



Mario Lafuente
Gestor de Inversiones de atl Capital

Los precios descuentan ya buena parte de los riesgos

Razones para comprar en la Bolsa

Si comenzábamos 2018 hablando de crecimiento sincronizado, la tónica general para 2019 es de pesimismo sincronizado, con palabra recesión en boca de todos los inversores. Desde un punto de vista objetivo, la ganancia que un inversor va a obtener de la renta variable depende de tres factores: la rentabilidad por dividendo, el crecimiento de beneficios y la valoración que se pague por esos beneficios en el horizonte temporal de la inversión. Veamos cada una de ellas:

La rentabilidad por dividendo de la Bolsa europea ronda el 4%, en España, Italia y Reino Unido es algo superior, próxima al 5%, mientras que en EEUU está más cercana al 2%, si bien teniendo en cuenta el volumen de recompras, la remuneración total al accionista está más próxima al 4% normalizando el efecto de las repatriaciones. Por tanto un nivel de rentabilidad de partida muy razonable.

El crecimiento de beneficios del año 2018, salvo debacle en el último trimestre, va a ser sólido y robusto en casi todas las zonas geográficas: superior al 20% en Estados Unidos, próximo al 15% en Reino Unido, cercano al 10% en Japón y entre el 7% y el 10% en la zona euro. Para 2019 se espera una moderación del crecimiento hasta niveles de entre el 4% y el 7%.

La valoración de partida es sensiblemente más atractiva que hace unos meses, al haber crecido los beneficios y bajado los precios. Además, la principal variable que hacía temer una fuerte contracción de múltiplos era el aumento abrupto en los tipos de interés; pues bien, de momento la Reserva Federal prácticamente ha telegrafado una parada en el ritmo de endurecimiento de la política monetaria y el BCE es muy probable que no suba los tipos este año. Además, con el reciente comportamiento de los precios de las materias primas, va a ser difícil asistir a presiones inflacionistas.

Con los datos mencionados anteriormente, no es descabellado pensar en rentabilidades bursátiles superiores al 7% anual en la mayoría de mercados. El problema es que este número es más preciso cuanto más alargamos nuestro horizonte de inversión y menos preciso cuanto más corto sea este.

Para dar una visión de más corto plazo debemos atender a indicadores más ligados a sentimiento y a posicionamiento. En una reciente encuesta del banco de inversión Bank of América, preguntaban a varios gestores de fondos por su previsión de beneficios para 2019 y el 52% esperaba un deterioro, cifra alcanzada sólo en situaciones como la crisis rusa de 1998, la tecnológica de 2001 o la financiera de 2008, por lo que de darse una sorpresa, es difícil que sea a la baja.

A vigilar

Para nosotros, la clave del año bursátil va a estar en si hay o no crecimiento de beneficios. De cumplirse las expectativas del consenso, es muy difícil que veamos un año con pérdidas en renta variable. Mirando datos históricos del mercado americano, desde 1871 solo ha

habido dos ocasiones en donde hayamos tenido dos años seguidos con crecimiento de beneficios y caída de precios: En el periodo 1939-1941 y 1972-1974. En el primero de ellos, estábamos en mitad de la segunda guerra mundial y en el segundo, la inflación superaba el 12% tras cuadruplicarse el precio del petróleo.

Riesgos

Los riesgos que vemos a este escenario central serían un alargamiento de la guerra comercial entre Estados Unidos y China y su extensión a Europa, un excesivo endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal que provoque una restricción abrupta de crédito haciendo mella en unas empresas con excesivo apalancamiento, y una desaceleración más acusada de la economía china que acabe afectando al resto del mundo.

No obstante, pensamos que los precios actuales llevan incorporados buena parte de estos riesgos y es que, en la época en que nos encontramos, no deja de ser sorprendente que la Bolsa sea el único sitio donde las rebajas disgustan a los clientes. Como siempre recomendamos, cada inversor debe tener la exposición a renta variable que le permita tolerar la volatilidad del activo, que es el precio a pagar por la rentabilidad a largo plazo.



David Ardura
Director de Inversiones de Gesconsult

Cie Automotive o Cellnex, entre los favoritos

Invertir en un mundo de incertidumbres

Cuando a principios del año pasado nos planteábamos como podría ser 2018 la opinión general apuntaba a un ejercicio en el que la combinación del crecimiento económico coordinado a nivel global, el incremento de los beneficios, unos tipos de interés todavía bajo el influjo de los bancos centrales y una agenda política despejada podría derivar en un año beneficioso para los activos de riesgo. Lógicamente, los mercados se habían posicionado en base a esto dando una elevada probabilidad a la continuación de un excepcionalmente tranquilo 2017.

Lo que luego vendría dejaría en nada todas nuestras previsiones. Como suele suceder, los riesgos son los que nunca pones en un papel. La guerra comercial empezó a ganar dimensión y comenzó a tener un impacto en la economía real, dañando la confianza de los consumidores y retrasando decisiones de compra e inversión por parte de las empresas. Las peores pesadillas se hacían realidad en Italia y se creaba un gobierno inconcebible cuya consecuencia inmediata era más gasto y menos ingresos (más déficit) y un marcado sesgo anti europeo. China y su aterrizaje económico empezaba a centrar las conversaciones y, para colmo, el Brexit volvía a complicarse.

Lo malo de todo esto, que no es poco, fue

que se dio en un momento en el que la volatilidad del mercado era excepcionalmente baja y las expectativas demasiado altas. La combinación de estas circunstancias ya queda en los libros de historia como uno de los años en los que mayor número de activos se han correlacionado para dar rentabilidades negativas.

En 2019 nos encontramos en una situación casi diametralmente opuesta. Los mercados se han posicionado para un mundo bordeando la recesión, unos beneficios empresariales deprimidos y unas condiciones monetarias extremadamente restrictivas. Sin ánimo de predecir el futuro, no nos parece el escenario más probable. Al 3% o al 3,5% el mundo seguirá creciendo, los beneficios seguramente no se parecerán a las estimaciones del consenso pero parece difícil que se hundan y los bancos centrales siguen dando señales de ser muy conscientes de la importancia de sus decisiones en la economía y en los mercados.

El mercado español no es una excepción, el Ibex pierde casi un 20% desde los máximos de mayo de 2017, otorgando unas valoraciones que, de partida, parecen bastante atractivas para realizar una inversión de largo plazo. Aunque, dada la particular composición de nuestro índice, es más interesante plantear la inversión de una manera más individualizada, compañía a compañía.

Nos gusta Cie Automotive, que opera en el que es probablemente el sector más afectado por las incertidumbres comerciales a nivel mundial, pero los fundamentales de la empresa no han cambiado. Es importante separar el grano de la paja y en este sentido, mientras que otros han revisado a la baja sus estimaciones, Cie ha dado crecimientos del beneficio del 20% y expansión en márgenes. En este sentido, creemos que los resultados de 2019 seguirán una dinámica positiva.

Otro de nuestros favoritos es Cellnex. Con el auge de los datos y la revolución tecnológica que se acerca, disponer de una red de infraestructuras adecuada para satisfacer esa demanda de datos es fundamental. Está convirtiéndose en el líder europeo de gestión independiente de infraestructuras de telecomunicaciones, tiene un fuerte crecimiento muy bien gestionado. Además, está posicionada en un sector (infraestructuras de telecomunicaciones) y un mercado (Europa) con mucho potencial, que al mismo tiempo ofrece unas barreras de entrada muy fuertes. También dispone de ventajas frente a la competencia. Todo ello se traduce en una capacidad para generar caja de manera estable y recurrente, un elevado retorno sobre el capital y unas oportunidades de crecimiento muy atractivas.

Son precisamente estas compañías las que nos facilitan la certidumbre para invertir en un mundo plagado de incertidumbres. Las estimaciones sobre la evolución de su negocio, sus ventajas competitivas, su capacidad de generación de caja y el valor de sus activos son argumentos que dan seguridad a nuestras inversiones, con independencia de la dirección que toma el péndulo que hace mover los mercados.



La Bolsa española vivió un 2018 complicado.