

El retorno sobre el capital frente al retorno del capital



De cara a afrontar 2010 y a medio plazo, el grueso de la cartera debería estar orientada a estrategias de «ingresos periódicos».

Daniel Suárez Montes

LOS MERCADOS FINANCIEROS EN 2009: DEL INFIERNO A LAS PUERTAS DEL CIELO

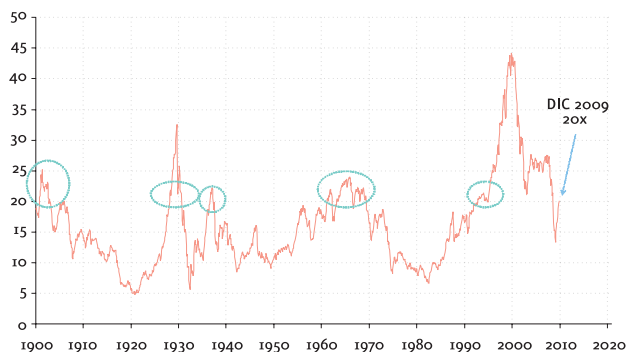
En marzo de 2009, el S&P 500 marcó un mínimo en los 666 puntos, un número que, más allá de implicaciones «diabólicas», elevaba al 56% la pérdida acumulada por el mercado desde los máximos de 2007. Desde entonces, los mercados bursátiles han seguido una trayectoria ascendente con escasos precedentes en la historia de la renta variable, sólo comparable, en intensidad y velocidad, al desplome previo. Así, si el movimiento bajista del cuarto trimestre de 2008 al primer trimestre de 2009 dificultó la salida del mercado al grupo *bullish*, la velocidad e intensidad del rebote desde marzo de 2009 ha dejado fuera a los inversores *bearish*. Las dos fuerzas del mercado están empatadas.

REFLEXIONES SOBRE EL 2010

Antes de valorar los posibles escenarios abiertos para los próximos 12 meses, repasemos los puntos de apoyo del

último rebote en los mercados bursátiles, que avanzan más de un 60% en apenas ocho meses. En nuestro análisis, encontramos tres puntos de apoyo claves para el reciente movimiento alcista de la renta variable: (1) desplazamiento del escenario de deflación, (2) expansión del balance de los bancos centrales y (3) expansión de los déficits de los gobiernos; tres fuerzas, muy interrelacionadas, que han logrado compensar la falta de pulso de consumidores y crédito. Con todo, la suma de estos tres argumentos no alcanza para avalar todo el movimiento alcista de los mercados bursátiles desde los mínimos de marzo de 2009: una revalorización superior al 60% con una expansión del múltiplo de beneficios de siete puntos (de 13x a 20x). Según nuestros cálculos, los tres puntos de apoyo justificarían una recuperación del múltiplo de beneficios hasta niveles de 16x, compatible con un S&P 500 cotizando en el rango 850-900 puntos. Los 250 puntos restantes, que han elevado al S&P 500 hasta niveles de 1.100 puntos, los aportan las expectativas de los inverso-

PER ajustado por ciclo de beneficios (media 10 años) para el S&P 500



Fuente: Afi, R. Shiller.

res sobre el ciclo de beneficios empresariales y la recuperación de los canales de crédito. Son 250 puntos «extra» que esperan una vuelta a máximos de los márgenes empresariales y un reajuste inminente entre las curvas de oferta y demanda de crédito. Son 250 puntos que elevan notablemente el nivel de exigencia sobre las cifras que pueda deparar 2010 en materia de crecimiento económico y evolución del *credit crunch*.

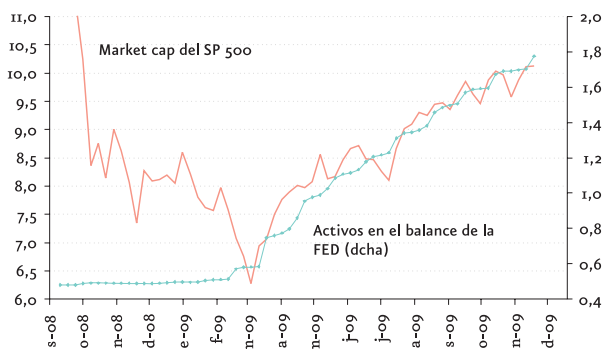
REFLEXIONES SOBRE LOS PRÓXIMOS 10 AÑOS

En marzo de 2009, el S&P 500 cotizaba por primera vez en 17 años por debajo de la media histórica del PER Shiller o PER ajustado por ciclo de beneficios (13x frente a 16x de media). Una valoración que sugería un retorno medio acumulado del 7,6% para los próximos 10 años en el S&P 500.

Nos decantamos por estrategias defensivas (beta baja), orientadas a la preservación de capital, y por selección de valores/sectores buscando la rentabilidad por dividendo

Comparando este 7,6% con el 3% que ofrecían los bonos a 10 años, obteníamos que el diferencial de riesgo era remunerado con un 4,6%: un buen punto de partida para inversores *value* y a largo plazo. Hoy, el S&P 500 cotiza con un PER de 20x. ¿Qué puede aportar a nuestra cartera la compra de un S&P 500 cotizando a 20x beneficios? Poca cosa. A lo largo de los últimos 110 años, han sido varios los episodios en los que el S&P 500 ha cotizado en niveles de 20x beneficios. En la tabla «Rentabilidades del S&P 500 10 años después de comprar con un PER de 20x y proyecciones para el S&P 500», se resumen las ventanas temporales en las que el mercado ha alcanzado ese nivel de valoración y los retornos medios acumulados que ha deparado el S&P 500 en los 10 años siguientes. En la muestra hay un claro *outlier*: la burbuja «punto com», la mayor burbuja en la historia bursátil. En la década de los noventa, a pesar de comenzar con un mercado cotizando en niveles de 20x, la posterior burbuja que elevó

Capitalización bursátil del S&P 500 frente a tamaño del balance de la Reserva Federal (en billones de dólares)



Fuente: Afi, Reserva Federal.

las valoraciones a niveles de 40-45x facilitó que los retornos de aquellos inversores que compraron a 20x beneficios ascendieran, en media, a un 8,4% de rentabilidad anual en 10 años. Si excluimos este período, un inversor que compra un mercado con una valoración de 20x debería esperar unos retornos medios anuales acumulados del -0,5/+1,3%. Poca rentabilidad esperada para el riesgo asumido.

LA ESTRATEGIA DE DIVIDENDOS GANA PROTAGONISMO EN UN ENTORNO DE GANANCIAS DE CAPITAL TAN LIMITADAS

De cara a afrontar 2010 y a medio plazo, el grueso de la cartera debería estar orientada a estrategias de «ingresos periódicos». Atendiendo al *performance* a medio plazo que sugiere una valoración de 20x, los dividendos podrían ser la principal fuente de ganancias para los inversores. Estrategias defensivas (*beta* baja), orientadas a preservación de capital, y selección de valores/sectores buscando la rentabilidad por dividendo son una buena opción para enfrentarse a un mercado que espera un 2010 de intensa reactivación económica y de beneficios empresariales. Con unas expectativas tan exigentes, las tácticas que buscan el retorno sobre el capital pierden peso a favor de las orientadas hacia las que ponderan el retorno del capital ::

RENTABILIDAD MEDIA ANUAL (ACUMULADA EN VENTANA DE 10 AÑOS)

	Media (%)	Máxima (%)	Mínima (%)
1900-1910	1,4	2,8	-0,6
1928-1938	-4,7	-1,2	-7,8
1960-1970	1,2	4,8	-2,2
1990-2000	8,4	9,8	6,5
2010-2020	¿?		
Media	1,6	4,1	-1,0
Media (ex burbuja 90's)	-0,7	2,1	-3,5
S&P 500 en 2020*	1.284,6	1.636,4	992,2
S&P 500 en 2020**	1.022,7	1.360,3	767,0

* aplicando a la cotización actual la rentabilidad media, máxima y mínima

** aplicando a la cotización actual la rentabilidad media (ex burbuja), máxima y mínima

Fuente: Afi.