

## Opinión

## Ni todo 'growth', ni todo 'value'...



Beatriz Catalán Corredor

Vivimos rodeados de etiquetas que nos encasillan. Pero las etiquetas pueden volverse aburridas y viejas. Por ejemplo, aquel niño que de pequeño era muy tímido, y lo etiquetaban de "soso", no tiene por qué parecerse en nada al adulto de hoy, ya que los seres humanos somos infinitamente dinámicos, la vida avanza y cambiamos, nos reajustamos en función de nuestras experiencias, y aunque es cierto que lo esencial puede permanecer inmutable, existen infinitas posibilidades de ser más allá de las etiquetas que ya conocemos.

En el mundo de la inversión sucede algo parecido. Nos gusta mucho poner etiquetas a nuestro estilo de inversión. Tú qué eres, ¿value? o ¿growth? Recordamos al estilo *growth* como aquel enfocado en la inversión en empresas que cotizan con un múltiplo precio/libros elevado, frente al estilo *value*, cuyo foco son las empresas con múltiplo bajo. A largo plazo, en un entorno de menor crecimiento económico y baja inflación, el estilo *growth* lo suele hacer mejor. No obstante, a corto plazo este estilo se puede ver lastrado por cambios repentinos de percepción de riesgo de mercado, funcionando mejor el estilo *value*. Un ejemplo muy claro ha sido el pasado año, donde sectores *value* como energía y financiero se han quedado retrazados (aunque también tuvieron sus meses brillantes), mientras que el *growth* y sectores defensivos, como consumo discrecional, *utilities*, salud y tecnología han tenido un comportamiento espectacular.

Pero quitémonos esas etiquetas. La clave del éxito va a residir en tener una buena cartera diversificada, buscando las mejores oportunidades de inversión, dónde tendrán cabida tanto los sectores cíclicos como los defensivos, las *small caps* y las *big caps*, compañías tipo *value* o tipo *growth*, etc. Y yo añadiría un apellido más, una buena cartera diversificada de forma activa.

Y es que será nuestro modelo de inversión el que nos asignará eficientemente esa cartera. Monitorizando muy de cerca las distintas variables del mismo: en primer lugar, el momentum económico. Hay signos de que la actividad económica se está estabi-

lizando. Los datos de PMI están tocando fondo, viendo mejoras en los subcomponentes de nuevas órdenes y los inventarios están disminuyendo rápidamente. Sin embargo, es clave que se mantenga la calma en el frente comercial para que pasemos de una estabilización a una mejora clara de los datos.

## Mejores condiciones

La segunda variable hace referencia a las condiciones financieras. Y aquí sí que podemos afirmar con rotundidad que éstas han mejorado, gracias a ese apoyo incondicional por parte de los bancos centrales, han cambiado completamente las políticas aplicadas en 2018.

La tercera variable de nuestro modelo: beneficios. El consenso de beneficios para este año es de un crecimiento en el entorno del 9%, tanto para EEUU como para la zona euro. Pensamos que el mercado tiene que ir reajustándose a la baja. Si estimamos un crecimiento del PIB global en el entorno del 3%-3,5%, los beneficios podrían crecer como mucho un 2%-3%, cifra no obstante superior a la de 2019.

La cuarta variable es la valoración de mercado. Es cierto que en términos de PER la valoración comienza a estar algo estresada en términos absolutos. Sin embargo, comparando con otros activos como la renta fija, el binomio riesgo-rentabilidad sigue siendo muy favorable para la renta variable. Hay que tener en cuenta que la expansión de balances por parte de los bancos centrales ha llevado a esas valoraciones un tanto irracionales de gran parte de las curvas de tipos.

Y, por último, el posicionamiento de mercado es todavía bajo. Los flujos de entrada hacia renta variable han sido negativos en los últimos 12 meses, y aunque están empezando tímidamente a darse la vuelta, el sentimiento inversor dista bastante de dar signos de euforia.

Seguimos viendo un entorno favorable, aunque con unas expectativas de rentabilidad más reducidas que el pasado año, en el que todavía siguen abiertos muchos frentes de incertidumbre (negociaciones geopolíticas) que seguirán generando volatilidad. Pero el modelo no es estático, cualquier cambio en esas variables nos llevará a una reasignación de posiciones. Por tanto, ni todo *growth*, ni todo *value*, y sí una diversificación activa.

Responsable de gestión activa en Ibercaja Gestión



Dreamstime

## Necesitamos que más empresas exporten con regularidad



Joaquín Maudos

Algo inédito en la historia reciente de la economía española es crecer y crear empleo generando al mismo tiempo superávit en la balanza por cuenta corriente. Y ello ha sido gracias al buen comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios, que ha compensado la caída de la demanda interna que tuvo lugar en los peores años de la crisis. Cada vez son más las empresas españolas que exportan, pero muchas menos las que lo hacen con regularidad. Además, las exportaciones están concentradas en un número muy reducido de empresas. Vamos por partes.

Desde que comenzó la crisis en 2007, el saldo de la balanza por cuenta corriente ha pasado de un déficit de más de 62.000 millones de euros a un superávit de 32.600 millones en 2018, si bien está perdiendo fuelle desde 2013. Tener un superávit es una magnífica noticia teniendo en cuenta que España es uno de los países con mayor deuda externa neta en relación al PIB, lo que implica que necesitamos muchos años de cuantiosos superávits para corregir la actual posición neta deficitaria de inversión internacional, que equivale al 79,9% del PIB (978.000 millones de euros). En ese superávit tiene un elevado protagonismo el magnífico comportamiento del turismo, pero también el hecho de que las exportaciones de bienes hayan aumentado su aportación al PIB del 15,4% en 2009 (el peor año de la crisis) al 24,1% en 2018. Detrás de ese aumento de casi 9 puntos de aportación de las exportaciones de bienes al PIB hay miles de empresas que han buscado en los mercados internacionales la forma de compensar la pérdida de negocio doméstico, aumentando en consecuencia su grado de internacionalización. Desde 2009 hasta 2018, prácticamente se ha duplicado el porcentaje de empresas que exportan, hasta alcanzar un valor máximo del 6,1% en 2018. Estamos hablando de casi 204.000 empresas que exportan, casi el doble que en 2009.

En un mundo cada vez más globalizado y competitivo, es muy importante que las empresas se internacionalicen, buscando en ese mercado mundial de forma regular su fuente de ingresos. Cuando nos centramos en las empresas que exportan de forma regular (entendiendo por regular al menos cuatro años seguidos), la cifra cae a la cuarta parte (51.768 empresas), aunque la buena noticia es que también ha aumentado su peso en el total, desde el 1,2% en el año 2009 hasta el 1,6% en 2018.

No obstante, como muestra el último *Esenciales* publicado por la Fundación BBVA en colaboración con el Ivie, hay enormes diferencias en la propensión a exportar de las regiones españolas. En todas, sin excepción, ha aumentado el peso de las exportaciones de bienes en el PIB, destacando aumentos por encima de diez puntos en Andalucía, Ara-

gón, Cataluña, Comunitat Valenciana, Galicia, Murcia, Navarra y la Rioja. También las diferencias son abultadas en el porcentaje de empresas que exporta, con valores que oscilan entre un máximo del 16,4% en Madrid a un mínimo del 3% en Asturias. De nuevo, en todas las comunidades ha aumentado desde 2009 el porcentaje de empresas que exportan, destacando sobremanera Madrid, con un aumento de 12,6 puntos. Si nos centramos en las empresas que exportan con regularidad, también el porcentaje ha aumentado en todas las regiones, destacando el aumento del País Vasco, que más que ha duplicado el porcentaje hasta alcanzar el 3,5%. Junto al País Vasco, las regiones que más exportan con regularidad son Cataluña y La Rioja (el 2,8% de sus empresas en ambos casos).

## Elevada concentración

En este contexto de buenas noticias por las implicaciones que tiene el hecho de que cada vez más empresas exporten para poder devolver poco a poco la elevada deuda externa neta que tiene España, hay un "sombra" que conviene corregir, y es la elevada concentración de las exportaciones en un reducido número de empresas. Sólo cinco empresas concentran el 9,9% del total de exportaciones de bienes de España, y si ampliamos la lista a 500 empresas, generan el 58% de las exportaciones. Es una elevada concentración que refleja otro problema de la economía española, que es el escaso peso que tienen las grandes empresas, en un tejido empresarial dominado no ya por pymes, sino por microempresas.

También en el ámbito regional hay muchas diferencias en el grado de concentración de sus exportaciones. Si nos centramos en las diez empresas que más exportan en cada región, en ocho (Aragón, Asturias, Baleares, Canarias, Cantabria, Castilla y León, Galicia y Navarra), la concentración supera el 50%. La elevada concentración es un fenómeno generalizado, por lo que es necesario que se amplíe la base de empresas que exporten con regularidad para que no seamos vulnerables a lo que le pueda pasar a un pequeño número de muy grandes empresas, que son las que más exportan.

Como ha señalado con acierto la Comisión Europea en su último informe sobre desequilibrios macroeconómicos, uno de los más importantes en España es que su posición neta negativa de inversión internacional sigue siendo muy abultada, y ello no es ajeno al problema estructural de baja productividad que padecemos desde hace décadas. Si queremos que más empresas exporten para corregir ese desequilibrio, es necesario que en la agenda del nuevo Gobierno estén sí o sí las reformas estructurales, que son aquellas que tiene como objetivo aumentar el crecimiento potencial de nuestra economía, lo que pasa por ganar productividad. Sólo con más empresas que inviertan más en I+D, en capital humano, en intangibles, etc., será posible que aumente su internacionalización y que ganen cuota de mercado en las exportaciones mundiales.

Catedrático de Economía en la Universitat de València, director adjunto de Ivie y colaborador en Cunef

**Apenas unas 500 empresas generan el 58% de las exportaciones anuales españolas**