



Tema del mes: ¿El fin de la racionalidad?



6 págs



12 min.

Mercado irracional **Inteligencia Artificial** **FOMO** **Proceso inversor**

1. Contexto actual

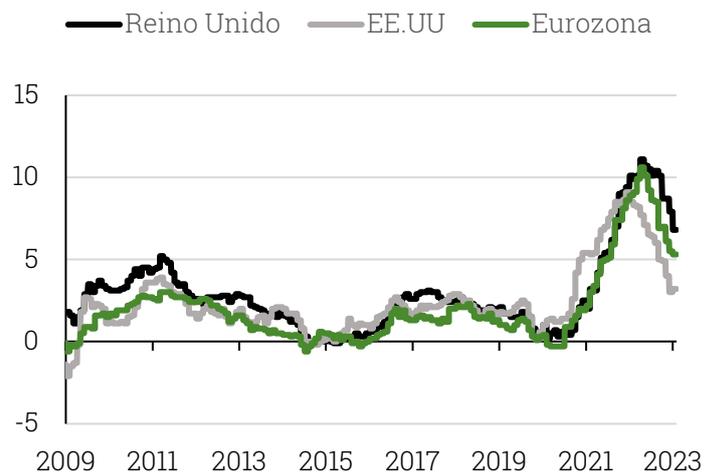
Tras un difícil año 2022 estamos viendo un 2023 con ganancias en la mayor parte del mercado siendo exactamente lo contrario en términos de rentabilidad de los activos. El comportamiento ha sido dispar, con fuertes avances durante el primer trimestre hasta que irrumpieron los temores sobre el sector bancario y una posible crisis financiera (tras ser **testigos de tres de las cinco mayores quiebras bancarias** en la historia de Estados Unidos), y un segundo trimestre, no exento de volatilidad, marcado por el debate político sobre el aumento del techo de deuda en Estados Unidos y las dudas sobre la actuación de los bancos centrales respecto a las expectativas de más subidas de tipos durante más tiempo.

“Tras un difícil año 2022 estamos viendo un 2023 con ganancias en la mayor parte del mercado siendo exactamente lo contrario en términos de rentabilidad de los activos.”

La narrativa dominante durante todo el periodo ha sido por un lado los temores al inicio de una recesión económica que, por el momento, parece las economías desarrolladas están siendo capaces de resistir mejor de lo esperado, por otro lado, unos resultados empresariales que siguen

mostrando solidez, y por último una inflación que lentamente parece comenzar a desacelerarse, aunque lejos de los niveles objetivo de los bancos centrales, especialmente la inflación subyacente.

La inflación comienza a desacelerarse, pero aún lejos del objetivo del 2%



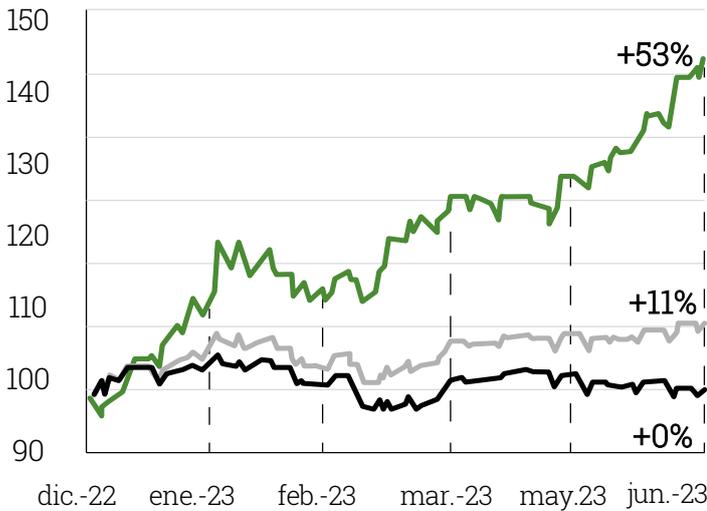
Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

Ante este escenario, el mercado ha sido notablemente optimista, donde se ha producido una divergencia en el comportamiento del mercado de valores, con ganancias impulsadas casi en su totalidad por los mayores valores de megacapitalización tecnológicos, mientras que el resto del mercado ha ofrecido rendimientos mucho más moderados en gran parte del año. El Nasdaq ha subido el doble que el índice S&P 500 desde principios de año, registrando su mayor rendimiento en el primer semestre desde el pico de la burbuja de las puntocom en la segunda mitad de 1999. Lo que pone de relieve los efectos de los grandes grupos tecnológicos.



Las tecnológicas de gran capitalización han liderado las subidas del mercado YTD

— S&P 500 — Restantes 493 compañías
 — META, AMZN, AAPL, MSFT, GOOGL, TSLA, NVDA



Fuente: Goldman Sachs.

Vamos a analizar el comportamiento del mercado de valores.

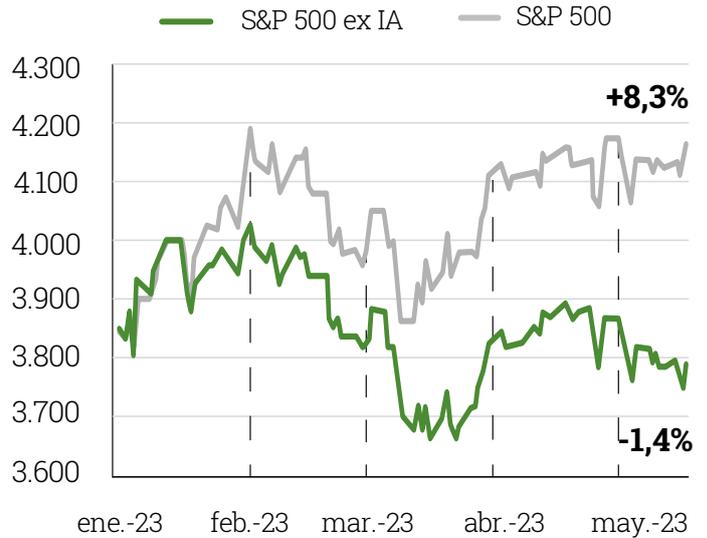
2. Boom de la Inteligencia Artificial

La **inteligencia artificial** (IA) y el aprendizaje automático existen desde hace mucho tiempo. Sin embargo, la introducción de herramientas de **IA generativa** a un público más amplio de la población con herramientas como ChatGPT ha conllevado a un cambio de concepto en el panorama competitivo desatando una oleada de interés en los mercados bursátiles.

Nvidia es el principal motor bursátil en lo que va de año, con una subida de más del 200% que le ha llevado al club del billón de dólares (en términos de capitalización) y todo tipo de empresas vinculadas a la **IA** han visto multiplicar sus cotizaciones. Mientras que Meta

también ha subido más de un 100% y gigantes como Alphabet y Microsoft han registrado rendimientos superiores al 30% en el ejercicio.

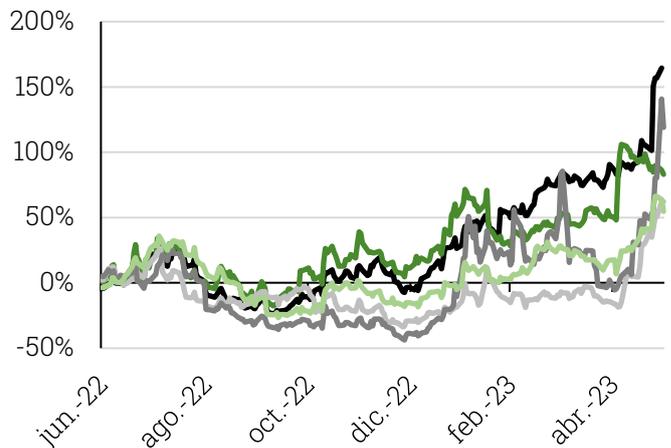
Sin las compañías ligadas a la IA se reduciría el comportamiento del índice en aprox. 10pp



Fuente: Reuters. Datos hasta 17 de mayo 2023.

Las acciones relacionadas con IA se han disparado desde el lanzamiento de ChatGPT en noviembre pasado

— Nvidia — Shopify — Palantir
 — C3.ai — AMD



Fuente: Bloomberg, elaboración propia. Datos a 30 mayo 2023.



Los argumentos a favor de este auge es el aumento de la productividad que se supone impulsará la adopción generalizada de la **IA** y el impacto positivo resultante en los márgenes de beneficio. Todo esto sumado a la narrativa por parte del mercado en la que ha predominado los temores a una posible entrada en recesión que condicione el endurecimiento monetario, encontrando “refugio” en estos valores, considerados defensivos en muchas ocasiones por una cuestión de su tamaño en bolsa.

Para poner las cosas en perspectiva: 10 acciones han contribuido con el 90% de las ganancias del S&P 500 en la primera mitad del año, provocando el mercado con mayor concentración en los índices jamás visto. El mercado está pagando importantes primas de valoración por las acciones que se considera que se beneficiarán de este gasto de capital impulsado por la **IA**, pero ¿hay garantía de que una tecnología innovadora pueda incrementar las ganancias de su creador? ¿O puede la competencia hacerle perder esas ganancias? Sin unas barreras de entrada suficientemente altas, teniendo en cuenta que muchos son negocios en fase inicial que pueden fracasar, estas empresas podrían tener dificultades para monetizar la tecnología y desde luego no estar a la altura de sus valoraciones actuales.

“(…) la introducción de herramientas de IA generativa a un público más amplio de la población (…) ha conllevado a un cambio de concepto en el panorama competitivo desatando una oleada de interés en los mercados bursátiles.”

El ritmo de crecimiento que está descontando el mercado es excesivo y eventualmente tendrá efecto en las valoraciones de estas compañías, en detrimento de la rentabilidad en el medio y largo plazo de los inversores.

Capitalización bursátil Nvidia vs EBIT 2024e



Fuente: Quartr.

Sin olvidar que la falta de amplitud del repunte del mercado en gran parte del ejercicio invita al escepticismo sobre la continuidad de estas ganancias de los índices.

3. FOMO y MEME

También hemos visto como el “**FOMO**” o el “miedo a perderse algo” se ha convertido en la fuerza impulsora detrás de gran parte del rally del mercado de valores. En esta situación, los inversores están impulsados por el temor de perderse ganancias potenciales y, por lo tanto, se apresuran a entrar en acción.



Por otro lado, también hemos visto el resurgir de las acciones “MEME” (acciones cuya cotización se ve impulsada por el fomento en las redes sociales y plataformas de inversores minoristas) y un ejemplo es Tupperware. La icónica empresa se ha convertido en una empresa zombi. Estaba destinada a la bancarrota, con sus acciones cotizando por debajo del dólar durante muchas semanas. Sin embargo, los inversores cambiaron de rumbo, disparando la cotización de la empresa un 326% en un solo día, sin ninguna explicación racional. Este resurgimiento de las acciones MEME debería hacer saltar las alarmas a los inversores, pues es una clara muestra de irracionalidad del mercado.

Un ETF de acciones MEME llegó a subir más de un 60% frente a un 17% del S&P



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Tupperware se disparó +700% en una semana pese a estar a las puertas de quebrar



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

4. FUNDAMENTALES

Por el contrario, estas situaciones brindan son oportunidades en los mercados que están siendo ignoradas. Veamos dos ejemplos.

1. SMALL CAPS

Por un lado, la valoración relativa de las empresas de gran capitalización y **pequeña capitalización**. Como veíamos al principio, la mejora de los resultados de la IA ha sido evidente sobre todo en los valores de gran capitalización frente a empresas de menor tamaño. Los valores de las pequeñas empresas, medidos por el Russell 2000, han subido menos de un 1% en lo que va de año, con un rendimiento significativamente inferior al del S&P 500. En los últimos 24 meses, la diferencia es aún mayor: el Russell 2000 ha bajado más de un 21%, mientras que el S&P 500 ha subido una fracción. Un ejemplo de este escenario es el hecho de que la empresa Apple ha llegado a valer más que todo el índice en su conjunto.

Apple supera al Russell 2000 en tamaño



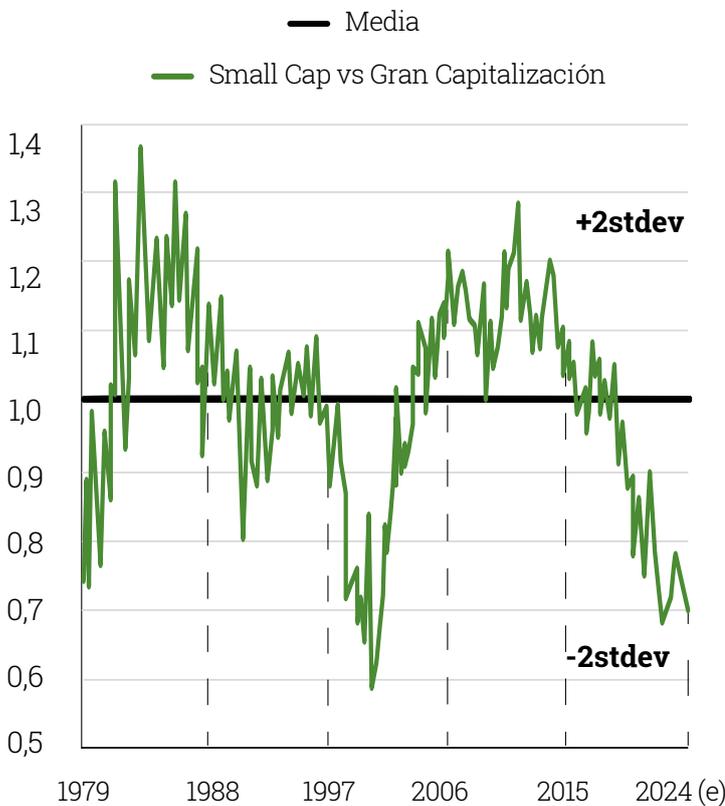
Fuente: Bloomberg, elaboración propia.



Esto ha propiciado que las valoraciones de las pequeñas empresas tengan un descuento significativo con respecto al S&P 500. Si nos fijamos en la relación precio/beneficios estimada de los valores pequeños con respecto a los grandes, las pequeñas empresas están cerca de su mínimo histórico, aparte del periodo de burbuja tecnológica de finales de la década de 1990, por lo que las oportunidades para las empresas de **pequeña capitalización** parecen especialmente atractivas, otorgando una oportunidad de compra no vista en décadas.

PER estimado relativo de empresas de pequeña vs gran capitalización EE.UU

Las acciones de pequeña capitalización siguen siendo históricamente baratas frente a las de gran capitalización y cotizan en mínimos de 20 años (-30% por debajo de la media a largo plazo)



Fuente: BofAML Global Research, FacSet

2. MATERIAS PRIMAS

Por otro lado, están las **materias primas**, unas grandes damnificadas en el semestre. En lo que respecta al precio del crudo cierra con caídas por cuarto trimestre consecutivo. Los débiles datos de China y los miedos a una recesión han pesado sobre la demanda, mientras que la continua producción de Rusia, pese a las sanciones, ha invalidado en parte las continuas rebajas de producción aprobadas por la OPEP. Sin embargo, la demanda de petróleo ha sido todo menos débil. En lo que va de año, los datos oficiales de las agencias gubernamentales muestran que la demanda mundial de petróleo ha crecido 2,5 millones de barriles al día, superando las previsiones y las reservas comerciales globales de petróleo siguen descendiendo a niveles mínimos de varias décadas.

El petróleo cierra el semestre con caídas por cuarto trimestre consecutivo



Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

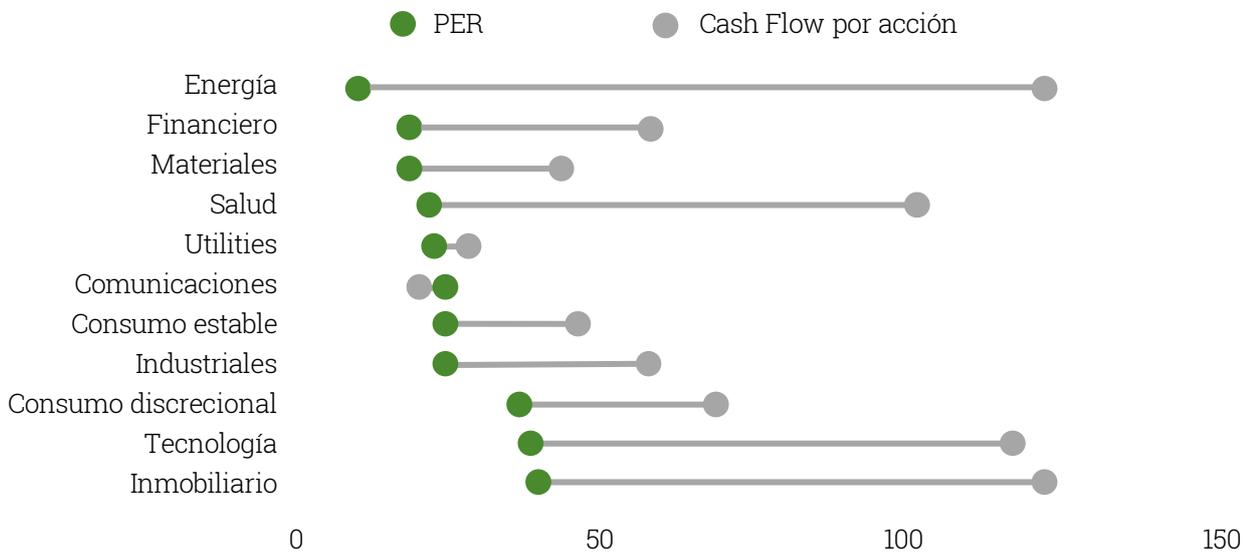


El **sector energético** en su conjunto ha tenido una sensibilidad negativa a las correcciones de los precios del petróleo, cuyo impacto ha sido muy superior respecto a los momentos en que se ha revalorizado. ¿Está siendo justa la percepción del mercado o justificada por la marcha que podemos esperar de estos

negocios? Sin duda consideramos que no. Entendemos estas caídas como una sobre-reacción del mercado, propiciado por factores exógenos que no atienden a los fundamentales del sector. Como podemos ver a continuación el sector energético es el más barato del S&P y el que genera más flujo de caja.

El gran descuento del petróleo

La energía es el sector más barato del S&P500 y el que más dinero genera



Fuente: Bloomberg.

Nuestros fondos tienen un claro sesgo a la inversión en empresas de pequeña y mediana capitalización, así como todavía un peso importante en el sector energético, donde acabamos de ver en ambos casos, las claras oportunidades de inversión que ofrece el mercado.

5. En Cobas AM...

Desde Cobas pensamos que sesgar las decisiones de inversión con una previsión cortoplacista basada en el seguimiento de una tendencia, sin tener en cuenta el riesgo implícito que conlleva estar pagando de más por el valor nunca es una buena idea. Es importante mantener una estricta disciplina en la toma de decisiones que nos permita

evadirnos del ruido. En palabras de Benjamin Graham "In the short run, the market is a voting machine, but in the long run it is a weighing machine". Es decir, eludir la parte en la que el mercado se comporta como una "máquina de votar" tratando de identificar qué es lo que "vota" la mayoría y seguirlo, pues en el largo plazo es una "máquina de pesar" donde prima la resiliencia de las empresas.

Cuando concluye la euforia, las empresas baratas, con un descuento significativo respecto de su valor intrínseco, tienen el potencial no solo de limitar el riesgo a la baja por no llevar arraigadas esas expectativas tan agresivas, sino también de proporcionar retornos extraordinarios cuando el mercado recupere la razón y prevalezcan los fundamentales.