

¡Vuelve la multitud!

Renta variable británica | Mayo de 2021



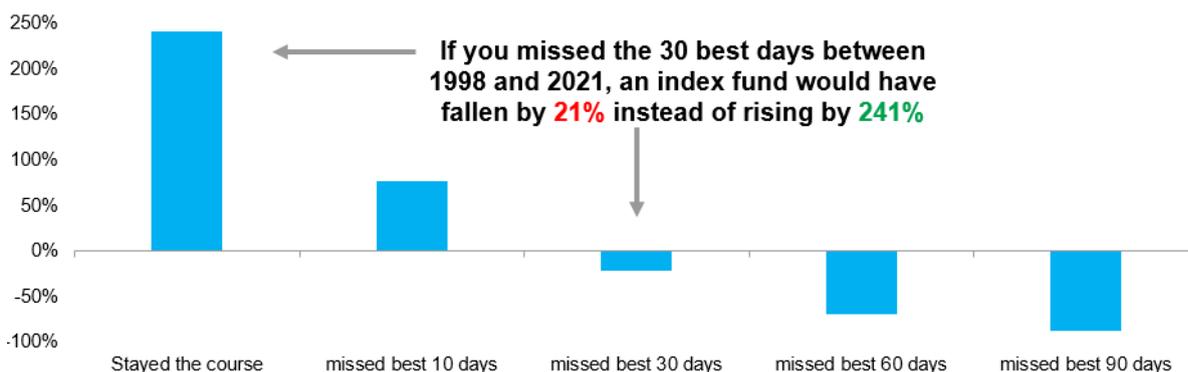
Richard Colwell
Director de Renta Variable Británica

Con anterioridad, hemos resaltado las similitudes entre la gestión de activos y el fútbol («¿Invertir? Un viejo juego divertido», julio de 2018) y, tras la ola de COVID-19 que ha sacudido el mundo en los 12 últimos meses, nuestros pensamientos vuelven a centrarse en esos paralelismos.

En algunas ocasiones en 2020, la inversión en el Reino Unido se asemejaba en cierto modo a la experiencia en los estadios de fútbol el año pasado: ¡sin la multitud, el juego era bastante soso! Los «espíritus animales», ya debilitados por las prolongadas negociaciones del Brexit y la consiguiente incertidumbre, se vieron aniquilados por el estallido de la pandemia el pasado mes de marzo. Los inversores huyeron despavoridos, los precios de las acciones reflejaban escasa esperanza y parecía imposible que estos negocios pudieran sobrevivir: era momento de actuar, y preguntar después. En consecuencia, la renta variable británica sufrió una caída de alrededor del 20%¹.

En otros artículos anteriores mencionamos que el mejor momento para invertir es cuando resulta incómodo hacerlo («UK equities: in need of a vaccine!», octubre de 2020). Al fin y al cabo, conocemos los peligros que entraña intentar adivinar la evolución del mercado, sobre todo cuando nos equivocamos (gráfico 1). Nos alegramos de haber mantenido la calma, perseverado y adquirido más de esas compañías atribuladas.

Gráfico 1: El miedo a perderse algo – Rentabilidad total acumulada del índice FTSE All-Share (1998-2021)



Fuente: Columbia Threadneedle Investments, Liberum, a 22 de marzo de 2021.

¹ Bloomberg, 2020

Un partido de dos tiempos

Ha sido un verdadero partido de dos tiempos para alcanzar el punto actual. El mercado es propenso a encasillar a los inversores: o eres defensor acérrimo del estilo «valor» o un exaltado adepto del estilo «crecimiento». No obstante, nosotros creemos que el panorama presenta más matices: el segmento de crecimiento de calidad mostró un buen comportamiento durante la pasada primavera, mientras que el segmento de valor se vio vapuleado. Ahora bien, desde el anuncio de las vacunas en noviembre y el posterior éxito del programa de vacunación, el estilo valor ha vuelto a resurgir con fuerza. La rentabilidad superior cosechada por los valores de crecimiento durante muchos meses se evaporó en un solo día. Los valores que se beneficiaron de la pandemia se convirtieron en perdedores, y viceversa. Tanto en una mitad del campo como en la otra, muchos valores han acabado donde empezaron, aunque recorriendo vías diferentes.

Morrisons², por ejemplo, cosechó una excelente rentabilidad gracias al enorme volumen de negocio del papel higiénico, la nueva fiebre del oro³. Ahora, no obstante, tras los costes adicionales que tuvo que soportar para preservar la competitividad mientras los confinamientos mantenían a las multitudes alejadas, la firma ha regresado a prácticamente el mismo nivel que antes de la crisis sanitaria. En el lado opuesto tenemos compañías como Wetherspoons: en un principio, con los pubs cerrados, su cotización se desplomó; ahora, sin embargo, tras una nueva recaudación de fondos y la perspectiva de reapertura del interior de los establecimientos de restauración, el precio de la acción es casi idéntico al de hace un año⁴. Dos negocios que viajan por rutas diferentes, pero, como el salmón, vuelven al mismo lugar.

Prórroga...

Y ahora, más de año después del estallido de la COVID-19, nos adentramos en la prórroga, pero ¿cuál será el resultado final? La proliferación de inversores cuantitativos, operaciones con cestas de ETF e inversiones basadas en factores está ofreciendo algunos temas y compañías interesantes que no encajan en el estrecho marco valor/crecimiento. Se encuentran en un punto intermedio. Volvamos a utilizar Morrisons como ejemplo: la cadena de supermercados no está realmente sacando partido de la apertura del comercio ni tampoco registró un comportamiento extraordinario en 2020 en el contexto de la crisis. Ahora bien, se anotó muchas ventas adicionales a principios de la pandemia y su negocio es ahora más robusto que durante el periodo prepandémico: lo que pasa es que esto no está reflejado en el precio de la acción. Lo mismo ocurre con Pearson y Tate & Lyle, sus valoraciones no reflejan su potencial.

En nuestra opinión, el Reino Unido sigue siendo barato, reflejo del proceso de desinversión que han sufrido los valores británicos y, posteriormente, de la incertidumbre sobre el Brexit y el coronavirus. Sin embargo, esa incertidumbre ya se ha disipado y el mercado ofrece una exposición mundial así como unos atractivos factores cambiarios y de gobernanza. Siguen existiendo oportunidades de arbitraje de valoraciones en firmas mundiales cotizadas en el Reino Unido que presentan significativos descuentos en términos de PER (ratio precio-beneficios) con respecto a sus competidores extranjeros. En este contexto, la actividad de fusiones y adquisiciones alcanza niveles récord, al menos entre los participantes atípicos del mercado bursátil británico; algunos ejemplos recientes son Aggreko, RSA, G4S, William Hill y Signature Aviation⁵. Esperamos más ofertas de fusión y adquisición en el futuro.

Habida cuenta del ingente plan de gasto del presidente Biden y de Estados Unidos (de más de 1 billón de dólares) y de la voluntad de los bancos centrales de permitir que las economías funcionen a plena capacidad, el espectro de la inflación está asomando la cabeza. Se ha observado un movimiento apresurado hacia las *commodities* y los bancos, lo que sugiere un retorno a los «locos años veinte», cuando el crecimiento mundial se vio impulsado por el sentimiento de la posguerra. No obstante, lo que no sabemos es si se trata de un fenómeno pasajero, influenciado por las insólitas tendencias de la demanda durante la pandemia o por las perturbaciones en la oferta que provocan subidas de precios a corto plazo.

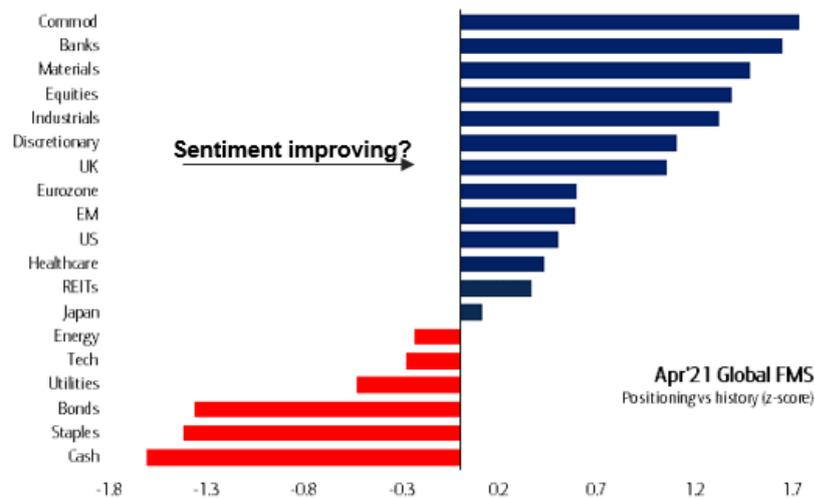
² La referencia a valores específicos no debe interpretarse como recomendación de ningún tipo.

³ <https://news.sky.com/story/morrisons-sees-sales-boost-from-coronavirus-lockdown-11986845> 12 de mayo de 2020

⁴ Bloomberg, enero de 2021

⁵ Bloomberg, abril de 2021

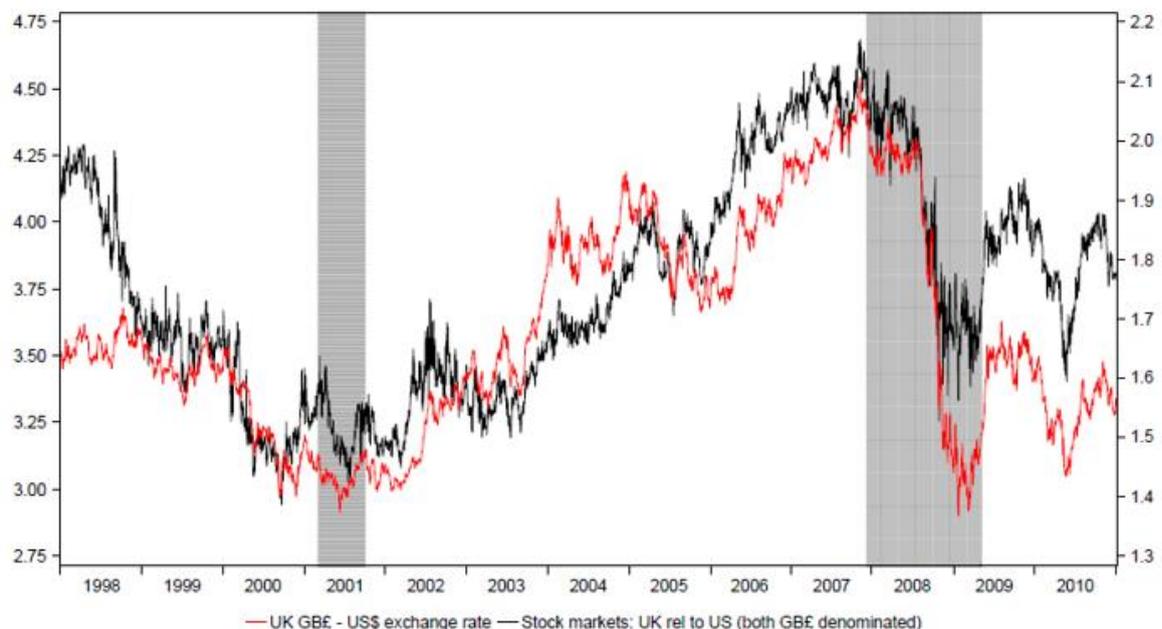
Gráfico 2: Reticencia de los gestores de activos mundiales a reducir la infrponderación del Reino Unido



Fuente: Encuesta global de gestores de fondos de Bank of America Merrill Lynch, a 13 de abril de 2021. Datos desde 2006 para *commodities* y bienes inmuebles, desde 2001 para el resto

Al igual que los campos de fútbol, estamos asistiendo al regreso de la multitud al mercado británico. Si continuamos con la metáfora, podríamos decir que el Reino Unido ha estado languideciendo en la relegada zona roja del gráfico 2 en los últimos años, pero ahora parece menos desdeñado por los gestores de activos extranjeros y está subiendo en la clasificación y abriéndose camino en Europa. He aquí la ironía: son estas nuevas caras en la multitud (a saber, los inversores extranjeros que quizás no estén traumatizados por no haber estado en el Reino Unido en los últimos años) los que se preparan para recoger los frutos, en lugar de los inversores radicados en el país anglosajón (los tradicionales socios abonados, por así decirlo) que temen otra «recuperación» fallida y, por lo tanto, apuestan más bien por productos de crecimiento mundiales. ¿Tal vez no han escuchado hablar sobre la reversión de la globalización? Al fin y al cabo, como sucedió en el periodo 2000-2007, el Reino Unido es perfectamente capaz de superar en rentabilidad a Estados Unidos (gráfico 3).

Gráfico 3: Los mercados bursátiles británicos con respecto a los estadounidenses (y tipos al contado GBP-USD)



Fuente: Longview Economics, a 17 de marzo de 2021. Los índices citados son FTSE All-Share y S&P500

Ahora bien, en lugar de una simple rotación hacia el estilo valor, con reflación y una fiebre por las finanzas, los bancos y las minas (a nuestro parecer, no nos hallamos al principio de un superciclo), privilegiamos una reevaluación más lenta de todo el mercado británico. No se trata solo de los valores muy infravalorados (*deep value*) ni de los valores de crecimiento de elevada calidad: la renta variable británica ofrece mucho más que eso y deseamos contar con flexibilidad para afrontar múltiples escenarios. Un centrocampista, por decirlo de algún modo: bueno en defensa pero capaz de marcar goles.

... ¿y penaltis?

No cabe duda de que el futuro se presenta interesante, con varios puntos que deben tenerse en cuenta. La gente se siente envalentonada, pero ¿qué pasará cuando se retiren los estímulos fiscales y terminen las suspensiones temporales de los contratos laborales? Por desgracia, se darán casos de insolvencia, más de los que se vieron tras la crisis financiera mundial, dado que los bancos disponen de más capital y pueden permitirse exigir el reembolso de sus deudas tóxicas. Un periodo sostenido de subida real de la inflación, no solo ruido y sobresaltos, limitaría el margen de maniobra de la Reserva Federal estadounidense. ¿No se hará nada por impedir que el presidente de la Fed, Jerome Powell, deje que la economía se desboque? ¿Durante cuánto tiempo mantendrán los bancos centrales del mundo el control sobre los mercados? En tres meses, la Fed ha incrementado el déficit estadounidense hasta un nivel superior al de las cinco recesiones pasadas en conjunto (1974, 1982, principios de la década de 1990, 2000 y 2008)⁶. Cómo evolucionará la situación será determinante.

Una mirada hacia el futuro

El Reino Unido sigue siendo terreno abonado. Los ámbitos que atravesaban mayores dificultades han registrado un notorio repunte, aunque todavía queda mucho más camino por recorrer. Esto no solo se debe, en nuestra opinión, al resurgir del estilo valor o de la inflación. Como gestores activos, consideramos que se trata de una reevaluación general de las compañías británicas cotizadas en el mercado bursátil del Reino Unido. Atesoramos una dilatada experiencia, hemos atravesado ciclos bajistas en el pasado y sabemos que ser flexibles y mantener una mente abierta en relación con los sectores del mercado en dificultades acaba dando frutos.

Habría sido valiente concentrar todas las apuestas en las operaciones relacionadas con la apertura tras los confinamientos, aun cuando, en retrospectiva, era lo correcto, aunque afortunadamente logramos una satisfactoria cosecha. También habría sido equivocado apostar todo a la resiliencia; quizás ahora resulte demasiado simplista seguir adquiriendo cada vez más valores bancarios y *commodities* y centrarse en el tema de la reflación.

El mercado británico presentará más matices, por lo que la selección de activos cobrará vital importancia, y contamos con el equipo y la estructura necesaria para ello. Nuestro proceso de análisis fundamental nos permite descubrir «joyas ocultas», escudriñamos los mercados para encontrar valores desdeñados que han decepcionado pero que siguen constituyendo buenos negocios con asuntos pendientes, e interactuamos activamente con los equipos directivos de las compañías para investigar los factores que impulsan o lastran sus resultados.

También manifestamos nuestra opinión sobre asuntos relativos a la administración y gobernanza (algo que, para volver al tema del fútbol, los «seis grandes» podrían haber considerado antes de lanzar el desventurado proyecto de la Superliga Europea)⁷. En resumen, disponemos de todo lo necesario para implementar una gestión activa de éxito. Seremos pragmáticos y pacientes, ya que la recuperación del Reino Unido tiene visos de deparar las oportunidades que ha venido prometiendo desde hace casi una década.

⁶ Longview, diciembre de 2020

⁷ FT.com, «Super League would break football's essential promise», 19 de abril de 2021

Información importante: Exclusivamente para uso de clientes profesionales y/o tipos de inversores equivalentes en su jurisdicción (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos). Este documento contiene información publicitaria.

Las rentabilidades pasadas no son indicativas de los resultados futuros. El valor de las inversiones y de los ingresos no está garantizado y puede tanto aumentar como disminuir; dicho valor puede verse afectado por las fluctuaciones de los tipos de cambio. Esto significa que un inversor podría no recuperar el importe invertido. Su capital está sujeto a riesgos.

El análisis incluido en este documento ha sido elaborado por Columbia Threadneedle Investments para sus propias actividades de gestión de inversiones, puede haber servido de base para la toma de decisiones antes de su publicación y su disponibilidad tiene carácter accesorio. Todas las opiniones formuladas en el presente documento son válidas en la fecha de publicación, pueden sufrir cambios sin previo aviso y no deben ser consideradas como asesoramiento de inversión. La información obtenida de fuentes externas se estima fidedigna, si bien su precisión o integridad no pueden garantizarse. Este documento incluye declaraciones sobre perspectivas futuras, incluidas previsiones de las condiciones financieras y económicas futuras. Ni Columbia Threadneedle Investments ni sus consejeros, directivos o empleados ofrecen garantía alguna de que dichas declaraciones sobre perspectivas futuras vayan a resultar acertadas.

La referencia a acciones o bonos específicos no debe interpretarse como recomendación de negociación. El presente documento tiene carácter meramente informativo y no debe considerarse como una oferta o una invitación para realizar una oferta de compra o venta de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. Este documento no constituye asesoramiento sobre inversiones de tipo jurídico, fiscal o contable. Se recomienda a los inversores que consulten a sus propios asesores profesionales sobre cuestiones relacionadas con las inversiones o de tipo jurídico, fiscal o contable por lo que respecta a la inversión con Columbia Threadneedle Investments.

En el Reino Unido: Publicado por Threadneedle Asset Management Limited, sociedad registrada en Inglaterra y Gales con el n.º 573204. Domicilio social: Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG. Autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA).

En el EEE: Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A. Sociedad inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo.

En Oriente Próximo: este material lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). Para distribuidores: Este documento ha sido concebido para ofrecer a los distribuidores información sobre los productos y servicios del Grupo y no está destinado a su posterior divulgación. Para clientes institucionales: La información contenida en este documento no constituye asesoramiento financiero alguno, y está dirigida exclusivamente a personas con el conocimiento adecuado en materia de inversión, que satisfagan los criterios normativos para ser considerados Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado; ninguna otra persona deberá actuar sobre la base de esta información.

En Suiza: Threadneedle Asset Management Limited. Sociedad registrada en Inglaterra y Gales con el n.º 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Reino Unido. Autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). Publicado por Threadneedle Portfolio Services AG, domicilio social: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Suiza.

Columbia Threadneedle Investments es el nombre comercial en todo el mundo del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle. Columbia Threadneedle Investments es el nombre comercial en todo el mundo del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.