



knowsquare .

PREPARADO POR
CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

25 DE FEBRERO DE 2009

LA DÉCADA “PRODIGIOSA”

RESUMEN DE CONFERENCIA

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

LA DÉCADA “PRODIGIOSA”

RESUMEN DE CONFERENCIA

El título real de la Conferencia pronunciada por Javier Estrada en el IESE ha sido “Hasta nunca 2008”... Sin embargo, la primera conclusión que extraemos es que la década 2000-2009 puede ser la peor de la historia de los mercados bursátiles desde que éstos existen, de ahí el título que desde el Consejo Editorial de Know Square aportamos.

Javier comienza con una serie de comentarios preliminares, que creemos relevantes:

- (1) No le gusta predecir, de hecho dice que el que predice es más un charlatán que un financiero...
- (2) Normalmente, primero se predice, y luego se asignan activos en función de las predicciones; sin embargo, sería más razonable concentrarse en tener una buena estrategia de asignación de activos, en lugar de tratar de averiguar qué puede pasar...
- (3) Cree que el 90% del éxito de la gestión de una cartera está en la estrategia de identificación de activos, y sólo el 10% restante en el “*timing*” y en la selección del activo concreto dentro de la categoría...
- (4) La mayoría de los españoles nos preocupamos mucho más por el mercado local que por el resto de los mercados disponibles para invertir. España, sin embargo, supone sólo el 2-3% del volumen mundial, y EEUU el 35-45%.
- (5) Hoy en día, no tiene sentido tener una posición no diversificada internacionalmente. Es francamente recomendable mantener una actitud neutral sobre las opiniones y riesgos de los activos en los que invertimos y evitar el “*local bias*”.

Algunas referencias históricas para centrar el debate y las reflexiones que le seguirán:

- (1) De las 11 caídas anuales más importantes del índice S&P, dos se han producido en esta década: la del 2008 (-38,5%) y la del 2002 (-23,4%). La más grave sigue siendo la de 1931 (-47%).
- (2) Hace once años, en 1997, el mercado cerraba prácticamente con el mismo índice que el 2008. Si tenemos en cuenta que la relación entre inflación y dividendos es aproximadamente igual a 1, en términos reales estaríamos ahora como entonces.

En primer lugar, estima rentabilidades anuales utilizando múltiplos para el análisis, y las conclusiones que Javier comparte, siempre dentro del mercado norteamericano, son las siguientes:

- (1) **Utilizando el ratio D/P (Dividend Yield)**. Cuanto más baja es la rentabilidad del dividendo inicial, menor es el retorno de los 10 años que siguen para ese valor. El promedio de este múltiplo en la década 99-08 es del 4,2%, mientras que el 1 de enero de 2009 era del 3,1%, lo que parece indicar que los retornos serán inferiores a la media. La década 2000-2009 es la peor desde 1900, y el año 2000 comenzó con un D/P de un 1%. Estima una rentabilidad anual para la década 2009-2018, basándose en este múltiplo, del **8% anual**.

- (2) **Utilizando el PER (P/E).** A mayor PER inicial, menores son los retornos de los 10 años que siguen. Con un PER inicial de 5-10, las rentabilidades anuales fueron del 14,7%, mientras que las décadas que comenzaron con PER 25+ tuvieron una rentabilidad anual promedio del 5,9% durante los 10 años siguientes. Dado que el 1 de enero de 2009 el PER era del 18,8% - superior al promedio histórico- la rentabilidad caerá por debajo de la histórica, **aproximadamente 7% anual.**

En segundo lugar, Javier utiliza un modelo de retorno esperado, basado en dos sumandos, el Retorno de la Inversión y el Retorno Especulativo:

- Retorno de la Inversión = Rentabilidad Inicial del Dividendo al comienzo del año (RiD) + Tasa de Evolución del Crecimiento del Beneficio de las Empresas (g)
- Retorno Especulativo = Evolución del PER
La empresa no cambia de un día para otro, pero sí cambian las percepciones y el sentimiento de los valoradores de la misma, y a veces, como hemos visto, muy rápido.

$$\text{RE (USA 2008-2017)} = \text{RiD} + \text{g} + \text{PER} = 3,1\% + 4,4\% + 0,0\% = 7,5\%$$

Como vemos, el sumando importante es el de inversión, no el especulativo, que a largo plazo tiende a neutralizarse. La única década con retorno medio anual negativo ha sido la de los años 30. Como curiosidad, a menos que 2009 sea espectacularmente positivo, ésta década va a ser la peor de la historia...

En tercer lugar, utiliza el llamado Modelo FED, que dice que el PER evoluciona inversamente proporcional a la rentabilidad de los bonos del tesoro americanos a 10 años, si bien es conocido que a tasas muy bajas de rentabilidad de los bonos, el modelo no funciona bien. Curiosamente, desde 1958 la rentabilidad del tesoro siempre era superior al dividendo de las acciones (inversor del PER)... hasta los dos últimos meses del año 2008, fecha en la que se han cruzado.

Conclusiones

La mayoría de los indicadores, múltiplos y modelos, indican que los mercados se encuentran en la fase previa a un rebote, tal y como ya se recogía en la revista Fortune en el número del 22 de diciembre de 2008. Después de caídas pronunciadas, como la del 2008, normalmente siempre se generan rebotes fuertes y prolongados. En todo caso, a menor plazo, más improbable de que estas predicciones funcionen, es decir, que para corto plazo no valen, pero si los usamos para analizar rentabilidades medias a 10 años, por ejemplo, suelen funcionar mejor.

Javier nos deja algunas frases memorables de Keynes durante la presentación, del que además nos develó el dato de que era un magnífico gestor de fondos a título personal, y que de hecho el Capítulo 12 de su obra "Teoría General", es la base del análisis fundamental: "No se puede poner precio y fecha en la misma frase" ó "El mercado puede ser irracional durante más tiempo de lo que uno puede ser solvente".