

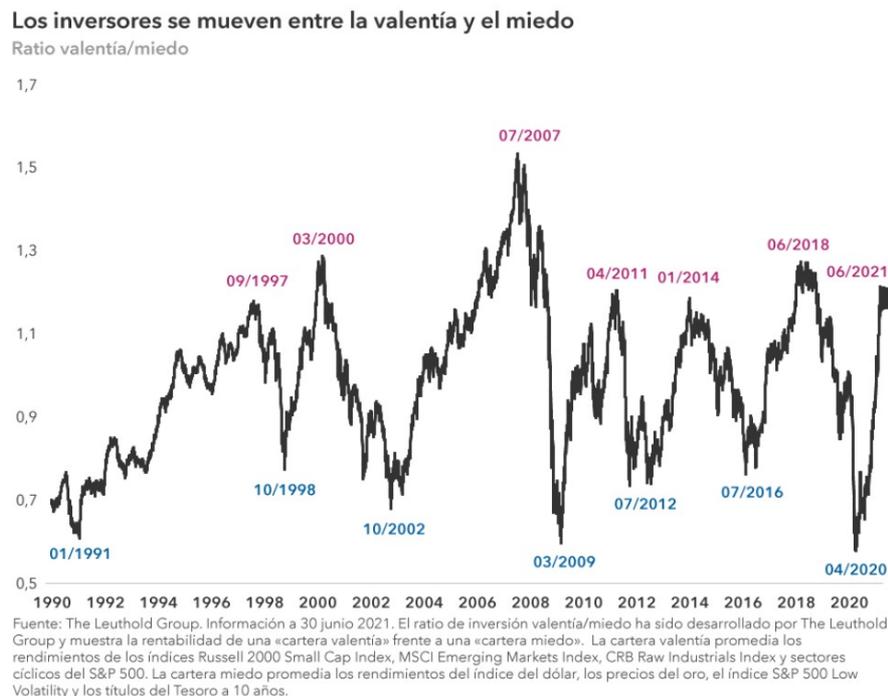
5 lecciones de inversión que nos ha enseñado la pandemia

Cuento con más de treinta años de experiencia en el sector de la inversión, y los últimos dieciséis meses de mi trayectoria profesional han sido intensamente dolorosos e increíblemente instructivos. En torno al 23 de marzo de 2020, los índices Standard & Poor's Composite y MSCI All Country World llegaron a mínimos que establecieron así el mercado bajista más rápido de la historia mientras la pandemia de COVID-19 se extendía por todo el mundo.

En marcado contraste con dicha caída, los mercados de renta variable alcanzaron la semana pasada nuevos máximos históricos, por lo que hemos logrado cerrar el círculo desde las profundidades a las que caímos en 2020 hasta las alturas alcanzadas en 2021. Estos acontecimientos me han llevado a pensar que este puede ser un buen momento para compartir algunos de los aprendizajes que he logrado extraer de este periodo histórico tan inusual.

Empezaré hablando de lo que pensaba a principios del año 2020. A finales de 2019, confiaba en que los mercados estaban bien posicionados para un periodo de sólidos resultados. La inflación y los tipos de interés estaban en niveles reducidos, y parecía que así iban a seguir. Los bancos se mostraban proclives a la concesión de préstamos y las compañías parecían dispuestas a volver a invertir en capacidad productiva, en contraposición a las recompras de acciones y las adquisiciones de dudosa utilidad de tiempos pasados.

Mi posicionamiento a principios de 2020 era un fiel reflejo de mis convicciones, con poco nivel de liquidez y un fuerte componente cíclico en mis principales posiciones. En menos de tres meses, la economía mundial quedó prácticamente paralizada y el miedo se apoderó de los mercados, por lo que mi posicionamiento procíclico parecía, como poco, problemático. Pero el contexto es importante. Y, para entenderlo, resulta útil entender mi estilo de inversión.



Mis amigos y compañeros suelen decir: «Steve es el típico que va corriendo a meterse en edificios en llamas». Igual es un poco excesivo, pero es cierto que me gusta invertir contracorriente. Siempre he pensado que el mercado fluctúa entre el entusiasmo excesivo y el pesimismo extremo. Un inversor con un grado razonable de objetividad puede obtener buenos resultados vendiendo en el primer caso y comprando en el segundo.

Este enfoque me ha funcionado muy bien en los últimos treinta años. Pero es cierto que también suele ocasionar ciertos problemas, y tiende a ofrecer mejores resultados en las primeras etapas de los mercados alcistas, cuando el pesimismo da paso al

optimismo. Warren Buffett lo definió mejor: «Hay que ser temeroso cuando los demás son codiciosos y codicioso cuando los demás son temerosos».

Así soy yo, en resumen. A continuación, enumero las cinco lecciones que he aprendido o reaprendido con la pandemia y que estoy aplicando a mis carteras de inversión:

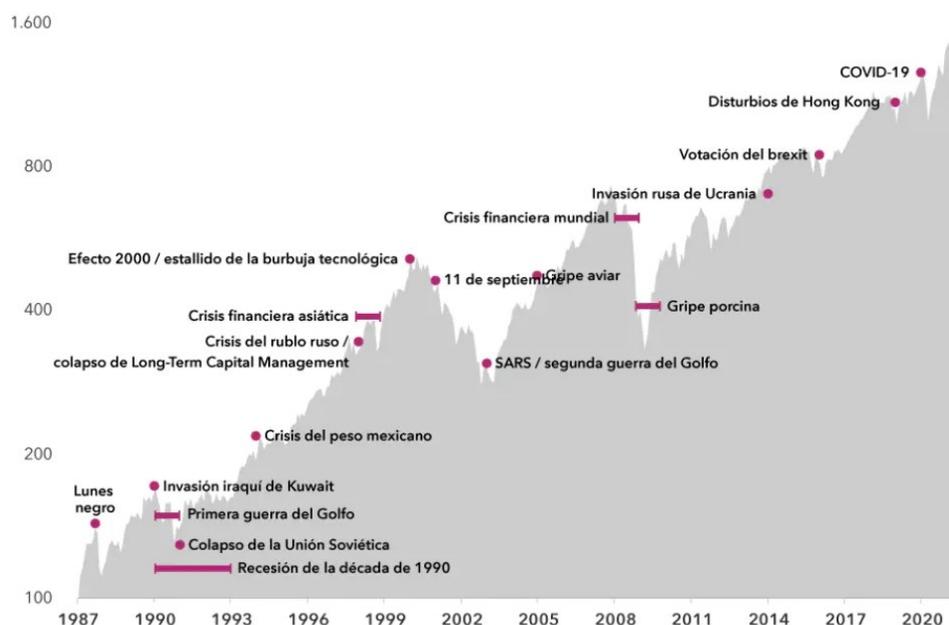
1. Las crisis de mercado son inevitables

La caída del mercado bursátil que provocó la pandemia me hizo pensar en las crisis de mercado de las que he sido testigo a lo largo de mi trayectoria profesional. Conté 21, entre ellas el colapso de la Unión Soviética, el estallido de la burbuja tecnológica, la crisis financiera mundial y, ahora, el COVID-19.

Me refiero a todas ellas solo para poner de manifiesto el hecho de que las perturbaciones del mercado son una realidad para los inversores. Según mi lista, hemos de enfrentarnos a alguna de estas circunstancias cada dieciocho meses, aproximadamente.

Las perturbaciones del mercado son una realidad para los inversores

Índice MSCI All Country World



Fuente: MSCI, RIMES. Información a 30 junio 2021. Datos indexados a 100 a 1 enero 1987, basados en el índice MSCI World desde el 1 enero 1987 al 31 diciembre 1987, la rentabilidad bruta del MSCI ACWI desde el 1 enero 1988 al 31 diciembre 2000

Nadie podía haber previsto la pandemia pero, en retrospectiva, habría sido lógico considerar la posibilidad de que ocurriera algo que viniera a interrumpir la increíble tendencia alcista de los últimos diez años. Si nos lo hubiéramos planteado en términos históricos, también habría sido lógico pensar que conseguiríamos superar la crisis y resurgir con más fuerza. De hecho, lo hemos hecho.

2. La interpretación de la historia no es una ciencia exacta

Esta lista de acontecimientos, relativamente corta, ofrece también otras lecciones importantes. Por ejemplo, nos enseña que la historia no tiene por qué repetirse exactamente en los términos que uno espera. Es fácil establecer falsos paralelismos, que fue exactamente lo que yo hice en los primeros meses de la crisis del COVID.

Por ejemplo, yo vivía en Hong Kong durante la epidemia de SARS (síndrome respiratorio agudo grave) de 2003, lo que me llevó a realizar rápidamente comparaciones excesivamente simplistas entre el SARS y el COVID. Aunque la epidemia de SARS fue aterradora, en términos relativos fue una situación mucho menos importante. Fue un error basarnos en la experiencia del SARS para extraer conclusiones en relación con el COVID porque, al hacerlo, no preparamos a los inversores para el alcance y la duración de esta pandemia.

Añadiré que también me sorprendió la rapidez y contundencia de la respuesta gubernamental a la crisis del COVID, en términos de política fiscal y monetaria. Dicha respuesta contribuyó a minimizar parte del daño que sufrió mi posicionamiento procíclico en los primeros meses de 2020.

3. ¿Crecimiento o valor? Ambos, en el momento adecuado.

Aunque reconozco que me produce cierta incomodidad la excesiva imprecisión y vaguedad de las etiquetas «crecimiento» y «valor», las utilizaré aquí a pesar de su falta de matices. Lo cierto es que mi reducida selección de compañías orientadas al crecimiento me salvó el pellejo en los peores días de 2020. Estas posiciones incluían algunas empresas tecnológicas, especialmente en el sector de los semiconductores, así como algunas compañías de comercio electrónico e internet orientadas al consumidor.

A pesar de mi preferencia por las compañías de valor, sigo confiando en la gran capacidad de resistencia del sector tecnológico. El momento de entrada en el mercado es importante. Muchas de mis inversiones relacionadas con la tecnología son posiciones a largo plazo que incorporé a mi cartera antes de que el mercado reconociera su potencial. Me gusta invertir en una compañía cuando los precios son bajos y no cuenta con el favor de los inversores, pero también me gusta mantener la inversión durante el tiempo suficiente como para que el mercado refleje el verdadero valor de la compañía en cuestión. Así, algunas de mis posiciones actuales no parecen contrarias a la tendencia, pero probablemente lo fueron en su momento.

A medida que estas compañías iban repuntando durante la pandemia, recorté gradualmente algunas de mis posiciones para invertir en áreas menos favorecidas por los inversores, como la energía, las finanzas y los viajes.

4. Los dividendos desempeñan una función importante

Y hablando de áreas poco favorecidas por los inversores: llevo bastante tiempo prestando especial interés a los dividendos como el principal mecanismo que utiliza una compañía para transferir valor a sus inversores. Siempre he pensado que los dividendos continuarán funcionando como un factor estabilizador en periodos de inestabilidad de los mercados.

Por desgracia, esta última característica se ha debilitado en los últimos diez años y pareció haber desaparecido por completo en algunos momentos de 2020. Pero no estoy dispuesto a decir que el rendimiento sea inútil. Las condiciones monetarias actuales, sin precedentes históricos, y la devoción del mercado por las compañías que transforman la sociedad y crecen con rapidez, han hecho que hayamos dado de lado a muchas de las normas históricas.

Sin embargo, no creo que el valor de los dividendos como mecanismo de transmisión de valor que vincula a las compañías y a los inversores haya terminado. En mi opinión, es hoy más importante que nunca. Y, de hecho, sigo invirtiendo en compañías con un gran volumen de dividendos, así como en empresas con dividendos en crecimiento.

Resumiendo: me encantaban los dividendos antes de la pandemia y me siguen encantando ahora.

Las compañías que reparten dividendos son una fuente importante de rentas

6 Rendimiento (en %)



Fuente: MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's. Información a 30 junio 2021.

5. El doctor Cobre ofrece un diagnóstico acertado

Mis perspectivas, tan desacertadas como en el primer trimestre de 2020, no han cambiado mucho.

Ahora que el mercado ha cerrado el círculo, me doy cuenta de que mi sensación es muy parecida a la que tenía a finales de 2019: el nivel de liquidez de mis carteras de inversión sigue siendo muy reducido y creo que dentro de un año los mercados globales habrán subido. Mis carteras siguen teniendo un sesgo procíclico, lo que me lleva a favorecer aquellas compañías que, en mi opinión, van a verse favorecidas por la reaceleración del crecimiento de la economía mundial.

Puede que me equivoque, claro, pero me anima el diagnóstico del doctor Cobre. Es de sobra conocido que el cobre es una materia prima con un doctorado en Economía, dada su gran capacidad para ayudar a predecir la evolución de la economía mundial. Los precios del cobre registraron su nivel mínimo a finales de marzo. Ahora nos dicen que la economía está repuntando con fuerza y que lo más probable es que continúe haciéndolo.

También es posible que el cobre nos esté avisando sobre un aumento de las presiones inflacionistas, pero por el momento no creo que la inflación, o la subida de los tipos de interés, sean una amenaza para los mercados de renta variable global.

Los precios del cobre señalan la buena situación de la economía

\$5,0 Precio del cobre



Fuente: Refinitiv Datastream. Información a 30 junio 2021.

También encuentro oportunidades más atractivas fuera de Estados Unidos. En concreto, y desde una perspectiva de valoración, los mercados emergentes resultan ahora mucho más atractivos que Estados Unidos, y mis carteras reflejan esta opinión.

En resumen, volvemos a tener todos los elementos que tanta confianza me ofrecían y sobre los que tan equivocado estaba a finales de 2019 y principios de 2020. Algunos podrían pensar que me cuesta aprender mis propias lecciones. Pero yo les respondería que a lo mejor el año de la pandemia ha sido una anomalía. Y que puede que ahora podamos volver a vivir con unos estilos de inversión que responden al comportamiento histórico de los mercados y tener la expectativa de que volveremos a las normas históricas.

Me atrevería a decir que incluso es posible que el crecimiento esté preparado para volver a pasarle el testigo al valor y que los mercados no estadounidenses podrían superar a Estados Unidos en los próximos años.

Ya veremos.

Steve Watson, Gestor de renta variable, Capital Group