CONSILIO
ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAFI

¿Dónde invertir cuando todo está "caro"?

En un escenario donde aún tras las recientes correcciones, resulta complicado seleccionar activos con valoraciones atractivas, es clave la selección de gestores que sean excelentes y consistentes en sus estrategias.

Octubre 2015

Este 2015 era, en teoría, el año marcado para que la Reserva Federal (*Fed*) aumentara los tipos de interés que han estado situados entre el 0% y el 0,25% desde finales de 2008. Pero el 17 de septiembre la *FED* decidió mantenerlos. A las manifestaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) que alertaban sobre el peligro de subir los tipos en un entorno en el que la inflación no ha conseguido despegar, se ha unido una nueva preocupación: los países emergentes, base del crecimiento mundial en los últimos años están sufriendo una severa ralentización que podría incluso abortar la recuperación del mundo desarrollado. Esto es al menos lo que la *FED* trasladó al mercado.

Mientras tanto, el Banco Internacional de Pagos de Basilea (*BIS* por sus siglas en inglés) ha alertado de que las nuevas herramientas de "prudencia macroeconómica" –en relación al mantenimiento de tipos bajos- pueden no ser la solución para la economía sino todo lo contrario: contribuir a las distorsiones en la asignación de recursos y que se generen situaciones peligrosas para la estabilidad financiera como la actual "inflación de activos". Bajo este eufemismo se alude a los altos precios alcanzados por los activos como consecuencia de los tipos bajos. La lógica es muy sencilla: al ofrecer los activos sin riesgo retornos tan bajos, los inversores se ven empujados a asumir riesgos como única vía de rentabilidad, generando una presión alcista sobre los precios de éstos.

Un reciente estudio de Deutsche Bank analizaba los precios de acciones, bonos e inmuebles en 15 países desde 1800. La conclusión es que de los tres activos, los bonos son claramente el activo más caro: la combinación de una muy baja inflación, y los masivos programas de compra de deuda por parte de los gobiernos o *QE* (*Quantitative Easing*) han arrastrado a la baja los tipos de interés nominales a niveles record. Mientras tanto, los tipos reales (descontando la inflación) han estado tan bajos tan sólo el 17% del tiempo analizado. Por su parte las acciones han estado más sobrevaloradas (en comparación con el PIB) el 23% del tiempo.

Juan Jesús Gómez Cubillo
Socio / Managing Partner

CONSILIO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES, EAFI
Calle Ayala 27, 6º Izquierda / 28001 Madrid / T. +34 91 781 95 93 / F. +34 91 576 54 57 / www.consilio.es
Registrada con nº133 en la CNMV

La primera implicación de las altas valoraciones es una alta probabilidad de retornos decepcionantes en el futuro. El caso más claro es el de los bonos: una rentabilidad nominal del 2% en el bono a 10 años del Tesoro americano implica que si se mantiene a vencimiento se obtendrá un retorno del 2%. Pero si la inflación aumenta, los tipos de interés se elevan, o ambos factores ocurren conjuntamente –que es lo más probable- las pérdidas en términos reales serán importantes para un activo que en teoría no tiene riesgo.

Por su parte, las acciones pueden continuar subiendo sólo si los beneficios de las empresas aumentan (algo que no está ocurriendo) o si las valoraciones suben aún más (expansión de múltiplos). Pero si lo que ocurre es que los beneficios (medidos en proporción al PIB) y los múltiplos (teniendo en cuenta el PER histórico) retornan a su media histórica Deutsche Bank apunta a retornos negativos para las acciones para los próximos diez años.

EL *INERTIA INDEX* Y LA GESTIÓN PASIVA

Paul Myners, el ex-gestor de fondos de inversión que hoy preside la London School of Economics (LSE) desarrolló el concepto del *Inertia Index* para medir el valor aportado por un gestor con sus decisiones de inversión. El *Inertia Index* trata de responder a la pregunta: ¿Cómo se habría comportado la cartera si no se hubieran realizado cambios con respecto a la cartera inicial y, por lo tanto, la cartera final fuera exactamente el resultado de haber mantenido la cartera inicial durante todo el periodo analizado?

En opinión de Myners esta medida muestra el limitado valor que un gestor activo aporta en la gestión decidiendo qué acciones comprar y vender, cobrando por ello una comisión de gestión, en lugar de invertir en una composición de acciones semejante al mercado y mantenerlas pasivamente en el tiempo. Según el Profesor Myners el *Inertia Index* revela que aproximadamente la mitad mejor de los gestores habría obtenido un resultado más brillante si simplemente se hubiesen "sentado" en una cartera de acciones que replicara al mercado. Mientras que la mitad peor de los gestores habrían obtenido resultados "menos malos" si igualmente se hubieran abstenido de comprar y de vender. Esto refuerza según el Presidente de la LSE la hipótesis de la eficiencia de los mercados, desarrollada por Eugene Fama en los años 60 y bajo la cual los precios de las acciones incluyen toda la información conocida públicamente sobre las perspectivas futuras. Por ello, bajo esta hipótesis es imposible generar de forma consistente retornos por encima del mercado, simplemente usando información pública (esto es, no contando con información privilegiada).

> «Sólo desde la selección independiente de los gestores excelentes, desde su conocimiento en profundidad y desde el seguimiento continuo de sus estrategias es posible conseguir ese difícil equilibrio»

En este debate sobre el valor que aporta un gestor radica el concepto de *alpha:* esto es, la rentabilidad que un gestor es capaz de generar con respecto a un índice, ya sea por decisiones de selección de valores (*stock picking*) o por decisiones sobre la distribución de activos (*asset allocation*). Ante el escepticismo en la generación de *alpha* por parte de los gestores, surge la tendencia de invertir replicando índices y minimizando los costes de gestión. La industria de los ETF (*Exchange Traded Funds*) se fundamenta en esta visión: reducir al máximo los costes y replicar al índice ya que un gestor no será capaz de batirlo. Es lo que se denomina "gestión pasiva".

Nuestra opinión es que en un mercado tendencial como el que hemos vivido en el último lustro, con correlaciones elevadas entre las diferentes acciones y sectores, en las que todo sube o baja "al unísono" era difícil que un gestor pudiera batir a un índice. Sin embargo, en un mercado como el actual, con opiniones mucho más divididas, con mayor volatilidad y con anomalías como que en la última fuerte corrección hayan sido las acciones "value" (más estables en teoría) las que peor se han comportado frente a las "growth" (más volátiles también en teoría), consideramos que un selecto grupo de gestores capaces de generar *alpha* son una buena elección para reducir la volatilidad de las carteras y tratar de aprovechar su capacidad de detección de oportunidades.

Los costes siempre son importantes, más en un entorno de tipos tan agresivamente represivo para el inversor como el actual. Por eso, somos partidarios de destinar una parte relevante de la cartera a posiciones que repliquen a índices. Pero pensamos que todo inversor, en función de sus preferencias y de su tolerancia al riesgo debería considerar destinar una parte de su cartera a gestores capaces de ofrecer retornos extraordinarios gracias a sus estrategias y a su consistencia. Sólo desde la selección independiente de los gestores excelentes, desde su conocimiento en profundidad y desde el seguimiento continuo de sus estrategias es posible conseguir ese difícil equilibrio en el que, una parte de la cartera aporte valor (*alpha*) a esa otra parte ligada al comportamiento de los índices (gestión pasiva).

CONSILIO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES, EAFI
Calle Ayala 27, 6º Izquierda / 28001 Madrid / T. +34 91 781 95 93 / F. +34 91 576 54 57 / www.consilio.es
Registrada con nº133 en la CNMV