

El fantasma de la Inflación (Parte III)

Después de un par de entradas en las que hemos reflexionado sobre el concepto de inflación y el contexto macroeconómico en el que nos encontrábamos antes y después de la llegada del Covid, toca abordar la pregunta del millón: ¿vamos a ver inflación los próximos años?

Para comprender correctamente este post, recomendamos la lectura de la [parte I](#) y [parte II](#) de la “serie” El Fantasma de la Inflación.

Último coletazo macro

No resistimos la tentación de adelantarles nuestra respuesta...no sabemos.

No tenemos ni idea porque, si bien está claro que en los próximos trimestres vamos a asistir a un resurgimiento de la inflación, resulta imposible determinar si se trata de un simple fogonazo o se va a convertir en algo más permanente.

Parece, por tanto, un ejercicio determinista de primera categoría aventurar un desenlace para los próximos años. Nada está preestablecido y menos un desenlace económico que depende de multitud de acciones (y reacciones) que somos incapaces de pronosticar. Lo que sí parece interesante es seguir investigando y aprendiendo sobre el tema, no vaya a ser que el fogonazo se convierta en llamarada y acabemos con el flequillo chamuscado.

La primera parte de este post va a ser el último coletazo macro por nuestra parte. En la segunda parte, nos vamos a meter en harina micro reflexionando sobre las características que debe tener un negocio en un entorno de este tipo y el impacto que la inflación tiene en los mercados de renta variable.

¿El propósito de todo esto? Ordenar un poco nuestros pensamientos y, con un poco de suerte, los suyos también.

¿Re-aprender a cocinar?

Decía Lenin que hay décadas en las que no pasa nada y semanas en las que pasan décadas.

La cita no aplica exactamente al Covid y el entorno macroeconómico actual, primero porque en las dos últimas décadas han pasado un zurrón de cosas. Y segundo porque la llegada del Covid, mejor dicho, las medidas que se han puesto en marcha para combatir sus efectos en la economía, pueden haber despertado el fantasma de la inflación, cierto, pero no vamos a tener una evidencia clara de que esto sea así en los próximos meses, ni, por descontado, en las próximas semanas.

Pero la cita de Lenin tiene un trasfondo de verdad. Potencialmente. Llevamos décadas sin que la inflación suponga un quebradero de cabeza para los inversores, pero puede ser que estemos a las puertas de un cambio. Un cambio que podría ser relativamente rápido y que requeriría una importante revisión del recetario (y los ingredientes) con los que se ha cocinado el ahorro por parte de la comunidad inversora en las últimas décadas.

Empate técnico

Decimos potencialmente, porque somos capaces de observar una amplia lista de elementos inflamables, susceptibles de propagar una espiral de precios al alza que acabe quemando, entre otras cosas, la capacidad de “los políticos monetarios” de mantener los tipos bajos (con lo que eso supone en el precio de los activos) y, al mismo tiempo, una lista de argumentos ignífugos igualmente amplia que sugiere que nada va a cambiar en la atmósfera gélida en la que hemos vivido los últimos años.

Entre los primeros, el más preocupante, seguramente, sea observar una política fiscal súper expansiva financiada por unos bancos centrales muy politizados. Una dinámica que en el futuro puede poner en entredicho su independencia, con los peligros “bananeros” que esto conlleva. Del mismo modo, unos bancos -esta vez comerciales- que, ahora sí, están razonablemente capitalizados y, por tanto, en condiciones de unirse a la fiesta de creación de dinero (crédito) si fuese menester. Por no hablar de las materias primas, que llevan un carrerón de cuidado (+50% en el último año), con el riesgo de que “desanclen” unas expectativas de inflación de los agentes económicos que ya no son tan bajas. O qué decir del incipiente proceso de “desglobalización” al que estamos asistiendo, capaz de revertir la tendencia decreciente en costes laborales (y no tan laborales) observada en los países desarrollados en las últimas décadas...y así, un largo etcétera de motivos inquietantes e inflamables.

El problema, o la suerte, es que la lista de argumentos glaciales es igualmente amplia. Las políticas económicas de las últimas décadas han fomentado la acumulación de una deuda que representa una montaña de hielo deflacionista en el sistema muy difícil de escalar. No solo eso, han elevado artificialmente el valor de muchos activos convirtiéndolos en pequeñas (o enormes) bombitas sistémicas. Han hecho más cosas, sí, por ejemplo atestar un derecho a la demografía de los países desarrollados que tiene tambaleándose al plancton de sus sistemas económicos (la gente joven). En cuanto a las materias primas, a nosotros -que no somos nada ortodoxos- nos parecen un impuesto más, que tiene un efecto deflacionista de fondo innegable (si uno tiene que gastar un 50% más en llenar el coche de gasolina tiene menos para cines y cenas). Y en lo que respecta a la desglobalización, empata a méritos -en este caso deflacionistas- con la tecnología y la digitalización, al menos en lo que a mercado laboral (robots) o disrupción de negocios “tradicionales” se refiere.

Tenemos un hándicap y lo sabemos

Como ven, somos capaces de defender y rebatir argumentos de uno y otro lado de manera enérgica y convincente. Estamos preparados para la política el concurso de debates pues.

¿Falta de convicción? Sí, puede verse así, claro, pero nosotros preferimos decir que existen razones poderosas en ambos sentidos y no somos capaces de decantarnos firmemente por ninguna.

En todo caso, este ejercicio de análisis no consiste en elegir bando, blanco o negro (somos firmes defensores de los grises), sino en estudiar y conocer los peligros que entrañaría -en las compañías que analizamos y en las carteras que gestionamos- una subida generalizada y persistente del nivel de precios en la economía.

En este Equipo de Inversión hay unos cuantos miembros que peinan canas (o que no peinan nada) y ninguno es lo suficientemente mayor para recordar haber analizado o gestionado en un entorno inflacionista prolongado. Y es que la gran mayoría de los inversores llevamos tanto tiempo en el proceso inverso que nuestros modelos mentales, nuestra forma de maniobrar en los mercados -nuestro “algoritmo”-, no está bien diseñado para un escenario de este tipo.

Esto representa un hándicap indudable frente a los gestores de hace 40-50 años y, también, frente a algunos otros que están acostumbrados a torear en plazas más inflacionistas que las nuestras (mercados emergentes). Por este motivo, el ejercicio que estamos haciendo es tan importante.

Afortunadamente, somos accionistas de unas cuantas empresas con gestores muy experimentados ([Berkshire Hathaway](#)) y contamos con la experiencia de Ignacio Arnau -gestor del fondo [Bestinver Latam](#)- que ha conseguido capear con éxito la gestión de este tipo de retos en Latinoamérica. Sin olvidarnos de [Eduardo Roque y su equipo](#), inversores acostumbrados a analizar diferenciales y expectativas de inflación cuando determinan las rentabilidades que van a exigir a los bonos de las compañías que quieren comprar.

Viento(s) de cara formidables

En general, sabemos que las acciones representan una protección razonable contra la inflación. Cuando uno es dueño de una compañía, recibe flujos de efectivo nominales que crecen con el tiempo a medida que aumentan los precios. Esto es una realidad...teórica. La realidad práctica es que la inflación representa un viento de cara formidable para las acciones. Para otro tipo de activos o para los depósitos, desgraciadamente, equivale a un huracán.

Pero no todas las acciones son iguales ante la inflación. Ese viento de cara no afecta por igual a todas las empresas. Nuestro trabajo es encontrar las que mejor preparadas estén para afrontarlo.

Como accionistas de empresas cotizadas, dos son los vientos de los que nos debemos proteger en un entorno de inflación alta y persistente: el viento operativo y el viento de mercado.

Viento operativo

El primero es el que azota a toda empresa que no es capaz de mejorar sus retornos a medida que sube la inflación. Desafortunadamente, no todas las empresas son capaces de incrementar las “chispas” que les sacan a sus activos o a su capital de manera proporcional a la subida constante del nivel de precios que registra una economía afectada por presiones inflacionistas.

Haciendo un ejercicio de reducción de la salsa operativa un tanto extremo, diremos que las “chispas” dependen de las ventas, mejor dicho, de los márgenes que generan esas ventas. Para ello tendremos que analizar, por un lado, la estructura de costes que soporta la compañía -qué parte es fija, qué parte es variable- y, por otro, su posición de mercado o su poder de fijación de precios.

Por supuesto, hay muchos factores adicionales a tener en cuenta pero, en general y a nivel operativo, podemos decir que una empresa con costes relativamente fijos, capaz de incrementar sus precios y sus ventas en línea con la inflación, es una muy buena compañera de travesía.

En cuanto al activo, la clave aquí es cómo de “eficiente” es ese activo generando ventas. Dicho de otra forma, cuánto se tiene que invertir en él para reponerlo (y seguir generando ventas) y cómo de cara sale esa reinversión. En un entorno de inflación en el que el coste del capital se encarece constantemente, cuanto menos se “gaste” el activo, mejor. Y si es de los que se gasta, cuanto menos costosa o menos “inflacionaria” sea la reinversión en la que hay que incurrir para mantenerlo, mejor también.

Estas empresas que combinan bien chispa y activo suelen tener una ventaja competitiva duradera, un producto de alta recurrencia y pueden crecer en un entorno de precios al alza sin necesitar mucho capital.

Las compañías también tienen la posibilidad de mejorar sus retornos por el lado del pasivo: utilizando más deuda o reduciendo el coste de la que tienen. Son menos relevantes y, desde luego, complicadas de llevar a cabo en un entorno de tipos de interés al alza. Representan una baza -o un lujo- reservado a las compañías con balances saneados (como las que tenemos en BESTINVER).

La duración también importa

Una buena combinación de “chispa y activo” tiene mucho que ver con una característica muy importante de una compañía: la “duración” de sus ciclos.

Hablamos de las duraciones de su ciclo de producto y de su ciclo de cliente. El primero hace referencia a cómo de corto/largo es el ciclo de vida del bien o servicio que produce una compañía. O cómo de permanente es su relevancia. Una relevancia que dependerá de muchos aspectos: competencia que soporta, elasticidad de su demanda, obsolescencia tecnológica, saturación del mercado, etc. Una relevancia que define cómo de duradera es su ventaja competitiva. Ni que decir tiene que cuanto mayor sea la duración, mejor.

El ciclo de cliente hace referencia a cómo y cuándo éste adquiere el producto que la compañía vende. No es lo mismo un contrato de suscripción o mantenimiento que una compra discrecional o esporádica. Como tampoco lo es un bien consumible que uno duradero. Estas peculiaridades afectarán a los plazos de producción y, por consiguiente, a las necesidades de inversión y financiación. En suma, la duración del ciclo de cliente de un producto dependerá de la recurrencia o periodicidad de sus ventas. En este caso, cuanto menor sea la duración, mejor.

Es importante recordar que estamos generalizando conceptos y que, por supuesto, existen cientos de matizaciones que se pueden hacer, particularmente en un entorno de inflación alta y sostenida. Pero, en general, buscaremos compañías de ciclo largo de producto y ciclo corto de cliente, ya que este tipo de empresas no suelen necesitar reinvertir grandes cantidades de capital en el negocio y la frecuencia o periodicidad de sus ventas les permite acompasar su actividad al ritmo que dicta la inflación.

Como pueden imaginar, no hay muchas compañías así. Nuestro trabajo es encontrarlas. Y si no somos capaces, al menos sí aquellas que tengan una combinación de los factores que acabamos de describir mejor que su competencia y mejor que la media de mercado. Éstas serán las mejor preparadas para navegar un entorno complicado que suele premiar (poco) a los buenos y castigar (mucho) a los malos.

Un viento mucho más complicado de navegar: el viento de mercado

El problema de estas compañías es que no suelen estar baratas. Todo lo contrario. No están bien equipadas, por tanto, para navegar con los vientos de mercado. Unos vientos que azotan a los múltiplos de valoración y que lo hacen de manera intensa en períodos de alta inflación.

Como ya expusimos en la carta del tercer trimestre del año pasado, una compañía vale el flujo de caja libre o los dividendos que es capaz de generar a lo largo de su vida descontados a una tasa o un coste de capital apropiado. Un coste de capital que se eleva con la inflación, reduciendo, de este modo, la valoración.

Un coste de capital que se eleva, en la práctica, por el pesado lastre que para los retornos de las compañías representa la inflación. Y es que, en términos reales, éstos no suelen ser lo suficientemente altos para lograr que el capital se componga o se mantenga. Un capital que se acaba consumiendo, que se hace más escaso y, por ende, más costoso. Un mayor coste que los inversores reflejan exigiendo una mayor rentabilidad a sus inversiones, es decir, pagando unos menores múltiplos de valoración.

Por tanto, una compañía que cotice con múltiplos ajustados, que ofrezca un margen de seguridad amplio, estará mucho mejor equipada para protegerse de la inevitable deflación que en las valoraciones siempre generan los procesos de inflación.

Nos tenemos que poner un poco técnicos

La historia de los mercados financieros demuestra empíricamente que los múltiplos sobre beneficios se han comprimido drásticamente durante los períodos de alta inflación. Esto ocurre a pesar de que el crecimiento de los beneficios ha sido significativamente mayor en estos periodos que durante los de baja inflación.

La explicación de esta contracción reside en dos puntos fundamentales: 1) El PER es un múltiplo sobre ganancias “nominales” y no “reales” y 2) el impacto “desproporcionado” de los impuestos en un entorno de inflación alta. Se lo vamos a tratar de demostrar con un ejemplo.

Lo primero es que, en economía, cuando hablamos en términos nominales nos referimos al valor absoluto de una variable cualquiera. Cuando lo hacemos en términos reales, es porque descontamos la tasa de inflación de dicho valor.

Bien. Vamos con el ejemplo:

Tenemos una empresa que vale en bolsa 100mn de euros y tiene las siguientes características (todas expresadas en millones de euros):

Capital o Fondos Propios (Book Value en inglés) = 100€

Beneficio Neto = 10€

Dividendo = 100% Beneficio Neto = 10€

Supongamos que la tasa de inflación es cero, por tanto, su RoE nominal y real (el retorno/chispa que le saca a su capital) es la misma. Además, no está creciendo, por lo que paga todos sus beneficios en dividendos. De este modo, los múltiplos a los que cotiza la empresa son los siguientes:

$P/BV = \text{Capitalización Bursátil} / \text{Fondos Propios} = 1x$

$PER = \text{Capitalización Bursátil} / \text{Beneficio Neto} = 10x$

$RoE \text{ nominal} = \text{Beneficio Neto} / \text{Fondos Propios} = 10\% = RoE \text{ Real}$

$\text{Rentabilidad por dividendo} = \text{Dividendo} / \text{Capitalización Bursátil} = 10\%$

Planteemos ahora un entorno de inflación del 10% y asumamos que la empresa obtiene el mismo rendimiento real sobre su capital que antes, es decir, un 10%. Ahora su RoE nominal deberá ser del 20% para preservar el mismo RoE real, es decir, sus beneficios tendrán que doblar para que así sea (o su capital menguar a la mitad, pero no es el caso). Debido a que el RoE real es el mismo, la empresa debería cotizar con el mismo valor en libros o BV de 1x.

La compañía, además, para preservar su base de activos reales a un nivel constante (si no quiere extinguirse), deberá retener la mitad de sus beneficios para incrementar sus fondos propios un 10% (en línea con la inflación), reflejando así los aumentos nominales en el capital circulante y el mayor coste nominal de reposición de los activos fijos (a medida que éstos se deprecian y se reemplazan). Este es el efecto de la reinversión inflacionaria del que hablábamos antes. La empresa necesita más capital (retiene más beneficios) para reponer un activo que se va gastando.

En consecuencia, la proporción de pago de dividendos de la compañía caerá al 50% aunque su rentabilidad por dividendo seguirá siendo la misma, el 10%. Este es un rendimiento real, ya que los dividendos aumentarán un 10% (20% RoE nominal x 50% de los beneficios que retiene) compensando de este modo el impacto de la inflación.

Todo este follón se expresa numéricamente de la siguiente forma (con los cambios en **negrita**):

Capital o Fondos Propios = 100€

Beneficio Neto = **20€**

Dividendo = **50%** Beneficio Neto = 10€

Por tanto, los múltiplos a los que cotiza son:

$P/BV = 100€/100€ = 1x$

$PER = 100€ / 20€ = 5x$

RoE nominal = $20€/100€ = 20\%$

RoE real = $20\% - \text{inflación (10\%)} = 10\%$

Rentabilidad por dividendo = $10/100 = 10\%$

Estamos hablando de la misma empresa, igual de rentable (con el mismo RoE) y, sin embargo, y aquí viene la magia, el PER en el primer escenario es 10x y en el segundo 5x...

Un ejercicio teórico con enseñanzas en la vida “real”

Y es que el error común que cometen muchos inversores al valorar compañías es utilizar múltiplos nominales sobre los beneficios en lugar de reales. Para calcular este PER real, debemos restar la tasa de inflación al RoE nominal -obteniendo así el RoE real- y comparar este último con el múltiplo sobre los fondos propios (P/BV) al que cotiza la empresa.

$PER \text{ Real} = P/BV / (\text{RoE nominal} - \text{tasa de inflación}) = P/BV / \text{RoE real}$

En nuestro primer ejemplo (RoE del 10% con inflación 0%) obtenemos:

$PER \text{ Real} = 1x / (10\% - 0\%) = 1.0x / 0.10 = 10x$

En nuestro segundo ejemplo (RoE nominal del 20% con inflación del 10%), obtendríamos igualmente:

$PER \text{ “real”} = 1x / (20\% - 10\%) = 1.0x / 0.10 = 10x$

En otras palabras, si bien es cierto que los múltiplos PER reales no deben contraerse durante períodos de alta inflación, es absolutamente cierto que los múltiplos nominales deberían hacerlo (y lo hacen en la práctica) de manera significativa.

Este es un ejercicio puramente teórico, pero tiene enseñanzas en el mundo real. Un ejemplo es cuando los inversores en mercados desarrollados deciden hacer turismo en los mercados emergentes. Mercados que suelen tener inflaciones altas. Pues bien, si uno no tiene en cuenta los diferenciales de inflación estará cometiendo un error de bulto.

A todos nos sonará haber escuchado decir que una acción industrial, por ejemplo, en el mercado indio a 20x beneficios es barata. Unos beneficios que crecen al 15% cada año y con una RoE del 15% (o un valor en libros de 3x) es un chollo. El problema es no tener en cuenta que ese crecimiento se está produciendo con una inflación del 6-7%. Es decir, que la RoE real está más cerca del 8-9%, el crecimiento real de los beneficios es del 8-9% y, por lo tanto, el PER real es cercano a 35x. ¿Pagariamos un PER 35 por una empresa con un RoE del 8-9% en cualquier mercado desarrollado?

Matemáticamente sería así:

$$P = \text{Mkt Cap} = 20 \times \text{Beneficio Neto}$$

$$\text{RoE} = \text{Beneficio Neto} / \text{Book Value} = 15\%; \text{ por tanto, Beneficio Neto} = 15\% \times \text{Book Value}$$

$$P/BV = (20 \times (15\% \times \text{Book Value})) / \text{Book Value} = 3$$

$$\text{PER Real} = P/\text{Book Value} / (\text{RoE nominal} - \text{tasa de inflación})$$

$$\text{PER Real} = 3 / (15\% - 6.5\%) = 3/8.5\% = 35.3$$

Los diferenciales de inflación importan

Esta diferencia entre el valor “percibido” y el valor “real” se refleja en las depreciaciones de las monedas a lo largo del tiempo. ¿La culpa? los diferenciales de inflación. La rupia india, por seguir con el ejemplo, se ha depreciado aproximadamente un 40% frente al euro en la última década.

Ahora, sabiendo las valoraciones “reales” que hemos pagado por nuestra compañía india, no les sonará nada raro escuchar el soniquete de *“la acción ha funcionado bien, simplemente hemos perdido dinero en la divisa”*. ¡Claro!

Este mismo error, ojo, lo cometemos a la inversa. Los bancos europeos, por poner un ejemplo que nos concierne, tienen RoEs nominales bajos, del 8-10% frente al 15% de los bancos indios. Pero, como acabamos de ver, hay que comparar peras con peras. Dada la baja inflación que tenemos en Europa comparada con la India, la realidad es que los RoE reales no son tan diferentes. Y, sin embargo, el múltiplo sobre el valor en libros (P/BV) de los bancos en India es de 3-5x, mientras que en Europa se sitúa cerca de 0.6-0.8x. Un nuevo ejemplo de la magia de la inflación y la “ilusión” (o desilusión) monetaria que crea.

Hay una segunda razón que justifica la contracción de múltiplos

El segundo motivo que justifica los menores múltiplos en un entorno de mayor inflación -y estamos hablando del PER real esta vez- es la forma en que se gravan los impuestos sobre los beneficios y las ganancias de capital. Nos referimos a que éstos se pagan sobre beneficios nominales en lugar de beneficios reales.

Consideremos nuevamente nuestro ejemplo inicial, pero supongamos ahora que los impuestos sobre los beneficios son del 20%. En el primer ejemplo (con inflación cero), el RoE nominal y real antes de impuestos es del 10% y después de impuestos es del 8% => $10\% \times (1-20\%)$.

Sin embargo, cuando la inflación es del 10%, el RoE nominal antes de impuestos es del 20%, después de impuestos del 16% ($20\% \times (1-20\%)$) y el RoE real del 6% ($16\% - 10\%$). Como ven, la tasa impositiva “implícita” sobre los rendimientos reales aumenta significativamente. Esto justifica, no solo múltiplos nominales más bajos, sino, también, múltiplos reales más bajos.

Si estamos comparando peras con peras...

Como decíamos antes, en los mercados desarrollados vivimos en un entorno de inflaciones bajas. Eso significa que la “calidad” de los RoE nominales de las empresas en estos países es ahora mucho mayor que en el pasado, cuando las inflaciones altas golpeaban las principales economías occidentales. No solo eso, es que las RoE nominales de hoy en día son muy más altas comparadas con cualquier otro periodo que elijamos de inflaciones bajas. Esto sucede, sospechamos, gracias al capitalismo con esteroides que tenemos en la actualidad, pero ese es otro debate. Esta combinación de retornos reales más altos y de mayor calidad significa que un PER nominal más alto que en el pasado estaría económicamente justificado.

Es interesante que esta realidad casi nunca es tomada en cuenta por los estrategas o comentaristas de mercado, quienes simplemente comparan los múltiplos nominales actuales con los promedios históricos y concluyen que son altos/caros, sin tener en cuenta el hecho de que las tasas de inflación han caído significativamente en los últimos años.

Solidez financiera y viento meritocrático

Hay un tercer tipo de viento al que tienen que enfrentarse las empresas: el viento meritocrático.

Un viento que provoca una selección natural en el mundo de las empresas, debilitando a las más débiles y fortaleciendo a las más fuertes (a cuenta de las primeras). Un viento que solo pueden navegar aquellos que tiene una característica que no habíamos comentado hasta ahora: solidez financiera.

Antes hemos hablado de chispa y activo, pero no de cómo se financia ese activo. Una compañía solvente, que financia su activo con capital y no con deuda, es una compañía mejor preparada para este proceso darwinista al que nos estamos refiriendo. No solo porque en periodos de inflación el coste de esa deuda sube (el tipo de interés), sino porque una compañía financiada para sufrir, es aquella que se puede beneficiar de las oportunidades que siempre florecen cuando los vientos operativos y de mercado se fortalecen.

Esta solvencia financiera y la opcionalidad (maravillosa) que proporciona es el resultado de las decisiones pasadas y futuras que toman sus gestores. Por tanto, será fundamental asociarse con empresas que tengan un propietario o un equipo gestor experimentado y capaz, que cuente con talento para navegar entornos complicados y que sepa proteger el capital cuando se debe y componerlo cuando se puede.

Parece sencillo, pero no lo es

Uno interioriza todo este chorro y tiene la (falsa) sensación de que ha conseguido adaptar su recetario o, mejor, reprogramar su algoritmo, para desenvolverse razonablemente bien en el mundo de las inversiones en entornos inflacionistas. No es así (del todo). Y no es así porque, como siempre, el pensamiento lineal juega malas pasadas. El mundo de las inversiones se mueve en segunda derivada, no en primera, y van a comprender por qué.

Hemos comprobado como exigir más rentabilidad a nuestras inversiones -reducir los múltiplos a los que las valoramos- es la forma racional que tenemos los inversores de protegernos ante la inflación. Sin embargo, este ejercicio de austeridad que debemos hacer no es tan evidente como parece. Tendremos que ser austeros, no hay duda, pero el cuánto dependerá del momento del ciclo en el que nos encontremos. No se trata de un cálculo sencillo. Y no lo es porque, como decíamos, estamos acostumbrados a pensar de manera lineal. Un tipo de pensamiento que no funciona bien en el mundo de la inversión.

Sucede que los inversores tendemos a elevar sistemáticamente los múltiplos (rebajamos las rentabilidades que exigimos a las inversiones) cuando las tasas de inflación son bajas y lo contrario, las deprimimos cuando las tasas de inflación son altas. Esto no quiere decir que este comportamiento no sea racional. Es lineal.

El problema es que los altos múltiplos sobre beneficios que pagamos cuando la inflación es baja, están asociados con retornos futuros nominales y reales (ajustados por inflación) bajos. Y, por el contrario, los múltiplos contraídos a los que cotizan las acciones cuando la inflación es alta, tienden a estar asociados con retornos nominales y reales subsiguientemente altos.

La explicación es que los inversores vemos la baja inflación (que no la deflación) como un clima propicio para la inversión y, en consecuencia, elevamos las valoraciones de las acciones hasta niveles que comprometen su rentabilidad futura. Por el contrario, cuando la inflación es alta tendemos a penalizar las valoraciones de forma que, las bases para que las acciones ofrezcan muy buenos rendimientos posteriores, quedan sentadas.

Comprenderemos entonces que las transiciones de una inflación alta a una inflación baja tienden a ser bastante agradables, mientras que las transiciones de una inflación baja a una inflación alta tienden a ser inusualmente dolorosas.

Es por esto por lo que nuestro trabajo es maravilloso, pero complicado.

Enseñanzas y reflexiones

Como potenciales inversores en entornos inflacionistas, hay unas cuantas enseñanzas que debemos aprender de todas estas reflexiones micro.

La primera es que buscaremos empresas que sean capaces de sacarle las mismas chispas a su activo/capital cuando sube la inflación. Esto significa que tienen la capacidad de crecer y defender sus márgenes y, más importante, que no son muy intensivas en capital, es decir, que su activo no está sujeto a la obsolescencia o que la reinversión en él no es muy inflacionaria. Como decía una buena amiga del Equipo de Inversión hablando de este tipo de compañías: “¡qué más da que suba el coste de capital, si no necesitan capital!”. Totalmente de acuerdo.

Estas empresas suelen tener una ventaja competitiva duradera y un producto de alta recurrencia. El problema de estas compañías es que no suelen estar baratas (si encontrar compañías fabulosas con valoraciones atractivas resultara sencillo, esto no sería bolsa, sería PlayStation). Todo lo contrario. Será necesario levantar piedras y/o ser pacientes hasta que encontremos unas valoraciones que ofrezcan un margen de seguridad adecuado. Cuanto mayor sea éste, mejor.

Por último, en los mercados que transitan de un entorno de inflaciones bajas a otro de inflaciones altas aparecen oportunidades que solo podrán aprovechar las compañías solventes. Una solvencia que viene determinada por la propia calidad de la compañía, pero también por las decisiones estratégicas de su equipo gestor. Será fundamental, por tanto, elegir empresas bien gestionadas. Empresas con talento y con “capacidad de sufrimiento”.

Nosotros (y nuestras compañías) estamos preparados

Terminamos ya. Un incremento constante e intenso en el nivel de precios en una economía supone un desafío formidable para las empresas y un impuesto feroz para el ahorrador que no es propietario de negocios o activos reales. Un desafío que no se ha materializado, que no sabemos si lo va a hacer y para el que nosotros y muchas de nuestras compañías estamos preparados.

Tenemos un Equipo de Inversión con el talento necesario para elegir las compañías operativamente más adecuadas. Nuestra filosofía de inversión en Valor nos provee del temperamento y la paciencia imprescindible para pagar el precio justo por ellas y, por supuesto, en nuestras carteras contamos con compañías sólidas y solventes. Cualidades indispensables siempre, pero más en caso de que un fantasma que revolotea por los mercados sin asustarlos, decida sentarse a comer en la mesa de la inversión. Un fantasma llamado inflación.

Hasta aquí hemos llegado por hoy. Un post largo y denso en el que solo nos ha faltado comentar con ustedes alguna de estas compañías. En la carta trimestral que vamos a publicar en unos días prometemos hacerlo.

Atentamente,

Equipo de inversión de BESTINVER.

Aviso legal:

Esta publicación ha sido elaborada por Bestinver Gestión, S.A. SGIC, (“Bestinver Gestión”) para el público en general.

Este documento y su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores u otros instrumentos, ni constituye una recomendación personal.

La información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero Bestinver Gestión no garantiza su exactitud, integridad o exhaustividad. La información aquí contenida está sujeta a cambios sin previo aviso.

Ni Bestinver Gestión ni ninguno de sus empleados o representantes aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de este documento o de su contenido.

Bestinver Gestión, cualquier otra empresa de su grupo y/o cualquiera de sus directivos, consejeros o empleados pueden, en la medida permitida por la ley, tener una posición o estar interesados de otro modo en cualquier transacción o inversión directa o indirecta, o prestar o solicitar negocios a cualquier empresa mencionada en este documento. Como consecuencia de ello, Bestinver Gestión puede tener un conflicto de interés.

Para cualquier información adicional sobre los productos de inversión de Bestinver Gestión y su funcionamiento pueden consultar el Folleto Informativo, el DFI y el Reglamento de Gestión en la página web de BESTINVER www.bestinver.es o solicitar una copia de éstos en la siguiente dirección de correo electrónico: bestinver@bestinver.es.

Fecha de publicación: 14/04/2021