Mercados

CaixaBank
ASSET MANAGEMENT

RETORNOS A LARGO PLAZO

31 DE MARZO DE 2019

Los Retornos de los activos financieros de Largo Plazo y sus expectativas coyunturales

Credit Suisse viene produciendo desde 2014 un estudio sobre los retornos de diferentes activos financieros de largo plazo.

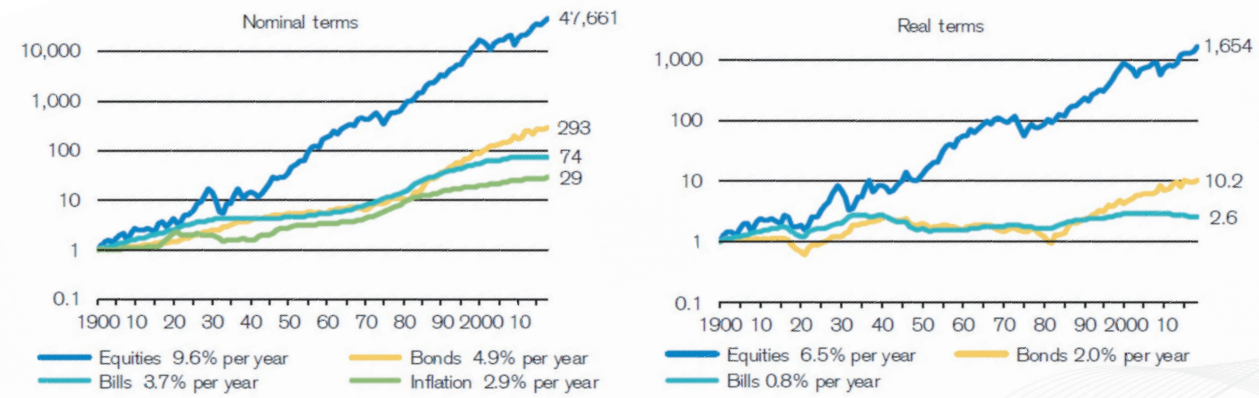
El estudio extiende su base de datos desde 1900 y los retornos calculados suponen una orientación, con una muestra bastante amplia, de lo que, desde un punto de vista actuarial, podríamos utilizar como indicación de los retornos de largo plazo futuros bajo el supuesto de que esa muestra es suficientemente representativa.

A fin de cuentas, durante estos 117 años hemos pasado por periodos de euforia, depresiones, guerras, cambios tecnológicos fuertes y casi cualquier escenario imaginable.

Hacer proyecciones bajo el supuesto de que volveremos a pasar por ciclos y situaciones similares parece recoger una gran parte de los escenarios a los que nos enfrentemos en el futuro, que sirven para construir nuestras carteras de inversión.

Retornos nominales y reales de bolsa, bonos y letras en Estados Unidos

Cumulative returns on US asset classes in nominal terms (left-hand side) and real terms (right-hand side), 1900–2017



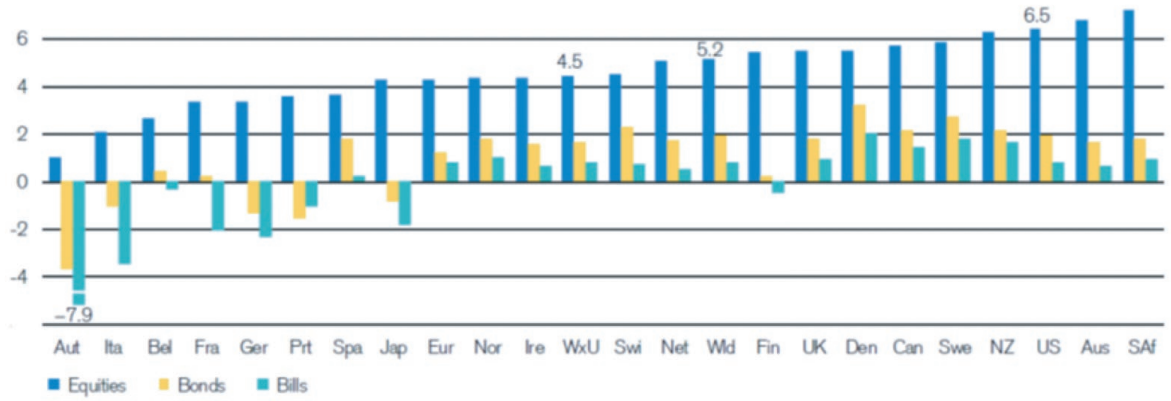
Source: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, Triumph of the Optimists, Princeton University Press, 2002, and subsequent research

©CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohibe su reproducción, comunicación y acceso a terceros no autorizados.

Como muestra el gráfico 1, tanto desde un punto de vista nominal como real, la inversión en activos financieros permite hacer crecer la riqueza del inversor en el largo plazo, y obteniéndose retornos significativamente mayores en aquellos activos (acciones), que suelen ser considerados como de mayor riesgo (mayor volatilidad en sus retornos). Lo mismo podemos decir de manera somera del resto de mercados desarrollados según muestra el gráfico 2.

Retornos reales de bolsa, bonos y letras en cada país

Real annualized returns (%) on equities versus bonds and bills internationally, 1900–2017

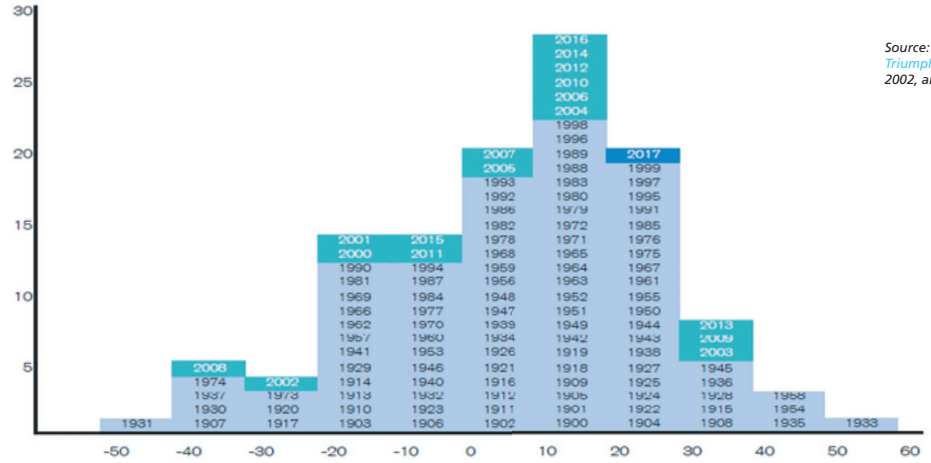


Source: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, Triumph of the Optimists, Princeton University Press, 2002, and subsequent research

Así, hay años en los que las bolsas han dado retornos muy por encima de los bonos y otros muy por debajo (gráfico 3), suponiendo de media esos 4,7% en todo el periodo. Y eso explica el por qué las carteras no se hacen únicamente con acciones, porque los niveles de tolerancia a pérdidas de los diferentes inversores y su horizonte de inversión no se adecúa a estas características y por eso insistimos en los tres ejes en nuestra aproximación en la construcción de las carteras de "asset allocation": rentabilidad esperada, horizonte de las inversiones y riesgo dispuesto a asumir en el horizonte de esas inversiones.

Retornos de la bolsa americana frente a los bonos

Histogram of US equity risk premium vs treasury bills, 1900–2017



Source: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, Triumph of the Optimists, Princeton University Press, 2002, and subsequent research.

©CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohibe su reproducción, comunicación y acceso a terceros no autorizados.

La construcción de las carteras de asset allocation normalmente se hace con horizontes temporales que no son tan largos como los que requiere para que se cumplan estas estadísticas actuariales. De hecho, los horizontes recomendados para los perfiles se mueven entre tres años para el perfil más conservador, y ocho o diez años para el más agresivo.

Para tratar de dar una estimación lo más ajustada posible de lo que los inversores pueden obtener en dichos perfiles con esos horizontes temporales más reducidos, debemos tratar de ajustar esas estimaciones de retornos de largo plazo a estos periodos más cortos. No existe una ciencia exacta al respecto, pero si una cierta experiencia histórica y algo de sentido común que se basa en dos principios: el primero, es que el múltiplo al que se entra en el mercado determina bastante bien el retorno futuro de las inversiones en acciones, (cuanto más alto el múltiplo, más bajo el retorno futuro esperado). El segundo, es que la tir implícita de la inversión en los bonos es una buena indicación del retorno que se puede obtener a vencimiento, excepción hecha quizá en el high yield por los ciclos de quiebras.

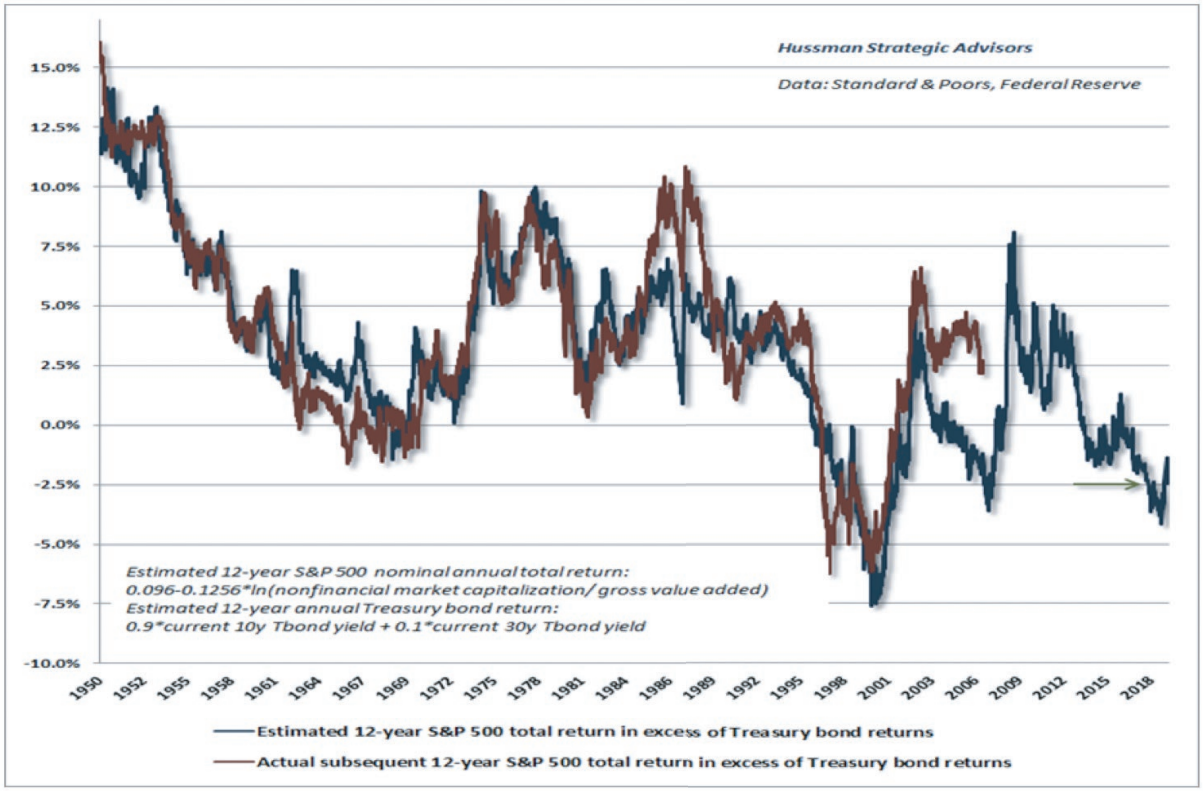
Con estos parámetros nos movemos. Empezando por la bolsa americana, presentamos un par de modelos que parten de esta filosofía del múltiplo de partida y el retorno probable a obtener a futuro. El primero (gráfico 4) establece la relación entre el PE medio de diez años (con ánimo de coger un ciclo entero de inversión) y mira el retorno que se ha obtenido históricamente en los años posteriores.

Relación entre el CAPE y el retorno futuro a 10 años en bolsa americana

©CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohibe su reproducción, comunicación y acceso a terceros no autorizados.

El segundo sigue una filosofía similar, pero se basa en la capitalización del mercado americano sobre el valor creado por la economía (gráfico 5).

Retorno esperado de la Bolsa Americana con la valoración Hussman



Las conclusiones de ambos son similares, la expectativa de rentabilidad de los próximos años que estiman es claramente inferior al rendimiento que históricamente ha dado la bolsa americana.

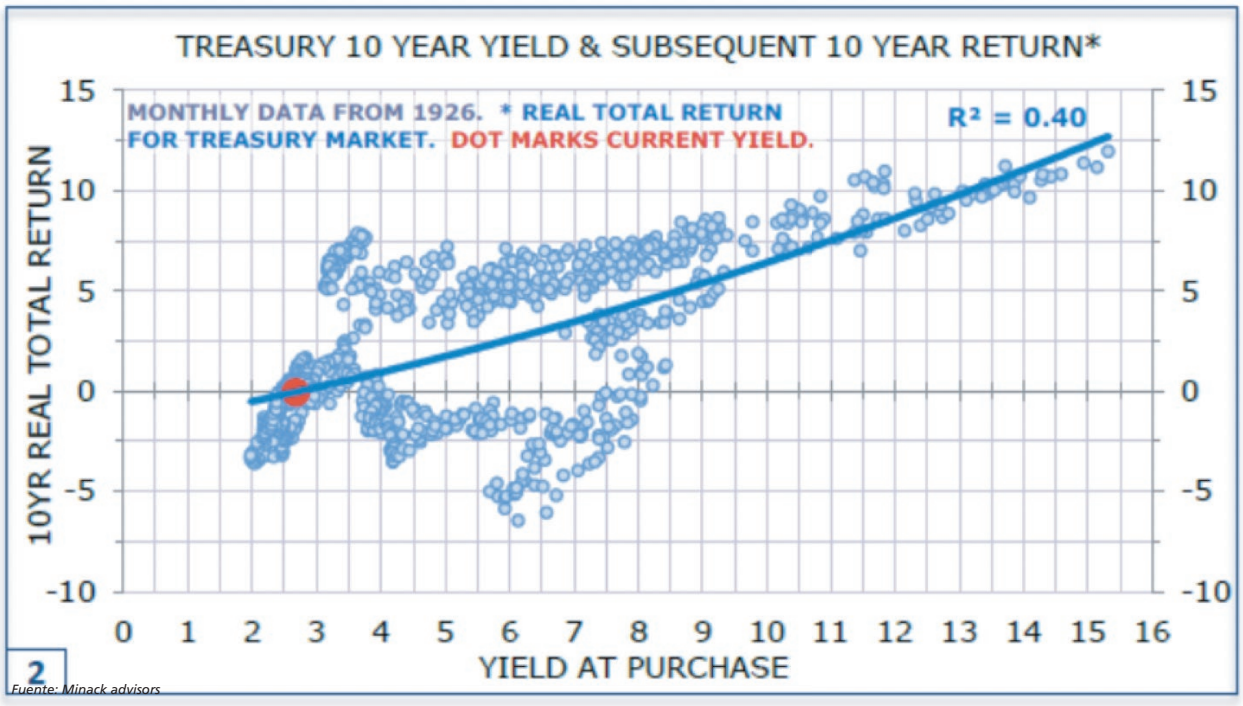
Por supuesto, esto son solo modelos y no deben ser considerados como dogmas de fe, pero son pistas que nos pueden ayudar a movernos en el mapa de rentabilidades esperadas en periodos intermedios entre la convención del año natural y esos retornos de rentabilidades esperables de muy largo plazo.

Por lo que concierne a la renta fija, como comentábamos más arriba, las rentabilidades esperables de los diferentes bonos pueden ser bien aproximadas por la TIR del momento de compra suponiendo que se mantienen hasta vencimiento. El gráfico 6 muestra esa relación entre la rentabilidad en el momento de compra del bono a diez años americano y el retorno real (después de inflación) obtenido en los diez años siguientes. El punto rojo marca la rentabilidad nominal del bono a diez años americano actualmente, alrededor de un 2,75 %. La rentabilidad real dependerá de la evolución de la inflación anual en estos diez próximos años, pero la nominal rondará ese 2,75 %.

©CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohibe su reproducción, comunicación y acceso a terceros no autorizados.

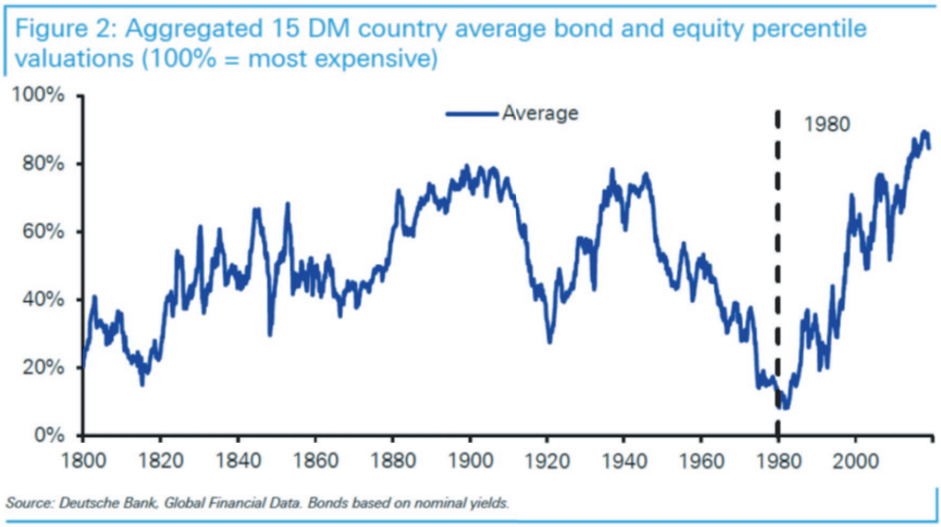
El segundo sigue una filosofía similar, pero se basa en la capitalización del mercado americano sobre el valor creado por la economía (gráfico 5).

Rentabilidad real del Bono americano a 10 años en función de la TIR de compra



En la actualidad nos encontramos con que en general las valoraciones, tanto de los bonos como de las bolsas desarrolladas, se encuentran en las partes más altas de la historia moderna lo cual no es un buen augurio para las rentabilidades esperables futuras.

Nivel de valoración relativo a la historia de los bonos y bolsas desarrollados



©CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohibe su reproducción, comunicación y acceso a terceros no autorizados.

Por supuesto los mercados no se mueven de forma lineal y esto genera oportunidades importantes que debemos aprovechar en la construcción de carteras, pero recordemos que las rentabilidades son continuas, y la división del tiempo de medición anualmente es una convención. El arranque de este año nos está permitiendo endulzar el amargor del final de 2018, pero mirado en un año las bolsas mundiales siguen con retornos negativos, acercándose a esas predicciones pesimistas de los modelos.

Evolución del MSCI World en el último año

Recordemos además el efecto de las matemáticas. Una caída de un 50 % implica pasar de 100 a 50. Para volver a 100 el precio tiene que subir un 100%.

Como siempre, podemos mirar el vaso medio lleno o medio vacío. Movimientos violentos en los precios de los activos pueden generar oportunidades importantes de añadir rentabilidad en las construcciones de las carteras de asset allocation, y son un argumento para la gestión activa de las mismas. Todos los inversores juegan en el mismo campo, un campo que a futuro no parece tener un césped impecable, sino con algunos montículos que dificultan que los espectadores puedan disfrutar del mejor espectáculo en forma de retornos.

Advertencias LegalesEl presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Este documento ha sido elaborado CaixaBank Asset Management SGIIC,S.A.U con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambio sin previo aviso. CaixaBank Asset Management SGIIC,S.A.U no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. La información que se incluye en el presente informe se ha obtenido de fuentes públicas y consideradas como fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente documento no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. CaixaBank Asset Management SGIIC,S.A.U no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe. Comportamientos de variables en el pasado puede que no sean un buen indicador de su resultado en el futuro. CaixaBank Asset Management SGIIC,S.A.U es la entidad gestora de los fondos de inversión referidos en el presente documento. CaixaBank Asset Management SGIIC,S.A.U es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV con el nº15. CaixaBank Asset Management SGIIC,S.A.U está domiciliada en Paseo de la Castellana 51, Madrid con CIF A-08818965. CECABANK, S.A es entidad depositaria con número de registro 236 de CNMV. Las decisiones de inversión o desinversión en el fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en vigor en cada momento. Las inversiones de los fondos están sujetas a las fluctuaciones de mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que el valor de adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Puede consultar la política de inversión completa en el documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI) disponible con el resto de información legal a través de la página web Https:/www.Caixabankassetmanagement.com y en los registros oficiales de la CNMV, www.cnmv.es

©CaixaBank, S.A. Todos los derechos reservados. En particular, se prohibe su reproducción, comunicación y acceso a terceros no autorizados.