¿Qué rentabilidad esperar para los próximos 20 años?

Según un conocido aforismo: un economista es una persona que pasa la mitad de su vida haciendo predicciones y la otra mitad explicando por qué las predicciones no se han cumplido.

Enero 2017

Juan Jesús Gómez Cubillo
Socio / Managing Partner

Más allá del tópico, el asesoramiento sobre inversiones no es una labor de adivinación sino una tarea que trata de confrontar la realidad y valorarla, procurando no asumir riesgos por los que la remuneración es insuficiente y favoreciendo la toma de decisiones con el mayor grado de certidumbre posible, sabiendo que nuestra visión puede errar para lo que es preciso valorar constantemente lo que ocurriría si nos equivocamos.

¿QUÉ RENTABILIDAD SE HA OBTENIDO EN LOS ÚLTIMOS 30 AÑOS?

El comportamiento de las inversiones en las últimas tres décadas destaca notablemente por la obtención de rentabilidades excepcionalmente elevadas. Siguiendo un análisis recientemente publicado por McKinsey Global Institute (MGI), desde mediados de los años ochenta las rentabilidades que han ofrecido las acciones tanto americanas como europeas y la renta fija han superado holgadamente a las rentabilidades medias de esos activos de los últimos cincuenta y cien años. A pesar de que el periodo 1985-2014 ha registrado años de grandes turbulencias y de notables alzas y bajas, la rentabilidad media en términos reales (una vez descontada la inflación) de la inversión en acciones tanto americanas como europeas, ha sido del 7,9 por ciento. Esta rentabilidad supone un 1,4 por ciento más en las acciones americanas y un 3 por ciento superior en las acciones europeas que sus medias históricas de los últimos cien años. Por su parte, la renta fija ofreció un 5 por ciento de rentabilidad en ese mismo periodo en EE.UU., un 3,3 por ciento más que su media histórica y un 5,9 por ciento en Europa, lo que supone tres veces más rentabilidad que la media histórica de los últimos cien años.

> "Las acciones americanas y europeas han ofrecido en los últimos 30 años un 1,4% y un 3% más de rentabilidad respectivamente que la media histórica de 100 años"

El análisis de McKinsey destaca cuatro principales factores económicos que explican los anteriores excepcionales retornos: inflación, tipos de interés, crecimiento real del PIB y márgenes de beneficio de las empresas. El primer factor que explica la revalorización de las acciones es el crecimiento de los beneficios de las compañías (derivado del incremento de las ventas y de la mejora de márgenes), así como la denominada expansión de múltiplos (subida del PER – *Price Earning Ratio* por sus siglas en inglés o cotización/beneficio por acción). El dividendo

CONSILIO
ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES EAFI

CONSILIO ASESORES PATRIMONIALES INDEPENDIENTES, EAFI
Calle Zurbano 29, Bajo Derecha / 28010 Madrid / T. +34 91 781 95 93 / F. +34 91 319 73 40 /
Registrada con nº133 en la CNMV
www.consilio.es

que es la otra retribución recibida por el accionista aparte de la revalorización de la acción, también depende de la evolución de las ventas y de la rentabilidad sobre recursos propios de la compañía así como la política de dividendos (qué porcentaje de los beneficios se reparten). La caída en la inflación, aunque menos importante que los anteriores en la rentabilidad de las acciones ha favorecido también los buenos retornos ofrecidos por la renta variable. Respecto de los bonos

> "Los bonos americanos y europeos han ofrecido en los últimos 30 años un 3,3% y tres veces más rentabilidad respectivamente que la media histórica de 100 años"

las claves son la rentabilidad a vencimiento o *yield to maturity* (YTM) y las pérdidas o beneficios que se producen como consecuencia de las variaciones en los tipos de interés (pérdidas cuando los tipos se mueven al alza, ganancias cuando los tipos bajan).

De los cuatro factores esenciales que MGI usa para el análisis, tres (inflación, tipos de interés reales y márgenes de beneficio de las compañías) fueron muy beneficiosos para la obtención de rentabilidades extraordinarios, tanto en renta fija como en renta variable. El cuarto factor, el crecimiento, aunque no puede calificarse de excepcional -según MGI, entre 1985 y 2014, el crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) mundial fue de un 3.3 por ciento anual, algo por debajo del 3.6 por ciento, logrado entre 1965 y 2014- vino acompañado de un aumento en la tasa de participación de la población en el mercado laboral y de una mejora de la productividad que favorecieron los resultados de las compañías, consiguiendo que sus beneficios crecieran muy por encima del PIB. En cuanto a la caída en la tasa de inflación, en EE.UU., el Índice de Precios al Consumo (IPC) fue de un 2.9 por ciento en los últimos 30 años, una tasa mucho más baja que el 4.3 por ciento que, de media, ofrecieron los últimos 50 años. Por su parte, los tipos de interés cayeron de forma notable: las tasas reales de los bonos a 10 años descendieron desde el 8,6 por ciento de 1981 hasta el 1.7 por ciento en 2009. Esta caída en las rentabilidades se tradujo en una revalorización de los precios de los bonos.

¿QUÉ PODEMOS ESPERAR DEL FUTURO?

MGI estima que las rentabilidades obtenidas en los últimos 30 años serán difícilmente alcanzables en las próximas dos décadas. Las razones que los analistas de McKinsey apuntan son varias: en primer lugar, los fundamentales económicos son peores que los que había hace 30 años. En algunos casos, podría incluso decirse que no solo son más débiles sino que evolucionan en sentido inverso. Parece difícil que el empleo con crecimientos muy débiles, impulse el crecimiento del PIB. Por otro lado, el envejecimiento de la población en los países desarrollados es otro factor negativo. Aun suponiendo que la productividad aumentara, este elemento no sería suficiente para compensar los anteriores elementos negativos.

Un segundo factor desfavorable es la actual dinámica de los negocios: las empresas americanas y europeas se encuentran inmersas en un entorno más competitivo que el existente entre 1990 y 2013 lo que podría implicar ver sus márgenes retroceder. La entrada de competidores de países emergentes donde la regulación es más laxa y de nuevos jugadores basados en la tecnología como las plataformas online podrían reducir los márgenes después de impuestos desde el 9,8 por ciento hasta el 7,9 por ciento, siempre según el análisis de MGI, lo que conllevaría un cambio en la tendencia respecto del alza de los márgenes de los últimos 30 años. Por su parte, dado el actual nivel de tipos parece difícil augurar niveles más bajos y, al igual que la inflación, existe una elevada probabilidad de que ambas magnitudes repunten, lo que sería desfavorable fundamentalmente para los bonos. Así, McKinsey estima que dependiendo del escenario económico para los próximos veinte años (crecimiento moderado como el actual o una aceleración que conlleve un crecimiento más robusto) las acciones se revalorizarían un 4-5 por ciento en términos reales en el primer escenario o un 5-6 por ciento en el segundo. En ambos casos por debajo de la media histórica de los últimos treinta años (2,5 por ciento y 1,5 por ciento menos respectivamente). Por su parte,

> "Las rentabilidades obtenidas en los últimos 30 años serán difícilmente alcanzables en las próximas dos décadas"

la renta fija registraría retornos sustancialmente inferiores a los obtenidos en las últimas tres décadas, especialmente en el escenario de bajo crecimiento en el que los bonos obtendrían 3 puntos porcentuales menos de rentabilidad.

Ante este panorama, un inversor racional debería esperar retornos más contenidos y ajustar su planificación financiera a esas expectativas, no tratando de mejorar la rentabilidad asumiendo un nivel de riesgo excesivo. Por otro lado, aquellos inversores con capacidad para diversificar, deberían buscar retornos en otros activos diferentes a las acciones y bonos como el capital o la deuda privados y otros activos reales como los inmuebles o las infraestructuras.