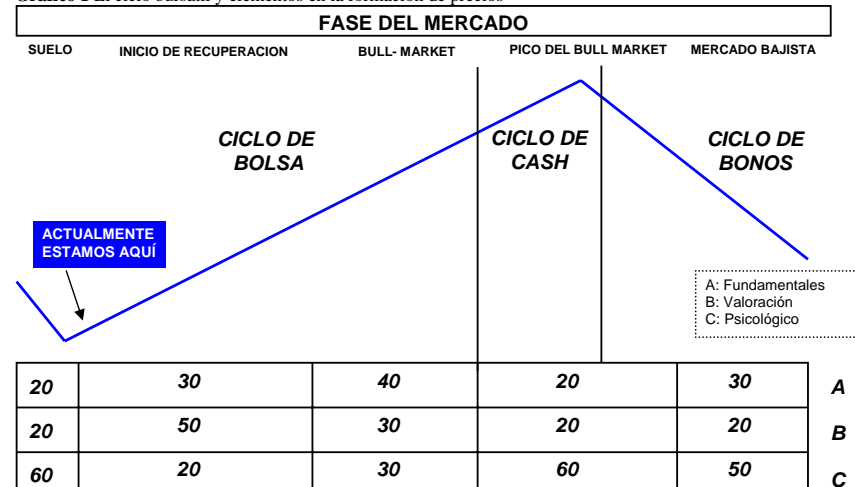


La reversión a la media y el “value investing”

Tradicionalmente los inversores solemos ser muy viscerales en la toma de decisiones sobre nuestras inversiones, sin tener claro la aplicación de los horizontes temporales de inversión requeridos para obtener frutos de cada uno de los activos. El elemento psicológico juega un papel muy importante en la percepción que tenemos de cada tipo de activos, y sí como somos por ejemplo muy “tolerantes” con las compras que hacemos en inmuebles (el inmobiliario no cae nunca de precio), no hacemos lo mismo con lo que ocurre con los activos de riesgo cotizados como los bonos corporativos o las acciones. Mucho de esto tiene que ver con la ansiedad que general el conocer el precio exacto de los activos cotizados, frente a la tranquilidad de no ver los precios a lo largo de mucho tiempo. Nassim Nicholas Taleb, autor del libro Black Swan lo recoge en su libro: con cuanta más asiduidad se mira el comportamiento de las carteras de inversión, mayor es la angustia e infelicidad que se crea.

El hecho cierto es que hay que dar tiempo a que las decisiones de inversión surtan efecto, lo cual muchas veces está reñido con el cortoplacismo con el que se suelen exigir resultados en la gestión.

Gráfico 1 El ciclo bursátil y elementos en la formación de precios



En el gráfico superior, se puede ver un ciclo estilizado de los distintos activos de mercados cotizados tradicionales que solemos considerar, y el peso que los tres factores básicos (fundamentales, valoración y psicología) tienen a la hora de determinar el valor de los activos. Como se puede ver, en una fase como la actual de mercado bursátil bajista, aproximadamente un 30% del precio vendría explicado por los fundamentales económicos, un 20% por la valoración real de los activos y un 50%, si, es correcto, un 50% por la psicología del mercado.

Esto es un elemento muy peligroso, puesto que, como decía Keynes, el mercado puede permanecer irracional mucho más tiempo del que nosotros solventes, y dado que las posiciones radicales enquistadas suelen ser muy peligrosas y que cuando la información cambia debe cambiar la opinión, estamos en un escenario propicio a realizar muchos

movimientos tácticos de corto plazo encuadrados dentro de la estructura actual de los mercados.

Por ello diferenciamos claramente el rabioso corto plazo, del medio plazo y del largo plazo, teniendo en cuenta además el gran peso que el elemento psicológico tiene en la fase del ciclo en el que nos encontramos. Por ponerlo de forma gráfica, trataríamos de evitar con nuestros movimientos tácticos lo que el siguiente gráfico refleja.

Gráfico 2. La psicología del inversor de bolsa

The psychological rollercoaster of the average investor



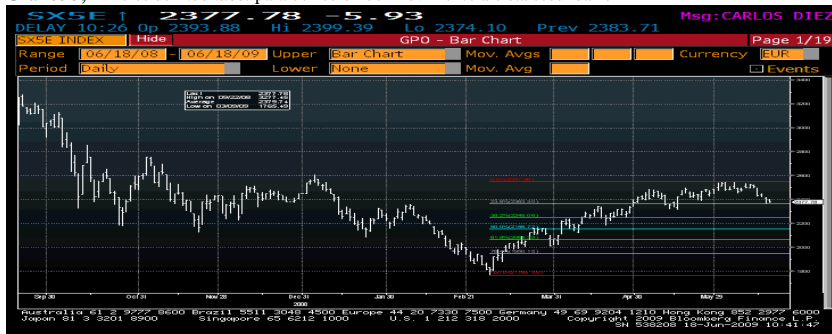
Source: Marketfolly.com, SG Equity Research

En el muy corto plazo, creemos que una corrección de los mercados después de recuperar los niveles de principios de año es lo esperable. Aquí juegan principalmente elementos técnicos a la hora de juzgar el porqué de esa corrección. Ponemos el caso del eurostoxx50, pero sería extrapolable al resto de los índices desarrollados y de países emergentes.



Como se puede ver, el índice ha roto la tendencia principal bajista que se inició en el año 2007, y, tradicionalmente, la ruptura de esa tendencia suele llevar aparejado un cierto pull-back, que además es congruente con la eliminación de la sobrecompra del indicador rsi, que en un mercado bajista suele dar señales de corrección por encima de 60. Hasta dónde deberíamos corregir?, como siempre, es difícil jugar a predicciones, pero una corrección del 38% del movimiento nos parecería razonable, lo que nos debería llevar hacia los 2250 puntos del E50. (Gráfico 3).

Gráfico 3. Niveles de Fibonacci para corrección del movimiento alcista secundario



Visto en términos de los otros índices principales, hablamos de un 845 para el SP500 y de los 8580 puntos de Ibex35. Nuestra idea, con la información que hoy tenemos, es que si llegamos a esos niveles, el mercado habrá limpiado la sobrecompra y se podrá enfrentar de nuevo a la conquista de los máximos del año.

No obstante, la psicología juega mucho, y seguimos viendo una gran propaganda en el manejo de las segundas derivadas de la recuperación, por lo que no descartamos que la corrección sea más corta de lo esperado y por tanto no la vayamos a jugar de forma agresiva. Esto se traduce en que mantenemos niveles de inversión, y, dado que la composición sectorial y de selección de compañías tiene un carácter “defensivo”, seamos más proclives a mantener las posiciones actuales y, cambiar los sesgos en confirmación de movimientos (sea por rotura de índices de esos niveles, que nos devolvería a bajar bolsa, sea por la composición, que se podría hacer más pro recuperación económica si la consolidación es menor de la mencionada).

El escenario de medio plazo sigue jugando de forma contraria a tomar más riesgo hoy día, por lo que los niveles actuales de inversión en renta variable siguen estando en la parte alta de nuestra estructura de medio plazo. Necesitaremos tener un movimiento de confirmación con la ruptura de los máximos que hemos visto recientemente, en cuyo caso, **sin abandonar una estructura de mercado bajista**, nos acercáramos a los niveles de precios objetivos cercanos a finales de 2009. que son de unos 10200 puntos para el IBEX35, unos 2750 para el E50 y alrededor de 990 para el SP500.

Hemos puesto en **negrita** lo del mercado bajista porque es importante de cara a entender nuestro posicionamiento y nuestra opinión. La crisis económica actual, es una crisis profunda que no se resuelve en un año. La recomposición de los desequilibrios y la resolución de un nuevo orden internacional menores niveles de apalancamiento en occidente, menores tasas de crecimiento potenciales y una mayor contribución de los países emergentes al crecimiento

global, no se hacen de un plumazo, sino que llevará su tiempo, lo que hace que nuestro escenario sea de mercados en un rango lateral muy amplio, con grandes subidas y bajadas en los próximos dos o tres años por lo menos. Esos rangos son tan amplios como para llevarnos por encima de los 1100 puntos del sp500, los 11500 y los 3100 puntos de E50 en las partes altas, y por debajo de los mínimos del 9 de marzo en las partes bajas. La cintura va a ser fundamental, y se debe recompensar claramente la gestión activa a futuro, lo cual, es una gran oportunidad para nosotros.

En el muy largo plazo, la reversión a la media que ha funcionado en los últimos 100 años (por lo que dicen los números, ninguno de nosotros lo hemos experimentado en vivo), indica que, si continúa funcionando, a pesar del rebote desde mínimos, sigue siendo un buen momento para aumentar niveles de riesgo a través de renta fija privada y de bolsa. En el gráfico 4 se puede ver el comportamiento relativo de la bolsa europea (incluyendo dividendos) frente a los bonos largos de gobiernos europeos. Cuando sube indica mejor comportamiento de la bolsa y cuando baja mejor comportamiento de los bonos. En los últimos diez años, la bolsa no habría batido a los bonos (línea horizontal roja), pero desde 12 años hacia atrás sí (línea horizontal verde). Esto a pesar de haber tenido la explosión de dos burbujas en renta variable y de haber gozado del mayor mercado alcista de la historia de los bonos, con caídas sustanciales en los tipos de interés.

Gráfico 4 Comportamiento relativo de la bolsa europea frente a los bonos de largo plazo



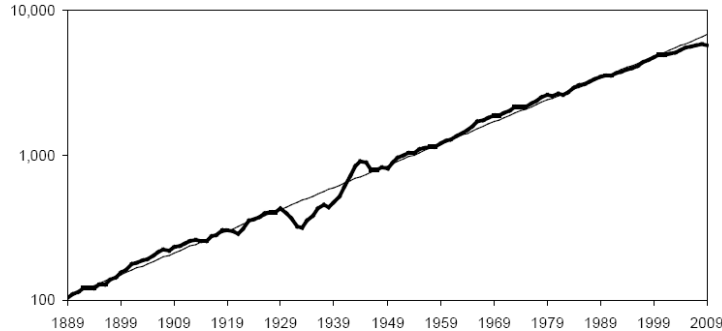
Como vemos además en los mínimos de 2009, se probó la directriz alcista de largo plazo sobre la que ha rebotado. Dicho de otro modo, en lo que va de año, con todo lo que hemos pasado, ha sido mejor estar en renta variable que en bonos de largo plazo, en línea con lo que comentábamos en la presentación del estratégico para 2009. Con los niveles de tipos de interés de largo plazo tan bajos, o hay una opinión muy clara de “japonización” total de occidente, o hay pocas razones para tener bonos largos gubernamentales salvo de forma oportunista por los procesos de relajación cuantitativa a través de las fuertes compras de los mismos por parte de los gobiernos. No obstante, el calendario de emisiones para financiar todo el gasto público de las medidas de choque actuales es muy superior a las recompras.

Pero profundicemos un poco más en la reversión a la media y el value investing. Para ello tenemos que hacer un ejercicio de optimismo mayor que si estuviéramos en otros países, dado que parece que nuestra salida de la crisis será mucho más lenta que la de nuestros socios (de

ahí nuestra posición conservadora con la bolsa española frente a otras desarrolladas). Como siempre, por carencia de datos europeos de largo plazo, usaremos los datos americanos como ejemplo. En general, los crecimientos de beneficios en estados Unidos, siguen muy de cerca lo que es el crecimiento del pib nominal, es decir, alrededor de un 6% al año. Eso se traduce en que la renta variable da un retorno cercano al 7% anual desde inicios del siglo XX incluyendo la caída de 2008.

Gráfico 5 Crecimiento tendencial de largo plazo del PIB americano
Exhibit 2

The Long View of GDP



Source: Current BEA since 1929, average of BEA, NBER before

Como se puede ver, hay períodos como el de la gran depresión en donde la desviación respecto al crecimiento potencial es prolongada y elevada, y no podemos descartar que nos hallemos en una situación medianamente comparable, aunque sinceramente no creemos que vayamos a llegar a esos extremos. Como hemos dicho varias veces, la política monetaria y fiscal, el conocimiento de lo sucedido en otras crisis y la globalización, hacen que descartemos el que los americanos vayan a entrar en una situación de 25% de contracción en el PIB y de 20% de tasa de desempleo. Un escenario de salida en W o en raíz cuadrada nos parece más plausible. En ese caso, los beneficios seguirán por debajo de tendencia un tiempo, pero acabarán volviendo a la misma, y lo mismo los dividendos. (gráficos 6 y 7)

Gráfico 6 Márgenes sobre PIB en USA

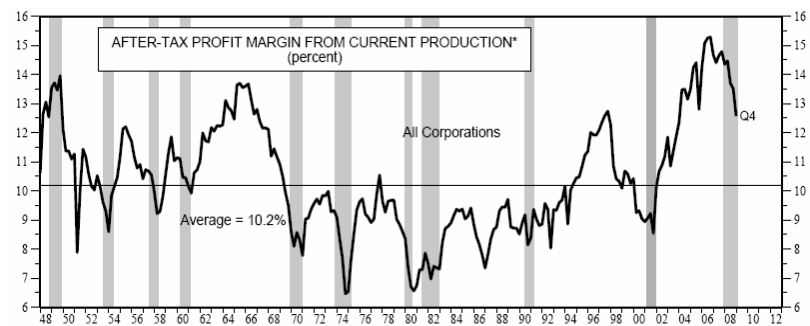
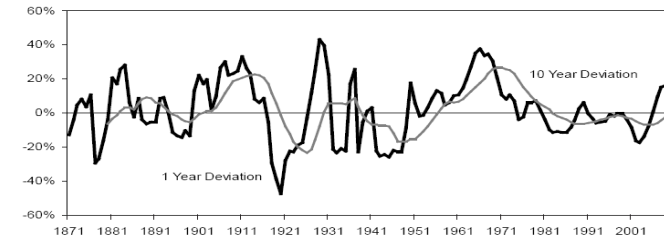


Gráfico 7 Desviación de dividendos reales frente a media histórica de 10 años

Deviations from Trend for Real Dividends



Source: Robert Shiller

Podemos esperar que tanto unos como otros sobre-reaccionen y vayan por debajo de las medias, pero a medio plazo deben volver a las mismas.

Por ello, medidas como ver el múltiplo sobre la media de los beneficios de 10 años (Graham and Dodd) es significativa, porque elimina la parte cíclica de los mismos, y en esta medida, el mercado claramente está barato (gráfico 8).

Gráfico 8 PER de Graham and Dodd

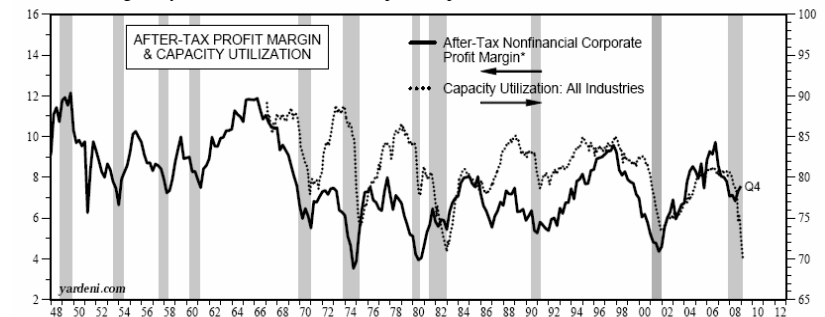
US Graham and Dodd PE (x)



Source: SG Global Strategy

Como decimos, la economía y los mercados sobre-reaccionan, y no es de extrañar que, ahora, teniendo en cuenta indicadores como la capacidad de utilización, los beneficios claramente estén por debajo de tendencia al menos un par de años. (Gráficos 9 y 10)

Gráfico 9 Márgenes y nivel de utilización de la capacidad productiva

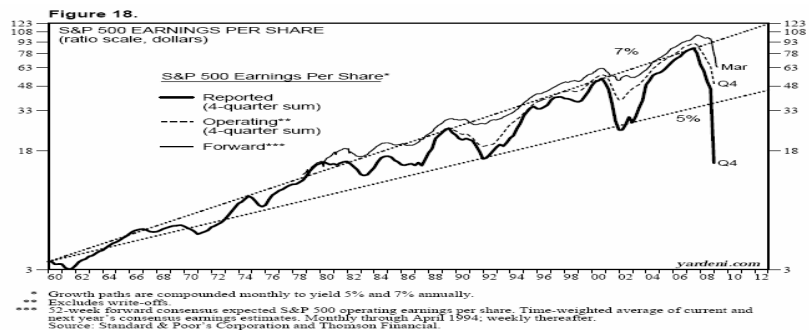


*Includes IVA & CCAAdj. These two adjustments restate the historical-cost basis used in profits tax accounting for inventory withdrawals and depreciation to the current-cost measures used in GDP.

Note: Shaded areas are recessions according to the National Bureau of Economic Research.

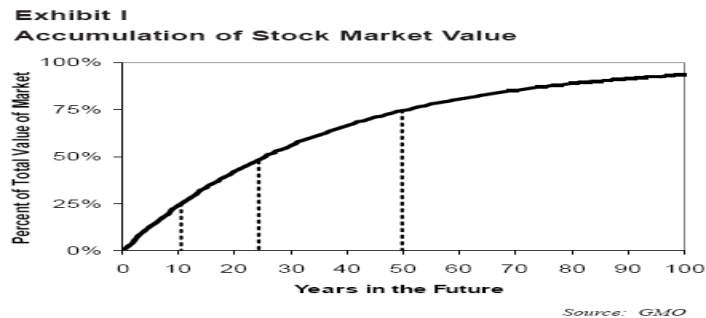
Source: Federal Reserve Board and US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

Gráfico 10 Beneficios tendencias americanas desde 1960



Pero de medio plazo, la reversión a la media siempre ha funcionado. Por ello, es relevante no utilizar fórmulas de descuento de beneficios-dividendos en su formato abreviado desde el primer año, pues eso implicaría claramente considerar que se ha producido un cambio estructural (una bajada permanente de escalón) desde donde aplicar esa fórmula. Si hacemos un análisis somero del valor de las compañías en función de los dividendos que reparten (modelo de descuento de dividendos), podemos ver que el perfil del valor de la compañía en función del tiempo es algo parecido a lo que se muestra en el gráfico 11, que hemos tomado prestado de GMO.

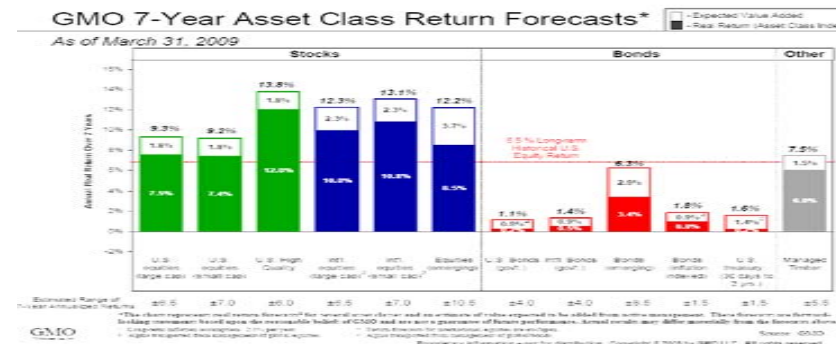
Gráfico 11 Valor acumulado del mercado en función de los años futuros



Como se puede ver, lo que sucede en los primeros años, aquellos en los que nos sentimos más confiados a la hora de predecir, representan la menor parte del valor de la compañía, y no justifican los grandes movimientos de precios que se generan en los mercados. Ahí es donde entra la psicología del inversor con los ajustes radicales en las primas de riesgo en función de las dos principales pulsiones, la avaricia y el miedo.

Si la historia sirve de referencia, los próximos años serán de un gran retorno para los mercados de riesgo. Los inversores tipo value, que utilizan medidas como la mencionada arriba, y que han estado muy negativos con los mercados durante lo que llevamos de década, predican cosas como esta del gráfico 12

Gráfico 12 Retorno esperado para activos americanos según GMO en los próximos siete años



Por supuesto, el juicio está abierto, el tamaño de esta crisis es muy distinto de las que conocemos desde la segunda guerra mundial, y la unión del desapalancamiento de la crisis financiera con la crisis económica hacen prever todavía tiempos muy duros por delante a pesar de los brotes verdes, pero todo tiene un precio.

Volviendo al principio, la valoración no lo es todo y la psicología es muy importante, estamos en los mercados desarrollados en niveles de bolsas similares a los de fin de año, después de haber pasado por una caída drástica pensando en el fin del mundo, a los inversores les parece que la recuperación posterior ha sido exagerada. Alguien que no hubiese estado pegado a los mercados y solo viera los dos datos pensaría que el mercado ha estado muy aburrido. La capacidad que tenemos de acostumbrarnos a los precios actuales como los de referencia, hace que las sorpresas de los movimientos bruscos sean rápidamente asimiladas, y el posicionamiento previo que se tiene en las carteras marca mucho la actitud con la que se acogen las noticias. Siempre ponemos un ejemplo ilustrativo de esto. Supongamos que una compañía decepciona en los beneficios y cae un 30% en mercado. La percepción sobre la misma de los que la tienen suele ser de esperar un rebote para vender, mientras que los que están fuera piensan más en el momento de entrar a comprar. Es la misma compañía, son los mismos números, pero el posicionamiento previo condiciona mucho las decisiones.

Como decimos, parece que ahora tocan unos días de corrección. En un entorno como este, seguimos necesitando mucha cintura en los movimientos. Seguimos conservadores estructuralmente pero relativamente optimistas en el corto plazo.

Algunas alarmas de corto plazo se siguen manteniendo. Los datos de ventas minoristas en USA siguen sin confirmar la alegría del consumidor, y es posible que las reducciones de inventarios todavía no hayan acabado, pero el hecho cierto es que el año económico americano seguirá siendo de menos a más.

Los mercados emergentes siguen siendo la estrella en cuanto a bolsas se refiere, junto con un mercado de renta fija corporativa (especialmente el high yield) en movimiento contrario a lo sucedido en 2008.



El 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 por InverCaixa Gestión, 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. InverCaixa Gestión, 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. InverCaixa Gestión, 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.