

## Cribar los restos del naufragio, valor por valor

**Las preocupaciones ante la actual guerra entre Rusia y Ucrania, los problemas en las cadenas de suministro, las crecientes presiones inflacionistas y el temor ante una posible recesión se han traducido en pérdidas en todos los mercados. En esta perspectiva, el gestor de fondos globales Jeremy Podger comparte sus observaciones sobre los últimos acontecimientos en los mercados en lo que ha sido un entorno complejo para los gestores de fondos. Asimismo, explica dónde están empezando a surgir oportunidades.**

Una acusada corrección de los mercados como la que acabamos de ver puede ser una cura de humildad para los gestores de fondos. A finales de la semana pasada (20 de mayo de 2022), un termómetro para los inversores en crecimiento, como es el índice NASDAQ, había caído aproximadamente un 30% desde sus máximos de noviembre del año pasado y un 20% en el breve periodo transcurrido desde finales de marzo<sup>1</sup>.

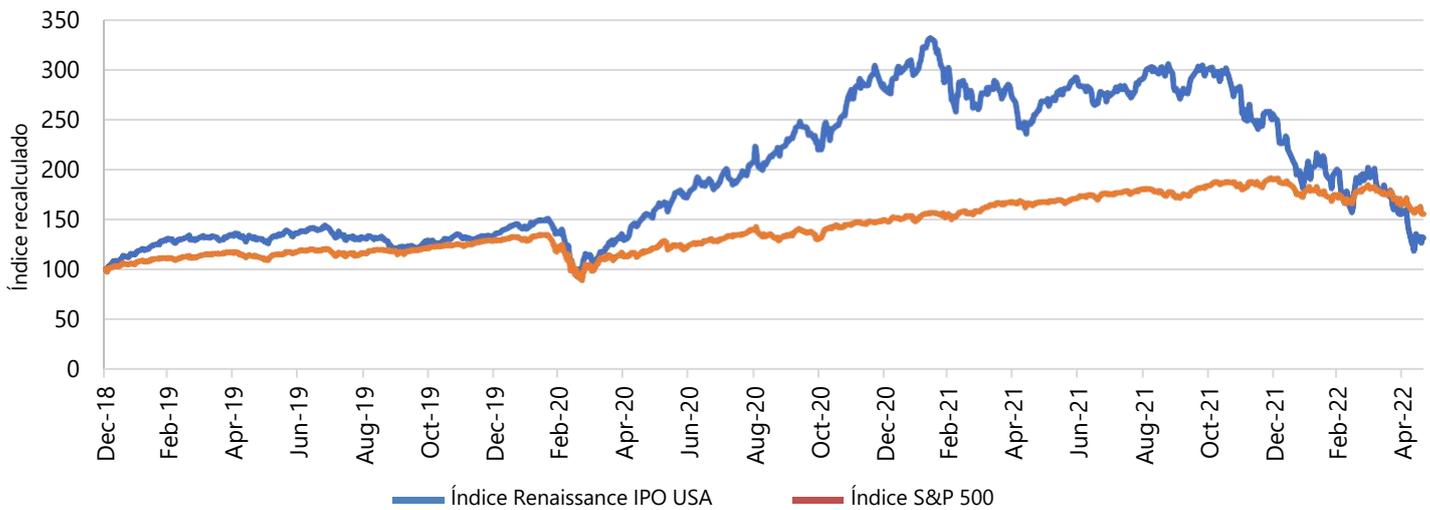
Los observadores más astutos culpan de esta situación al aumento de los tipos de los bonos, y concretamente al incremento de los rendimientos *reales*, un fenómeno que automáticamente devalúa los beneficios a largo plazo más que los beneficios a corto plazo (porque ya se sabe, más vale pájaro en mano...), de modo que los diferenciales de valoración dentro del mercado tienden a comprimirse, como hemos observado.

Sin embargo, no cabe duda de que los enormes estímulos monetarios dirigidos a los mercados provocaron distorsiones y una euforia que no habíamos visto desde los vertiginosos días de la burbuja tecnológica en el 2000. No solo observamos una participación entusiasta por parte de los inversores minoristas en EE.UU., sino que también vimos a las casas de bolsa afanarse en justificar precios estratosféricos con técnicas de valoración creativas.

Vale la pena recordar lo ocurrido hace aproximadamente 20 años. El NASDAQ alcanzó su máximo en marzo de 2000 y no llegó a sus posteriores mínimos absolutos y relativos hasta el cuarto trimestre de 2002 (aunque fue después de los atentados del 11 de septiembre y de un par de cifras trimestrales negativas del PIB). El ciclo completo duró alrededor de cinco años. Desde principios de 1998 hasta finales de 2002, el NASDAQ consiguió en realidad una rentabilidad inferior a la del índice S&P 500 y revirtió las ganancias del 150% observadas hasta marzo de 2000. Eso no quiere decir que todos los valores tecnológicos registraran un mal comportamiento<sup>1</sup>. No obstante, es evidente que las condiciones de efervescencia trajeron una gran cantidad de empresas en fase inicial al mercado, lo que infló el universo de acciones de crecimiento hasta valoraciones ridículamente altas y sus caídas fueron en general espectaculares, lo que agravó la corrección.

Ahora nos enfrentamos a una situación similar. El índice Renaissance IPO, que mide la rentabilidad de las nuevas emisiones durante los dos últimos años, ha perdido nada menos que la mitad de su valor este año<sup>2</sup> (aproximadamente el 48%). Esta situación hace que uno se pregunte en qué pensaban los inversores cuando participaron en esas OPV.

#### Índice Renaissance IPO USA frente a S&P 500: Rentabilidad recalculada (1 de enero de 2019 - 20 de mayo de 2022)



Fuente: Fidelity International, Bloomberg, 20 de mayo de 2022. Rentabilidades de los índices Renaissance IPO y S&P 500 en USD.

Podría explicarse en parte por el deseo de emular el éxito que han cosechado muchos inversores de capital riesgo en los últimos años entrando en empresas en sus fases iniciales con la esperanza de que lleguen a dominar sus nichos. El problema fue que muchas emisiones se valoraron como si ya hubieran alcanzado ese dominio. Como en el año 2000, el mercado prefirió ignorar las amenazas de la competencia y la obsolescencia (recordemos las tristes debacles de AOL, Nokia y muchas otras). Sin embargo, ese pensamiento ahora ha quedado invalidado. Un mercado bajista destruye una tendencia, por lo que no vamos a volver a tomar ese tren durante un tiempo.

¿Evitamos nosotros la tentación de participar en nuevas emisiones? Fidelity Global llevó a cabo un estudio en profundidad de más de 35 salidas a bolsa durante los últimos dos años y, entre las que nos planteamos seriamente, finalmente desistimos en más de 20. Estas emisiones se dejaron nada menos que un 60% desde que se puso precio a la emisión hasta la segunda semana de mayo. Las OPV que consideramos interesantes estuvieron enormemente sobresuscritas; en las que decidimos participar, recibimos posiciones pequeñas y el aumento inmediato de las cotizaciones hizo que no tuviera sentido mantener la mayoría de ellas. En esas emisiones que vendimos nos anotamos unas ganancias extraordinarias de más del 50%. Esas acciones pierden ahora una media de más del 50% frente al precio al que vendimos. Seguimos manteniendo tres posiciones compradas en OPV y, en promedio, salimos comidos por servidos. No es una mala cifra, pero en vista de que la cantidad de capital de los inversores que desplegamos en este ejercicio fue relativamente baja, la contribución a nuestras estrategias de renta variable global fue moderada.

Ahora esperamos un periodo algo más tranquilo para las nuevas emisiones y con valoraciones más sensatas. Estamos empezando a vislumbrar las posibles salidas a bolsa que probablemente se produzcan más adelante este año y algunas auguran un buen potencial de crecimiento y una sólida rentabilidad actual. La vuelta a la normalidad en este sentido será muy bienvenida.

A pesar de que las valoraciones de los títulos de crecimiento en general, y los tecnológicos en particular, todavía no han corregido hasta sus medias a largo plazo, parece que es momento de empezar a buscar nuevas oportunidades entre la larga lista de damnificados. Durante la mayor parte de los últimos dos años, hemos evitado en gran medida los valores de alto crecimiento porque considerábamos que sus valoraciones probablemente caerían en los siguientes años. Puede que ese riesgo no se haya disipado del todo, pero ahora es una amenaza menos importante de lo que solía ser.

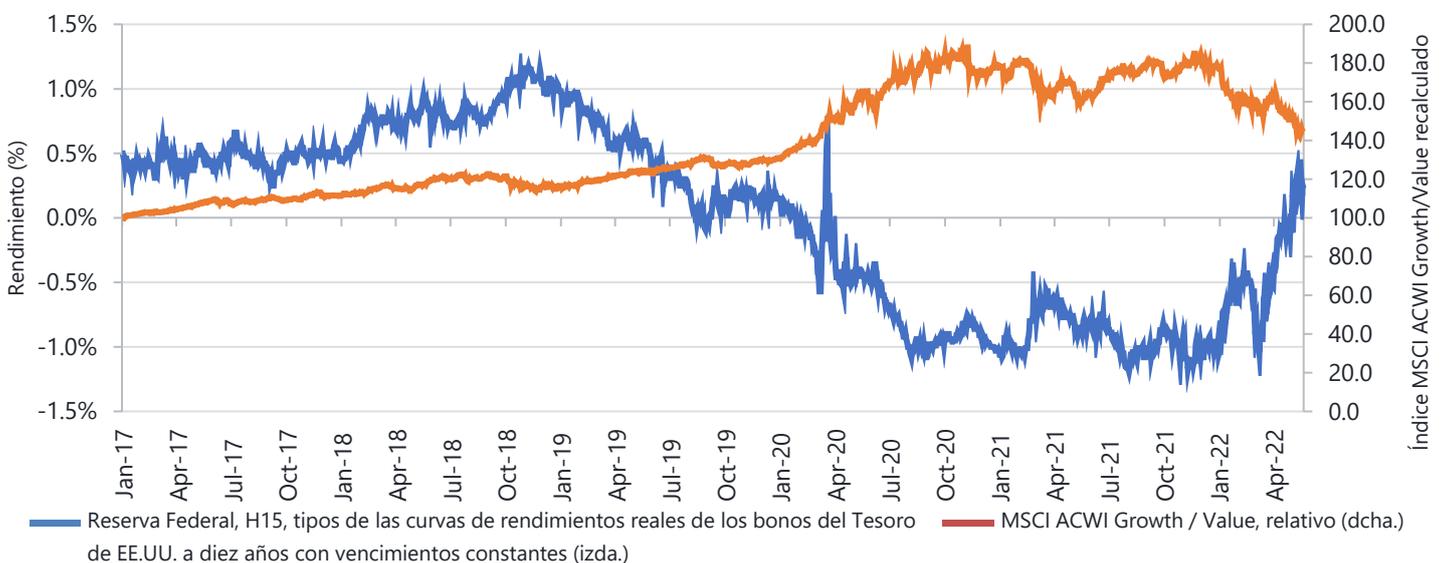
Hemos comenzado recuperando nuestro trabajo anterior y acabamos de empezar a comprar con cautela una de esas emisiones que cayó en desgracia. Estamos abriéndonos paso, entre los restos del naufragio, en sectores que antes despertaban pasiones... pero ya no. Será una tarea difícil. A medida que caen los precios, descubrimos nuevas razones por las que las empresas de crecimiento tan en boga no hace mucho quizás no son tan atractivas como pensábamos.

Por ejemplo, fijándonos en un campo de la tecnología médica, la semana pasada nos reunimos con uno de nuestros analistas para hablar sobre las empresas especializadas en genómica. Constituye un campo fascinante que impulsa la detección del cáncer y los tratamientos y diagnósticos de los trastornos genéticos. Se trata de un área que el año pasado encontrábamos interesante, pero que no pudimos encajar por las valoraciones. De las diez compañías que analizamos, siete de ellas han perdido más del 60% en lo que va de año. Es una industria que cambia rápidamente y el panorama competitivo está en constante evolución. Las grandes compañías están envueltas en conflictos sobre patentes y las pequeñas empresas están tratando de adelantarse a los operadores dominantes con soluciones mejores y más baratas. Los riesgos en los valores individuales siguen siendo elevados y no está nada claro que nos encontremos ante verdaderas gangas en este ámbito.

En marzo comentamos algunos problemas de mercado a más largo plazo y merece la pena recordar dos. En primer lugar, la tecnología no es la única respuesta. Muchas empresas tecnológicas experimentaron una enorme aceleración del crecimiento durante la pandemia y ahora debemos adaptarnos a una desaceleración y, en algunos casos, a un retroceso. Es evidente que se darán nuevas oportunidades en el sector tecnológico en los próximos años, pero será igual de importante saber cómo van las empresas no tecnológicas a internalizar la tecnología y utilizarla para desarrollar su ventaja competitiva.

En segundo lugar, el crecimiento no es el único camino. Como hemos visto en los últimos seis meses, el castigo por defraudar que sufren las acciones de crecimiento con valoraciones muy elevadas puede ser mucho mayor que el de los títulos de perfil *value* más baratos. Incluso con la reciente corrección, los valores de crecimiento siguen siendo más caros (frente a los beneficios previstos a corto plazo) de lo que eran hace cinco años, y los títulos de perfil *value* están más baratos de lo que estaban. Los gestores de fondos de crecimiento han sufrido este año, pero no parece que ninguno haya cambiado realmente su proceso de inversión. Por lo tanto, mientras nos ponemos en marcha para encontrar buenas acciones de crecimiento arrastradas por la caída del mercado, todavía existen muchos títulos de perfil *value* que parecen atractivos. Es uno de esos momentos en los que empezar a buscar oportunidades excelentes tanto en los valores de perfil *value* como de crecimiento parece mejor que tratar de refugiarse en el punto intermedio.

**Índice MSCI ACWI Growth/Value frente al rendimiento real a 10 años % (TIPS) - 1 de enero de 2017 a 20 de mayo de 2022**



Fuente: Fidelity International, Bloomberg, Reserva Federal, 20 de mayo de 2022. Reserva Federal, boletín estadístico H15, tipos de las curvas de rendimientos reales de los bonos del Tesoro de EE.UU. a diez años con vencimientos constante.