

Lecciones de la primera década del siglo XXI

En este número de *Empresa Global* hacemos revisión de la evolución de las principales alternativas de inversión, medido a través de los índices Afi de fondos de inversión en los primeros 10 años del siglo XXI. La evolución de las diferentes alternativas de inversión en este horizonte recogen, en algunos casos, un *performance* difícil de conciliar con el binomio rentabilidad-riesgo: un riesgo mayor no siempre ha venido recompensado con un exceso de rentabilidad. ¿Y en adelante? Las valoraciones que actualmente ofrecen los diferentes activos son compatibles con una línea ascendente entre los retornos esperados y nivel de volatilidad.

Daniel Suárez Montes



Han pasado 10 años desde la primera publicación de *Empresa Global*, 10 años que nos han dejado lecciones muy importantes para la gestión de los activos financieros. En esta sección de «Finanzas personales», hacemos revisión de la evolución de las principales alternativas de inversión, medido a través de los índices Afi de fondos de inversión, qué rentabilidad hubieran alcanzado tres carteras teóricas con diferentes ponderaciones sobre este universo de activos y qué podemos esperar de la próxima década.

La evolución de las diferentes alternativas de inversión en el horizonte 2000-2010 recogen, en algunos casos, un perfil en clave de rentabilidad-riesgo difícil de conciliar con la siguiente ecuación: la rentabilidad esperada de un activo es función de su nivel de riesgo (sistémico o no diversificable, según el CAPM). Por lo tanto, si el modelo se cumpliera estrictamente en la realidad, el inversor que asumiera un mayor riesgo obtendría una mayor rentabilidad, por lo que se vería recompensado. La única manera de obtener rentabilidades superiores sería soportando riesgos mayores.

La evolución de las diferentes alternativas de inversión en el horizonte 2000-2010 recogen, en algunos casos, un perfil difícil de conciliar con este binomio

En el grupo de 10 índices de fondos de inversión que hemos seleccionado para el artículo, podemos hacer tres subagrupaciones en función de su nivel de riesgo: bajo, medio y alto. En el primero, incluimos la deuda pública del área euro (renta fija a corto y largo plazo) y fondos monetarios; en el grupo de riesgo medio, situamos la renta fija privada (*high yield*) y deuda de países emergentes; por último, en el grupo de riesgo alto, incluimos todos los índices de fondos de renta variable (RV). En el caso de la gestión alternativa, su naturaleza de gestión activa y filosofía de inversión «abierta» buscando descorrelación y el retorno «absoluto», nos llevan a enmarcar esta opción entre los grupos de riesgo medio y bajo.

Una vez agrupadas las diferentes alternativas de inversión en función de su nivel de riesgo, veamos la evolución de cada uno de ellos en los últimos 10 años. En el gráfico «Rentabilidad-riesgo de las diferentes alternativas de inversión en el período 2000-2010» resumimos la rentabilidad media anual -en el eje y- frente a la volatilidad (anualizada) -eje x- de cada índice de categoría de fondos. Los fondos que han invertido en deuda soberana a corto plazo (RF corto EUR) y en el mercado mone-

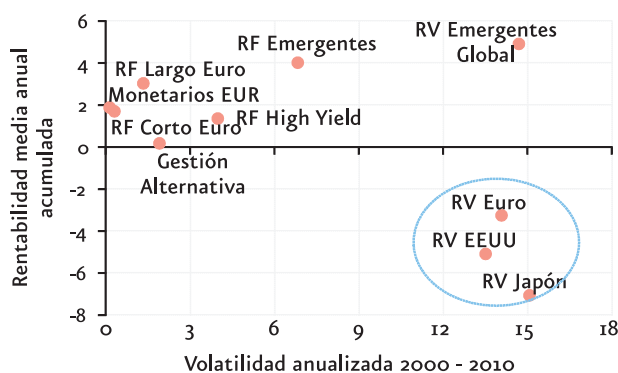
tario han sido los que menos volatilidad han experimentado en los últimos 10 años, apenas un 0,3%, un nivel de volatilidad que ha sido «recompensado» con un retorno medio anual del 1,7%. Traducido a euros, 10.000 euros invertidos en el año 2000 en estas alternativas hoy alcanzarían los 11.830 euros (retorno medio anual compuesto del 1,7%).

En el otro extremo, nos encontramos con la renta variable emergente, con una volatilidad del 15% que ha sido recompensada con un retorno medio anual del 5% en estos últimos 10 años (en euros, de 10.000 a 16.280). En este caso, el riesgo diferencial de la inversión en renta variable emergente frente a la deuda pública del área euro o el mercado monetario ha sido correctamente remunerado. En esta misma línea ascendente de binomio rentabilidad-riesgo, nos encontramos con la deuda pública de países emergentes.

Más dudas ofrece el *performance* del *high yield* en estos últimos 10 años, que han obtenido una rentabilidad muy alineada con las alternativas de riesgo bajo, pero soportando un nivel de volatilidad sustancialmente superior. Y ninguna duda ofrece la renta variable del bloque desarrollado (EEUU, área euro y Japón), lejos de esa línea teórica ascendente entre la rentabilidad esperada y el riesgo soportado. El retorno medio anual de estas tres alternativas de inversión en los últimos 10 años ha sido del -5%: 10.000 euros invertidos en 2000 hoy serían 6.140 euros. Y es que los extraordinarios niveles de sobrevaloración de la renta variable desarrollada en el año 2000 ha desembocado en esta «década perdida» y consecuente ajuste en valoraciones hacia niveles más próximos a medias históricas.

Una década perdida en los mercados bursátiles de, entre otros, Japón, área euro o EEUU, que ha tenido un impacto significativo sobre las carteras gestionadas en función del perfil de riesgo. Así, un

Rentabilidad-riesgo de las diferentes alternativas de inversión en el período 2000-2010



Fuente: elaboración propia.

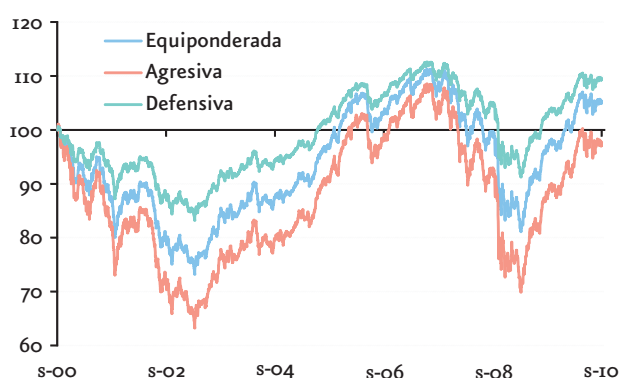


perfil de inversión agresivo, con mayor presupuesto de riesgo en cartera para poder sobreponderar áreas de mercado más volátiles como la renta variable, ha sido ampliamente superado por (i) la alternativa defensiva y (ii) la alternativa de igual ponderación. En el gráfico «Tres carteras de inversión en los últimos 10 años», mostramos la evolución de tres carteras con diferentes pesos entre las 10 alternativas de inversión. En la alternativa agresiva, sobreponderamos los activos de riesgo (renta variable, emergentes y *high yield*) frente a las áreas más defensivas. En la cartera defensiva, el grueso de los recursos los destinamos a activos de perfil de riesgo bajo, mientras que, en la opción equiponderada, destinamos un 10% del patrimonio a cada una de las 10 alternativas de inversión. De las tres alternativas, la opción agresiva es la única que presenta pérdidas transcurridos 10 años. Concretamente, la rentabilidad de la cartera en el total del período es del -2,3%, pérdidas que contrastan con el 9,6% de ganancias en la cartera defensiva y el 5,4% de rentabilidad que presenta la cartera equiponderada.

¿Y para la próxima década? Las valoraciones que actualmente ofrecen los diferentes activos son compatibles con una línea ascendente entre los retornos esperados y el nivel de volatilidad

¿Qué podemos esperar de los próximos 10 años? Si la curva rentabilidad-riesgo de las diferentes alternativas de inversión en los últimos 10 años ha venido determinada, en buena medida, por los históricos niveles de sobrevaloración que mostraba la renta variable en el año 2000, veamos los actuales niveles de valoración de las diferentes alternativas y con qué retornos esperados a largo plazo son compatibles esas valoraciones. En renta variable, el PER ajustado por ciclo de beneficios está más alineado con niveles medios históricos y lejos de la burbuja de valoración del año 2000. La rentabilidad media anual acumulada que sugiere este nivel de valoración se sitúa en el rango del +3-+5% para los próximos 10 años, superando el -3% de rentabilidad

Tres carteras de inversión en los últimos 10 años



Fuente: elaboración propia.

media anual que proyectaban las valoraciones del año 2000 para los mercados bursátiles. En las alternativas defensivas, deuda pública y monetarios, los mínimos históricos en tipos de interés apuntan a un pobre retorno para el próximo ciclo de inversión de 10 años: las ganancias en precio por eventuales caídas adicionales en el nivel de tipo de interés está muy acotado.

En la alternativa emergente, renta fija y renta variable, las rentabilidades acumuladas en la última década han venido avaladas por el rebalanceo de protagonismo económico-financiero hacia estas regiones en detrimento del bloque desarrollado. En adelante, el lento proceso de desapalancamiento en el que están inmersas las principales economías de este último bloque podrían continuar favoreciendo una reorientación de recursos hacia el universo emergente. En suma, las valoraciones que actualmente ofrecen los diferentes activos son compatibles con una línea ascendente entre los retornos esperados y nivel de volatilidad. Ésta es la buena noticia. La menos buena es que, probablemente, el nivel de pendiente de esta línea positiva no sea muy acusado: el exceso de riesgo podría ser remunerado, pero sin grandes excesos de rentabilidad ::