

INVIRTIENDO A LARGO PLAZO: TÉCNICA Y PERSPECTIVAS PARA LA BOLSA ESPAÑOLA

El modelo de descomposición de rentabilidades es un marco analítico intuitivo y sencillo que puede utilizarse para predecir la rentabilidad de largo plazo de los mercados. El modelo está basado en variables fundamentales ampliamente conocidas, genera previsiones confiables, y para la bolsa española predice, para los próximos 10 años, una rentabilidad media anual de algo menos del 10%. Esto afirma el autor de este artículo, para quien predecir el comportamiento de muchas variables financieras es más sencillo en el largo plazo que en el corto plazo y, por tanto, se pueden dibujar escenarios de crecimientos de beneficios de las compañías cotizadas y de PER, suficientemente certeros a priori.



JAVIER ESTRADA
IESE BUSINESS SCHOOL - DEPARTAMENTO DE FINANZAS

“Nunca he tenido la más remota idea de lo que la bolsa va a hacer en los próximos seis meses, o en el próximo año, o en los próximos dos años. Pero creo que es muy fácil predecir lo que va a hacer en el largo plazo.”
Warren Buffett⁽²⁾

La predicción de rentabilidades es una mezcla de arte y ciencia, con una buena porción de hechicería. De hecho, cuanto menor es el número de activos en la cartera, y menor el período de tiempo para el que se hace la predicción, mayor es el papel que juega este último factor. Las previsiones financieras a corto plazo, los pronósticos meteorológicos, y las predicciones de adivinos que leen las manos no son muy diferentes entre sí.

Para empeorar las cosas, es probable que el lector se encuentre a menudo atrapado entre los analistas con formación cuantitativa, cuya jerga resulta frecuentemente incomprensible, y los comentaristas de televisión o prensa que, en lenguaje sencillo, no son nada tímidos en aconsejar que comprar o vender, o que es lo

(1) Este artículo está basado en mis artículos “Investing in the 21st Century: With Occam’s Razor and Bogle’s Wit,” *Corporate Finance Review*, May/June (2007), 5-14, e “Investing for the Long Term: Technique and Perspectives for the European Market,” *European Business Forum*, Autumn (2007), 40-45. Los lectores que deseen profundizar en los temas aquí tratados pueden referirse al primero de estos artículos. Gabriela Giannattasio ha ayudado en la investigación. Las opiniones que se expresan a continuación y cualquier error que pudiera existir son responsabilidad exclusiva del autor.

(2) Warren Buffett on the Stock Market,” *Fortune*, Dic/10/2001.

que va a hacer el mercado al día o al mes siguiente. ¡Si al menos acertaran la mitad de sus predicciones!

La evidencia sobre las predicciones financieras a corto plazo es inequívoca: nadie acierta de manera consistente. De hecho, John Bogle, el fundador de Vanguard, la empresa que popularizó los fondos indexados, sostiene que el comportamiento de cualquier valor concreto es impredecible, tanto en el corto como en el largo plazo, y que el comportamiento de las carteras diversificadas de valores (mercados) es básicamente impredecible en el corto plazo.

El comportamiento a largo plazo de los mercados es, sin embargo, mucho más predecible. Y como veremos, no se necesita ningún Doctorado en Finanzas para entenderlo. De hecho, el simple modelo que discutiremos más abajo no sólo ayudará al lector a predecir la rentabilidad de largo plazo de cualquier mercado, sino además le ayudará a valorar la plausibilidad de cualquier expectativa que tenga sobre cualquier mercado. Pero antes de eso, discutamos brevemente una distinción esencial que se debe tener en cuenta en todo momento.

INVERTIR Y ESPECULAR

John Maynard Keynes es muy conocido por ser el pionero del análisis macroeconómico y mucho menos conocido por ser un exitoso inversor. Sin embargo, así como sus ideas económicas son controvertidas y han sido debatidas acaloradamente durante más de 50 años, sus habilidades como inversor nunca se han puesto en duda. Por este motivo, es importante tener presente una distinción fundamental entre dos conceptos que Keynes denominó empresa y especulación. Empresa, según Keynes, es la actividad de predecir la rentabilidad futura de un activo a lo largo de su vida; especulación, por otra parte, es la actividad de predecir la psicología del mercado.

Por tanto, invertir y especular son dos

actividades muy diferentes. Invertir se basa en el concepto de empresa e implica comprar un activo sólido, a un precio menor a su valor intrínseco, éste último estimado con un cuidadoso análisis fundamental, y mantenerlo en el largo plazo. Especular, por otra parte, implica comprar o vender un activo, independientemente de su precio y solidez, y deshacer la posición justo antes de que se revierta la tendencia de corto plazo.

Es importante destacar que así como la teoría financiera ofrece un sólido marco analítico a los inversores, le ofrece sin embargo muy poca ayuda a los especuladores – más allá del obvio “No lo haga!” Por lo tanto, si el lector está esperando del artículo consejos sobre qué debe comprar esta semana para vender rápidamente la próxima semana, lo mejor que puede hacer es pasar al siguiente artículo de esta publicación. Si por el contrario el lector es un inversor a largo plazo, es probable que encuentre la discusión que sigue instructiva.

EL MODELO DE DESCOMPOSICIÓN DE RENTABILIDADES (RDM)

Comencemos por definir la rentabilidad de una acción, que en un período cualquiera se obtiene mediante la suma de las ganancias (o pérdidas) de capital y el dividendo recibido, ambos relativos al precio inicial. Mirando el Cuadro 1, supongamos que estamos al final del período 1, habiendo observado los beneficios ($E_1=\$10,6$) y dividendos ($D_1=\$4,2$) del período, como así también los precios al comienzo ($P_0=\$100$) y al final del período ($P_1=\$107,8$). Entonces, la rentabilidad en el período 1 (R_1) puede calcularse fácilmente como

$$R_1 = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{P_0} \quad (1)$$

que es la forma más frecuente de expresar la rentabilidad de una acción. Y fácilmente podemos calcular que la rentabilidad en este período es de $(\$107,8 - \$100 + \$4,2) / \$100 = 12\%$.

CUADRO 1: RENTABILIDAD

	$E_0=\$10,0$ $D_0=\$4,0$	$\$100,0$	$E_1=\$10,6$ $D_1=\$4,2$	$\$107,8$
-1		0		1
	← Período 1 →			

Antes de seguir, miremos una vez más el Cuadro 1 para destacar algunas cosas. Primero, en el período 1 los beneficios aumentan un $6\% = (\$10,6 - \$10) / \$10$ y los dividendos aumentan un $5\% = (\$4,2 - \$4) / \$4$. Segundo, en el período 1 el P/E aumenta un $1,7\%$, que es la diferencia entre el P/E de 10 ($=\$100 / \10) al inicio del período y el P/E de 10,17 ($=\$107,8 / \$10,6$) al final del período; por tanto, $1,7\% = (10,17 - 10) / 10$. Y tercero, la rentabilidad del dividendo al inicio del período 1 (D_0 / P_0) es de 4% ($=\$4 / \100).

Ahora bien, quizás esto sea menos conocido, pero la rentabilidad del período 1 también puede expresarse, de forma aproximada, como

$$R_1 \approx \left(\frac{D_1}{P_0} \right) + g_1 + \Delta(P/E)_1 \quad (2)$$

donde D_0 / P_0 indica la rentabilidad del dividendo al inicio del período 1, g_1 el crecimiento de los beneficios en el período 1, y $\Delta(P/E)_1$ la variación del P/E en el período 1. No se asuste el lector que esto no es nada complicado; es sólo la suma de tres términos.

Volviendo al Cuadro 1, recordemos que la rentabilidad del dividendo al inicio es del 4% ; el crecimiento de los beneficios en el período 1 es del 6% ; y la variación del P/E en el período 1 es del $1,7\%$. Por lo tanto, de acuerdo a la expresión (2), la rentabilidad en el período 1 es

$$R_1 \approx \left(\frac{D_1}{P_0} \right) + g_1 + \Delta(P/E)_1 = 4\% + 6\% + 1,7\% = 11,7\%$$

Note el lector que esta cifra es muy próxima al 12% que calculamos previamente. En otras palabras, podemos considerar a la expresión (2) como una buena aproximación a la expresión (1) y, por tanto, como una forma alternativa de calcular rentabilidades.

La expresión (2) es, de hecho, una versión simplificada del modelo de descom-

posición de rentabilidades (RDM, por sus siglas en inglés). Y este modelo dice, simplemente, que en un período cualquiera la rentabilidad de una acción puede calcularse sumando la rentabilidad del dividendo al inicio, el crecimiento de los beneficios, y la variación en el P/E. En lo que se refiere al cálculo de rentabilidades observadas, esto es todo lo que diremos del RDM.

En este artículo, sin embargo, nos interesan las rentabilidades esperadas. Por tanto, para entender como usar el RDM para predecir rentabilidades, asumamos ahora que estamos al comienzo del período 1. Si en ese momento del tiempo quisiésemos predecir la rentabilidad en dicho período, ¿qué necesitaríamos?

De acuerdo a la expresión (2) necesitaríamos la rentabilidad del dividendo al inicio del período, que es una magnitud que observamos; el crecimiento esperado de los beneficios; y la variación esperada en el P/E. Esta es, precisamente, la esencia del RDM: la rentabilidad esperada en un período cualquiera puede predecirse simplemente en base a tres magnitudes, una que observamos y dos que tenemos que predecir.

Y ahora, para asegurarnos que queda claro como se puede usar este modelo para predecir rentabilidades de largo plazo, usémoslo para predecir la rentabilidad de la bolsa española durante los próximos 10 años.

RENTABILIDAD ESPERADA

“¿Pero cómo puedo yo predecir el crecimiento de los beneficios y la variación en el P/E?” Si eso es lo que acaba de pensar el lector, no tema. Si estuviésemos discutiendo una predicción para el año próximo, poco podríamos decir; en un año, cualquier cosa puede ocurrir. Pero teniendo en cuenta que nuestra discusión se centra en el largo plazo, es bastante lo que podemos decir. Curiosamente, predecir el comportamiento de muchas variables financieras es más sencilla

llo en el largo plazo que en el corto plazo. Definamos primero el largo plazo, arbitrariamente, como los próximos 10 años (2007-2016). Nuestra primer pregunta, entonces, es a qué tasa esperamos que crezcan los beneficios de las empresas españolas durante los próximos 10 años. En este caso no nos hace falta una bola de cristal; la evidencia muestra claramente que el crecimiento de los beneficios tiene, en general, una marcada tendencia a revertir a su media de largo plazo. Esto significa que aunque el crecimiento de los beneficios puede variar de año a año, en períodos largos de tiempo estos beneficios tienden a crecer a una tasa relativamente constante de largo plazo.

¿Qué podemos decir del P/E del mercado? La evidencia en este caso es más controvertida, de modo que consideraremos dos escenarios. El primer escenario es, nuevamente, reversión a la media, lo que implica que esperamos a finales de 2016 un P/E igual al P/E medio histórico. El segundo escenario es el de paseo aleatorio, lo que básicamente implica que los P/E son impredecibles, y por tanto nuestra mejor predicción del P/E a fines de 2016 es el P/E actual.

Miremos ahora el Cuadro 2. Puesto que en el período 1987-2006 los beneficios de las empresas españolas crecieron a una tasa media anual de 8,4%, asumamos entonces que, en los próximos 10 años, dichos beneficios crecerán, en línea con lo observado, a esa tasa media anual.

CUADRO 2: ¿QUÉ PODEMOS ESPERAR?

MEDIAS HISTÓRICAS (1987-2006)	
Rentabilidad media, anualizada	14.4%
Crecimiento de beneficios, anualizado	8.4%
P/E	15.4
ENERO/1/2007	
D/P	2.5%
P/E	21.2
SUPUESTOS	
Crecimiento de beneficios, anualizado	8.4%
P/E terminal, escenario 1	15.4
Variación del P/E, escenario 1, anualizado	-3.1%
P/E terminal, escenario 2	21.2
Variación del P/E, escenario 2, anualizado	0.0%

El Cuadro 2 también muestra que aunque el P/E medio del mercado en el período 1987-2006 fue de un 15.4, a principios de 2007 era bastante más alto (21,2). En el escenario de reversión a la media, entonces, esperaríamos que a finales de 2016 el P/E vuelva a su media histórica de 15,4. Y nótese que para que esto ocurra, el P/E debe caer a una tasa media anual del 3,1%: es decir, $21,2 \cdot (1 - 0,031)^{10} = 15,4$.

En el escenario de paseo aleatorio, por otra parte, se espera que el P/E a finales de 2016 sea el mismo que a comienzos de 2007 (21,2). En este caso, por tanto, la variación media anual esperada del P/E es de 0%.

Y una cosa más. El Cuadro 2 muestra que, a principios de 2007, la rentabilidad del dividendo en la bolsa española era del 2,5%; esta magnitud será el punto de partida de nuestros cálculos.

Ahora sí, finalmente, estamos listos para hacer nuestra predicción. ¿Cuál es, entonces, la predicción del RDM para la bolsa española en los próximos 10 años? Partiendo de una rentabilidad del dividendo al inicio de 2007 de 2,5%, y asumiendo un crecimiento de los beneficios del 8,4% anual, la rentabilidad media anual esperada para el período 2007-2016 es $R \approx 2,5\% + 8,4\% - 3,1\% = 7,8\%$ en el escenario de reversión a la media, $R \approx 2,5\% + 8,4\% + 0,0\% = 10,9\%$ en el escenario de paseo aleatorio.

La diferencia entre estas dos predicciones es sustancial y quizás debamos pensar con detenimiento cuál de estos dos escenarios es más plausible. Pero tomemos un atajo, asumamos que ambos escenarios son igualmente probables, y simplemente calculemos el promedio de estos dos números. Si lo hacemos, la predicción del RDM para la bolsa española en el período 2007-2016 es una rentabilidad media anual del 9,4%. Y puesto que mi bola de cristal (¡que nunca utilizo para hacer predicciones financieras!) me dice que este número puede no ser del agrado del lector,

reflexionemos un poco sobre él. Un motivo por el que el lector puede sentirse decepcionado es porque la rentabilidad de la bolsa española el año pasado fue del 35%; y en los últimos cuatro años, la rentabilidad media anual fue del 28%; y en los últimos 20 años, de más del 14% (como muestra el Cuadro 2). Pero todas estas magnitudes están muy por encima de la rentabilidad media de largo plazo: En el siglo pasado (1900-2000), la rentabilidad media anual de la bolsa española fue del 10%. En otras palabras, cuanto más largo es el periodo que analizamos, más nos damos cuenta que estos últimos años han sido anómalos desde el punto de vista histórico.

Mirémoslo de esta manera. Los años 1995-1999 fueron estupendos, con rentabilidades medias anuales de más del 30%. Los años 2000-2002 fueron espantosos, con rentabilidades medias anuales menores al -14%. Los años 2003-2006 fueron muy buenos de nuevo, con rentabilidades medias anuales del 28%. Por lo tanto, en el pasado y en el presente, en España y en cualquier lugar, los mercados alternan años buenos y años malos. Es decir, más tarde o temprano la reversión a la media siempre llega.

¿TODAVÍA NO ESTÁ CONVENCIDO?

Hagamos una reflexión más, que además nos será útil para ilustrar un uso valioso del RDM. Supongamos que, para los próximos 10 años, el lector espera una rentabilidad media anual del 15%, algo por encima de la rentabilidad media anual de los últimos 20 años. Por tanto, partiendo

de una rentabilidad del dividendo (observada a comienzos de 2007) del 2,5% tenemos que

$$R_t \approx 2,5\% + g_t + \Delta(P/E)_t = 15\%$$

Y no hay como escaparse de lo siguiente: Si el lector espera una rentabilidad media anual del 15%, partiendo de una rentabilidad del dividendo del 2,5%, el crecimiento medio anual de los beneficios y la variación media anual del P/E deben sumar 12,5%. Y entonces considere:

El RDM es una herramienta útil que se puede utilizar tanto para predecir el comportamiento de largo plazo de los mercados, como también para evaluar la plausibilidad de las expectativas de rentabilidad de largo plazo de los mercados.

- Si el P/E a finales de 2016 es el mismo que a comienzos de 2007 (21,2), entonces sólo podemos obtener una rentabilidad media anual del 15% si los beneficios aumentan a la tasa media anual del 12,5%. ¿Es posible? Sí. ¿Es probable? Muy poco. Esto implicaría un crecimiento sin precedentes de los beneficios y un P/E

terminal todavía un 40% por encima de su promedio histórico.

- Si los beneficios crecen de acuerdo a su media histórica anual del 8,4%, entonces sólo podemos obtener una rentabilidad media anual del 15% si el P/E crece a una tasa media anual del 4,1%. Pero a esa tasa, a finales de 2016 el P/E sería de 31,7. ¿Es posible? Sí. ¿Es probable? Muy poco. El P/E de la bolsa española nunca ha alcanzado un nivel tan alto.

El lector puede jugar con estos números tanto como desee, pero no se podrá escapar del hecho de que la suma de los tres términos del RDM, uno de los cuales será 2,5%, debe dar la rentabilidad media esperada. Y me temo que el lector no encontrará escenarios plausibles que ofrezcan una rentabilidad media anual de 14-15% en los próximos diez años.

CONCLUSIÓN

“Después de más de 55 años en el mundo financiero... no tengo la menor idea de cómo predecir los cambios de corto plazo en las emociones de los inversores. Sin embargo, y fundamentalmente debido a que la aritmética de invertir es tan simple, creo que puedo predecir la rentabilidad de largo plazo con altas probabilidades de éxito.”
John Bogle⁽³⁾.

La especulación de corto plazo es un juego en el que los inversores individuales tienen menos certezas de ganar. La predicción del comportamiento de largo plazo de los mercados, y la inversión acorde a esa predicción, es el camino que deben seguir los inversores individuales para aumentar las posibilidades de tener éxito en los mercados financieros.

El RDM es una herramienta útil que se puede utilizar tanto para predecir el comportamiento de largo plazo de los mercados, como así también para evaluar la plausibilidad de las expectativas de rentabilidad de largo plazo de los mercados. Y aunque este modelo predice una rentabilidad media anual para la bolsa española en el período 2007-2016 inferior a la que los inversores se han acostumbrado en los últimos años, no liquide su inversión. Si la inflación se mantiene en su nivel actual, dentro de diez años es muy probable que el lector se encuentre con un poder adquisitivo del doble del que tenía a comienzos de este año.

Y en lo que a mí respecta, tengo otra buena razón para centrarme en el largo plazo: Si el tiempo demostrase que mi predicción fue totalmente equivocada, me queda al menos la esperanza que dentro de diez años el lector no recuerde haber leído este artículo. ▀

(3) What's Ahead for Stocks and Bonds - And How to Earn Your Fair Share." The Money Show, Las Vegas, May/15/2006.