el equity se ha quedado como el único activo invertible ante una clara burbuja del crédito con próxima fecha de caducidad.

***“Los nuevos hábitos de consumo han maltratado, no solo a las cuentas de resultados de muchas empresas, sino sus valoraciones.”***

Los más que probables cambios de hábitos de vida generados por la pandemia que afectan a las empresas -donde muchas viven una realidad paralela en un mercado, a veces tan sobrevalorado como el inmobiliario- o donde las materias primas se encuentran hipervaloradas; en un mundo donde el uso real del oro ha quedado prácticamente relegado a la joyería y donde aquellas materias primas que son ahora más valiosas (las «tierras raras») están mayoritariamente en manos gubernamentales como las chinas; y finalmente donde el mercado del *private equity* está todavía sangrando por la mella causada por los confinamientos en las pymes donde invierten, dejan al equity como refugio activo de una esperada rentabilidad.

***“Parece increíble que el activo de riesgo por excelencia haya quedado como el único activo invertible.”***

Pero no nos quedamos solo aquí, edulcoremos el panorama anterior con que actualmente, y “gracias” a la expansión cuantitativa que vivimos, obtener dinero de los bancos es “gratis”, mientras que, por tenerlo en el congelador de una cuenta corriente, nos costará entorno de un 0.5%.

Entonces, la pregunta del millón es: ¿hay o no una burbuja en el equity, o como se denomina por estos lares, en la renta variable? Pues después de darle vueltas mucho tiempo debo decirles que no estoy seguro. Hablo con la franqueza que hablo siempre y les voy a explicar los motivos, no de la franqueza, sino de las dudas, y probablemente después de leer lo siguiente, aquellos que pensasen de una u otra manera pasen a no estar tan seguros ya de estar en lo cierto.

***“¿Por qué le damos el mismo valor al dinero a la hora de valorar activos si, al ser un bien escaso, su valor está influido por la cantidad de este en circulación?”***

Hace ya un tiempo, nuestra Directora de Operaciones puso sobre la mesa un pensamiento que desde entonces me trae por el camino de la amargura: “Si el dinero es un bien escaso y, por lo tanto, su valor, entre otras cosas, depende de la cantidad de masa en circulación, ¿por qué le seguimos dando el mismo valor a la hora de valorar los activos que cuando su masa en circulación era menor?”

El valor del dinero está recogido de manera implícita en el PER. Ella continuaba: “Si me cuesta menos conseguir el dinero, estaré dispuesta a pagar más que antes por un activo que da los mismos resultados”. Coincidirán conmigo que como duda teórica es muy razonable.

***“Si las tasas de descuento de los activos ya no son estables, entramos en un círculo vicioso de una ecuación donde solo hay incógnitas (tasa y beneficios).”***

Pero ante esta tesis, me surgen dos preguntas. La elemental: ¿entonces, a qué tasa lo debo descontar ahora? Y la segunda: si llevamos creando masa monetaria a espuestas desde 2011, ¿por qué hasta el 2019 los multiplicadores del PER eran más o menos estables?

Esta última pregunta podría valer por si sola para desbaratar la tesis, pero entonces, ¿por qué los mercados suben y suben? ¿por qué una compañía como Adidas, que ha tenido que recibir un mega préstamo del gobierno alemán, vale ahora más del 20% que antes de la pandemia? Los flujos de caja descontados a la misma tasa que antes, menos la nueva deuda, me debería dar un valor inferior o como máximo igual, pero no, es mucho mayor. ¿o es que ahora todo el mundo va a vestir a todas horas zapatillas de deporte y Adidas va a vender el doble?

Si se dan cuenta, no tengo una respuesta clara al por qué de la situación actual, pero me inclino mucho más por la teoría de nuestra Directora de Operaciones, sobre todo porque es una teoría analítica.

Pero entonces, ¿cuál es el multiplicador adecuado en esta situación? La respuesta sencilla sería que el dinero ha perdido valor en la misma proporción que ha crecido la masa monetaria sobre la inflación. Pero si somos tan simples como esto, llegaríamos a la conclusión de que los multiplicadores en Europa y USA deberían de multiplicarse por dos o incluso por tres, cosa que per se es irracional, y muy alejada de la situación actual.

Así que llegamos a una conclusión malévola: no podemos calcular de manera eficiente el valor de las compañías. Y si no, fíjense en como JP Morgan o Goldman Sachs cometen errores de valoración exagerados, impropios de los valiosísimos profesionales que trabajan ahí.

***“Hemos perdido la facultad del cálculo fino, al menos hasta que el mercado se estabilice o un matemático y futuro Premio Nobel nos recalculen el multiplicador del beneficio en función del exceso de masa monetaria en circulación.”***

Entonces, ¿no invertimos?, ¿nos jugamos a los dados dónde invertir? Ni mucho menos a ambas preguntas. Simplemente buscamos métodos alternativos en tiempos de mudanza, tan válidos como los otros, aunque no lo parezca.

Sin entrar en una teoría de la valoración de activos y para ser simple, debemos fijarnos en algunos datos cualitativos que tan poco nos gusta valorar y salirnos de la hoja de cálculo donde muchos vivimos para centrarnos en mirar lo que ocurre a nuestro alrededor, algo que dicho sea de paso, debería ser lo primero que hiciéramos siempre.

La humanidad, pero fundamentalmente la que tiene el dinero, ha vivido literalmente un año encerrada. Este encierro ha generado un importe cuantitativo monetario, cuantificado solo en USA, en 1,7 billones de USD (a groso modo, casi dos veces la generación de riqueza anual de la 14ª potencia económica mundial, España) y además otro valor cualitativo: unas ganas desesperadas por salir y gastárselo.

***“Hay dos tipos de gasto: el que produce bienestar físico y el que produce bienestar emocional.”***

Me gusta decir que hay dos tipos de gasto, el que produce bienestar al cuerpo y el que se lo produce a la mente. Y para que vean la diferencia, el primero es que realizamos yendo al supermercado a comprar comida para alimentarnos y el segundo, que realiza la misma función vital que el primero, es el que realizamos en un restaurante porque nos gusta disfrutar de la compañía, del ambiente o de simplemente no hacer la comida. Pues esos 1,7 billones, solo de los americanos, va a ir a este segundo tipo.

Si este análisis lo anexamos a que muchas compañías por su falta de actividad han caído más de un 80% su valoración, la ecuación nos sale perfectamente.

Podríamos pensar que esto ya está descontado en la valoración de todas las compañías, pero si aceptamos la anterior aseveración de que el multiplicador del PER ahora tiene que ser otro, y eso a pesar del que utilicemos para valorar los resultados estimados (en algunos casos del 2023), no queda duda de que no hay que buscar el valor en el defecto de la cotización, sino en la capacidad de captar ese gasto que produce bienestar, porque no serán 1,7 B, serán muchísimos más.

***“Si aceptamos la teoría de que el exceso del dinero cambia el multiplicador del beneficio para calcular el precio del valor, nada está caro, o por lo menos no lo sabemos.”***

Para acabar y como siempre, damos una idea de inversión, en este caso el sector de cruceros. Y esto por su estrechez -solo tres grandes compañías cotizan- y porque ahora esta aparente debilidad es una oportunidad para el inversor y porque su principal barrera para crecer, la del número de pasajes disponibles, ahora juega a su favor porque las reservas se van a anticipar y la visibilidad del negocio a medio y largo plazo va a ser a mucho mejor.

Estas compañías han recuperado muchísimo, pero todavía están muy lejos de sus valoraciones pre-pandémicas. Y si hay un sitio que a la gente con dinero se la pueda asegurar asepsia vírica es en un barco. La mayoría de las compañías exigen que todo el pasaje esté totalmente vacunado y cuando

desembarcan de excursión se mueven en “burbujas”, con lo cual las posibilidades de reinfección son escasísimas.

Dado que esta “infección” es bastante improbable así que su potencial daño reputacional está limitado. El benéfico en la inversión parece asegurado.



ORFEO  
CAPITAL

La columna de

*Miguel Ángel*

