

# BOLETÍN INFLACIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO

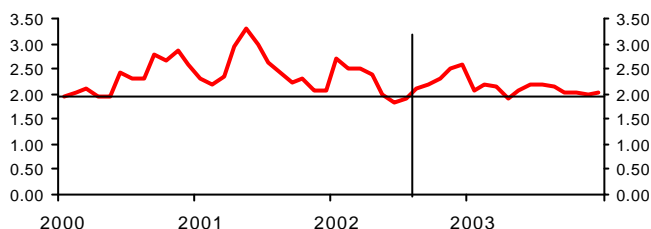
INSTITUTO  
FLORES  
DE LEMUS



Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía N° 96 septiembre 2002

"La inflación en la economía Europea se situará sobre el 2.6% en diciembre de 2002."

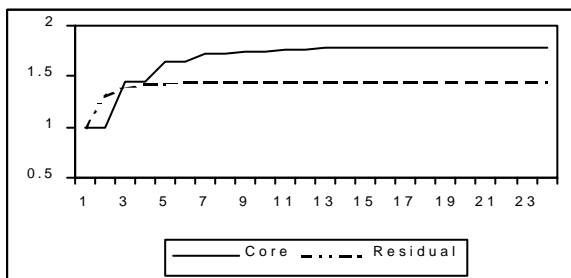
## TASAS ANUALES DE INFLACIÓN TOTAL EN LA UME



Fuente: Eurostat & IFL / Fecha: 20 septiembre 2002

"Las innovaciones en la inflación subyacente son más persistentes que las innovaciones en otros precios".

Funcion de respuesta a una innovacion en los indices de precios correspondientes a la inflacion subyacente y residual.



Fuente: I. Flores de Lemus / Fecha: 27 de septiembre de 2002.

Análisis sobre la gestión de activos en el período 1997-2002 en España

Por: PABLO GAYA

Trabajo realizado por Finanzas Patrimoniales

## Contenidos

<b>I. Introducción.....</b>	<b>p.1</b>
a. Objeto del artículo.....	p.1
b. Datos sobre los mercados.....	p.2
c. Rendimiento de los diversos activos.....	p.6
<b>2. Cuestiones de gestión.....</b>	<b>p.8</b>
a. Crecimiento histórico de la cotización bursátil.....	p.8
b Breve análisis fundamenta del mercado de renta variable español.....	p.10
c. Análisis técnico.....	p.11
d. Gestión alternativa de renta variable-Sistema GAIA (derivados y renta fija modulada).....	p.12
<b>3. Conclusiones.....</b>	<b>p.13</b>

SEPARATA



N° 96

Depósito Legal: M22 938 - 1995

SEPARATA

CAJA MADRID



Universidad Carlos III de Madrid



CONSEJERÍA DE ECONOMÍA  
E INNOVACIÓN TECNOLÓGICA

Comunidad de Madrid

## ANÁLISIS SOBRE LA GESTIÓN DE ACTIVOS EN EL PERIODO 1997-2002 EN ESPAÑA

### 1. Introducción

El presente estudio sobre la **Gestión de Activos en España (1997-2002)** ha supuesto un notable esfuerzo de síntesis de datos cuyo objetivo es analizar la situación y contexto de esta industria en España durante estos últimos cinco años. El autor ofrece en este entorno una modesta propuesta de desarrollo. En el futuro y puntualmente, se tratarán otros temas financieros con la intención de profundizar en diversos campos de estudio en finanzas. La Encuesta de Consenso Económico y Financiero seguirá con sus ediciones realizándose una última edición de cierre de ejercicio a finales de año.

#### a. Objeto del artículo

Durante los últimos cinco años hemos experimentado un periodo de grandes cambios en la gestión de activos. Por un lado, las cifras de contratación y el número de títulos contratados han crecido de una manera muy importante. Por otro lado, la demanda de productos financieros se ha ido sofisticando y cada vez se solicitan activos más variados, aunque en muchas ocasiones no se encuadren bien con lo que los inversores necesitan. En definitiva, los mercados de valores están alcanzando una madurez propia de una economía desarrollada, gran logro teniendo en cuenta que la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, que dio carta de nacimiento al actual sistema financiero, cuenta con apenas 15 años, habiendo sido reformada últimamente en 1998.

La intención de este trabajo es glosar brevemente la evolución y cambio de la gestión de activos en los últimos años. Pero al mismo tiempo se van aprovechar los últimos cinco años para demostrar la diferencia entre una política pasiva o "indiciada" de gestión de carteras y una activa. Desde la publicación de "Portfolio Selection" por Harry Markowitz en 1952, la gestión de activos ha dirigido sus pasos hacia la diversificación como táctica fundamental para conseguir una adecuada relación rentabilidad y riesgo. La Teoría del Mercado Eficiente unida a los postulados de Markowitz y Sharpe-Lintner-Mossin han hecho que la mayoría de los gestores, sobre todo los institucionales, ligan sus carteras a la evolución de los índices. Esta política ofrece varias ventajas a priori. Diversificar siempre es más seguro, sobre todo para los gestores, que consideran un riesgo apostar contra el mercado. Jeff Vinik lo sufrió gestionando el mayor fondo de renta variable del mundo (Fidelity Magellan) en 1994. Su apuesta de cargar con un 30% de renta fija este fondo cuando comenzaba el "efecto tequila", llevó por los suelos a los bonos y, por ende, al fondo, cuya filosofía era renta variable global. Si además se diversifica utilizando un índice, a largo plazo los mercados de renta variable recompensan adecuadamente las inversiones (estudios de Ibbotson y Sinquefeld).

La gestión activa, entendida como aquella forma de gestionar carteras de valores que no considera la diversificación y el seguimiento de un índice como valor fundamental e intenta adecuarse a las ineficiencias del mercado, ofrece muchas posibilidades de batir a los índices bursátiles siempre y cuando se ejecuten con rigor las estrategias previamente diseñadas. El grave inconveniente de esta política de gestión radica en las distorsiones que provoca el llamado "ruido de mercado". Cuando un gestor tiene que tomar decisiones de inversión siempre se ve influido por innumerables comentarios y análisis paralelos (muchas veces paralelos) que pueden llegar a minimizar sus posiciones ganadoras y a maximizar las pérdidas. Extractar información correcta es vital para este tipo de gestión.

Durante los últimos meses, en el mercado bajista actualmente en vigor, la gestión activa ha ofrecido mejores resultados que los índices, pero a largo plazo, las estadísticas no favorecen a este tipo de gestión. De hecho, institucionalmente no se realiza, siendo un recurso casi exclusivamente utilizado en "hedge fund" o fondos alternativos, industria naciente en la actualidad en nuestro país y que ofrece rentabilidades interesantes con algún que otro fiasco. ¿Se debe elegir entre gestión activa o pasiva de carteras de valores? ¿Se pueden complementar? En los últimos años, los mercados han recogido muchos escenarios. Durante



el presente artículo procederemos a revisar la historia de los mercados de valores e intentaremos responder a estas preguntas.

b. Datos sobre los mercados

Los mercados de valores españoles han experimentado un notable crecimiento desde finales de los años ochenta. Los inversores también han evolucionado sobremanera. Por empezar a poner datos, cuando se liberalizó el pasivo y a continuación la gran banca apostó por los fondos de inversión a principios de los noventa, el volumen gestionado por fondos de inversión en el país apenas ascendía a 6.000 millones de euros (un billón de pesetas). En la actualidad, el patrimonio gestionado asciende a 174.823 millones de euros (29 billones de pesetas).

Distribución sobre el Patrimonio Total de los Fondos de Inversión Españoles

	Nacional							Internacional	FIAMM
	R. FIJA C/Plazo	R. FIJA L/Plazo	R. FIJA MIXTA	R. VARIABLE MIXTA	RENTA VARIABLE	GARANTIZADO R. FIJA	GARANTIZADO R. VBLE.		
1996	13,50%	16,79%	4,19%	2,40%	1,21%	5,89%	1,66%	4,14%	50,28%
1997	12,55%	14,69%	5,38%	4,31%	2,32%	8,44%	6,94%	8,15%	37,25%
1998	10,89%	13,51%	7,53%	5,65%	3,15%	8,75%	12,98%	13,01%	24,58%
1999	9,37%	9,97%	8,57%	6,75%	3,40%	7,77%	14,03%	19,75%	20,46%
2000	7,99%	7,74%	7,79%	7,01%	3,25%	8,68%	14,69%	24,86%	18,10%
2001	11,08%	8,02%	4,88%	5,67%	2,81%	10,00%	13,76%	19,13%	24,65%
30-6-02	12,67%	7,57%	4,17%	4,90%	2,52%	9,57%	12,89%	17,29%	28,31%

Fuente: Propia. Datos a 30-6-02

La inversión en 1997 tenía un perfil muy conservador puesto que los españoles eran más unos ahorradores de imposición a plazo y libreta bancaria que unos inversores de renta variable. La proporción de fondos de renta fija (a corto y largo plazo) sobre el total de fondos ascendía a un 30% en 1997, mientras que los fondos de renta variable nacional sólo recogían el 1% del total.

El ahorrador español fue progresivamente familiarizándose con los activos con riesgo sobre todo a partir de las subidas de 1996 y 1997 de los mercados de renta variable. Fue por aquéllas épocas cuando empezaron a aparecer los primeros fondos garantizados de renta fija que no eran otra cosa que carteras de bonos adquiridos a tipos relativamente elevados (entre el 7% y el 9%) y mantenidos a vencimiento. Su publicidad ofrecía una rentabilidad acumulada del 100% en 10 años (nada de extraño para tipos compuestos al 9%). Sin embargo, el concepto de riesgo de mercado estaba empezando a calar entre los inversores. Así, a continuación, fueron apareciendo los fondos garantizados de renta variable (primero sobre el IBEX y posteriormente sobre índices internacionales).

En la actualidad los fondos de dinero apenas alcanzan el 28% del total mientras que la inversión en riesgo nacional se sitúa en el 7,4%. Los máximos fueron alcanzados a principios de 2000 cuando la inversión en riesgo (renta variable mixta y renta variable nacional) alcanzó el 10,2% del total. Los fondos de títulos internacionales también han crecido de manera importante durante los últimos años alcanzando a junio de 2002 el 17% del total.

El número de fondos ha sido otro indicador del grado de crecimiento que ha experimentado este sector durante los últimos años. En el cuadro que se muestra a continuación se puede observar el crecimiento de algunos grupos (fondos que invierten en activos internacionales) y el estancamiento y retroceso de otros (renta variable y FIAMM).



## Evolución del Número de Fondos de Inversión en España

	Rfija	RFMixta	RV Mixta	Rvariable	Gar RF	Gar RV	Intrn'l	FIAMM
31-dic-96	451	95	72	98	-	-	64	178
31-dic-97	635	141	109	223	-	-	150	200
31-dic-98	411	171	145	148	266	283	233	204
31-dic-99	365	222	183	120	242	346	469	203
31-dic-00	379	203	205	92	211	379	771	190
31-dic-01	366	193	204	96	246	392	870	172
30-jun-02	354	183	199	97	245	387	874	168

Fuente: Propia. Datos de fondos de inversión nacionales registrados en CNMV

Desde 2000, la oferta de productos de inversión colectiva se ha ido sofisticando más entrando en escena los fondos domiciliados fuera de España (básicamente en Luxemburgo e Irlanda) cuya forma jurídica es una sociedad mercantil (SICAV o sociedad de capital variable con diversos departamentos o subfondos que materializan los diferentes tipos de inversiones). Además de estos productos internacionales, han aparecido nuevos productos estructurados sin garantía explícita, fondos sectoriales y otros fondos con un componente más activo. En su gran mayoría, estos últimos productos invierten en activos de renta fija con cupón cero que, al estar emitido al descuento como las letras del Tesoro, permiten disponer al fondo de un remanente de liquidez que se "juegan" a través de diversos activos con riesgo (renta variable directa o futuros financieros). En la actualidad, las disposiciones legales no permiten la creación y gestión de fondos de alto riesgo o "hedge funds" en nuestro país. Lo máximo que se permite apalancar un fondo es una vez el patrimonio del fondo tanto en posiciones cortas como largas, cifra muy lejana de las 50 veces que estaba apalancado en algunos momentos el fondo LTCM que quebró en septiembre de 1998.

El número de fondos ha crecido grandemente desde 1997 (menos de mil fondos) hasta junio de 2002 (2.507 fondos de inversión). La cota máxima se alcanzó en 2001 tras las fusiones de los grandes bancos. Actualmente se está racionalizando esta cifra con un gran número de fusiones entre fondos de inversión.

Por lo que respecta a la renta variable, el crecimiento también ha sido muy importante dentro del último lustro. Dentro de los activos contratados en la Bolsa de Madrid, históricamente ha sido la renta variable la que se ha llevado el porcentaje mayor del total de contratación. Durante los últimos años, si cabe, la preponderancia de ésta ha ido creciendo hasta suponer en la actualidad el 99% del total de contratación de la Bolsa de Madrid. Por el contrario, la renta fija privada y los efectos públicos han salido del mercado madrileño hasta suponer una proporción marginal en el total de su negocio. El crecimiento de volumen de contratación efectiva de la renta variable en la Bolsa de Madrid ha sido de un 176% entre 1997 y 2001.

### Evolución del Volumen de Contratación en la Bolsa de Madrid

	Efectos Públicos	%	Renta Fija Privada	%	Renta Variable	%	Total Valores Mobiliarios
1997	22.379,69	15,2%	1.870,74	1,3%	123.195,07	83,6%	147.445,50
1998	1.301,77	0,7%	519,87	0,3%	198.159,11	99,1%	199.980,75
1999	489,55	0,2%	1.090,50	0,5%	224.713,85	99,3%	226.293,90
2000	335,00	0,1%	374,00	0,1%	391.541,00	99,8%	392.250,00
2001	320,00	0,1%	172,00	0,1%	340.608,00	99,9%	341.100,00
08-02					215.441,83		

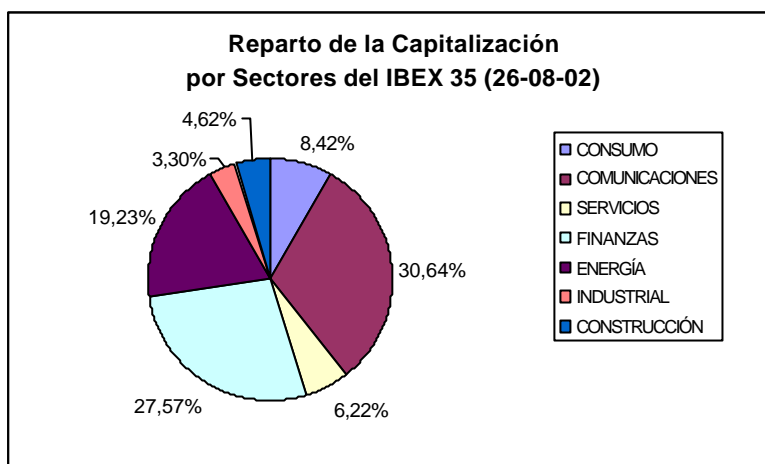
Efectivo en millones de euros. Fuente: Bolsa de Madrid.

El valor de la capitalización de los valores que componen el índice IBEX 35 a 26-8-02 es de 277.596 millones de euros, un 20,1% menor que a comienzos del presente ejercicio. Por



sectores, los valores ligados a nuevas tecnologías y a comunicaciones han cedido mucho terreno en los últimos meses. Se ha de recordar que a principios de 2000, los valores del grupo Telefónica superaban el 40% de la capitalización total del IBEX-35. En la actualidad sólo alcanzan el 29%.

#### Distribución por Sectores del Índice IBEX 35



Fuente: Bolsa de Madrid

En la actualidad, el sector más importante sigue siendo el de telecomunicaciones seguido de cerca por el sector financiero. Los títulos que todos los años han estado entre las tres empresas con mayor capitalización entre 1998 y 2002 han sido Telefónica y BBVA.

	2002	2001	2000	1999	1998
<b>Accs. Con Mayor Capitalización</b>	TELEFONICA BSCH BBVA	TELEFONICA BBVA BSCH	TELEFONICA BSCH BBVA	TELEFONICA BSCH BBVA	BBVA ENDESA IBERDROLA

En 2001, se creó el holding Mercados Financieros, sociedad que agrupa los mercados organizados españoles de derivados financieros (MEFF), renta fija privada (AIAF) y pública (SENAF). Por cifras, todos los mercados se han desarrollado de manera muy importante.

#### Volumen de Contratación en MEFF

MEFF	Enero-Agosto	Enero-Abril 2002	2001	2000
Opciones sobre acciones	-	6.270.946	22.628.133	16.580.519
Opciones IBEX-35	-	2.155.157	601.441	766.078
Futuros Acciones	-	2.765.428	8.766.165	-
Futuros IBEX-35	-	1.302.769	4.305.845	4.183.028
Futuros IBEX-35 mini	-	223.246	22.423	-
Futuros Bono-10	-	18.483	290.614	1.094.548
Fut-Opc S&Poors Europe	-	1.041	16.339	-
<b>TOTAL</b>	<b>31.627.967</b>	<b>12.737.070</b>	<b>36.630.960</b>	<b>22.624.173</b>

Fuente: Holding Mercados Financieros. Número de Contratos. Opciones sobre acciones según opciones más activas cada mes.



Como se puede observar en el cuadro adjunto, las opciones ganaron terreno a los futuros (sobre todo las opciones sobre acciones), pero su comportamiento en 2002 está siendo bastante débil. Destaca el retroceso del futuro sobre el bono a 10 años, la buena aceptación de los futuros sobre acciones y el mantenimiento del futuro sobre el IBEX-35. La contratación creció un 61,90% en 2001 y hasta agosto de 2002 era un 13,6% menor que a principios de año.

El mercado AIAF, nacido desde la antigua Asociación de Intermediarios de Activos Financieros e integrado en el holding Mercados Financieros, es, en la actualidad, el mercado secundario oficial de renta fija privada. Cuenta con 94 miembros. Sus datos en cifras son los siguientes:

#### Volumen de Contratación en AIAF

Fecha	Pagarés	Bonos, Ced., Obl.	Bonos Tituliz.	Part.Preferentes	TOTAL
1997	4.474,13	16.853,06	57,98	0	21.385,16
1998	7.934,53	24.427,99	10.708,34	48,95	43.119,82
1999	25.283,53	19.740,07	40.542,21	702,50	86.268,30
2000	46.425,37	13.752,95	38.720,10	928,00	99.826,41
2001	97.788,86	17.408,91	24.713,12	1.470,94	141.381,83
2002	148.444,14	14.568,89	20.555,13	1.649,23	185.217,39

Fuente: Mercados Financieros. Datos hasta 13-9-2002. Millones de euros.

En el mercado de renta fija privada, se manifiesta una clara tendencia positiva en cuanto a la cifra de negocio asentando este segmento dentro del sistema financiero español. Se debe destacar el gran crecimiento de la contratación de pagarés de empresa y el despegue de las participaciones preferentes, activo muy utilizado en otras economías como la estadounidense. Por el contrario, los bonos y cédulas más a largo plazo han ido decreciendo en parte por la evolución de los tipos de interés a la baja. Igual le sucede a los bonos de titulización.

Por último, se debe mencionar el mercado organizado de Deuda Pública SENAF, entidad que cuenta con la participación de los grandes bancos, a través de AIAF y de los cuatro brokers históricos de deuda en España. Su operativa comenzó en junio de 1999 y se convirtió en un mercado organizado en febrero de 2001. Por cifras, la negociación de SENAF es como sigue:

#### Volumen de Contratación en SENAF

	Volumen de Contratación	Variación
2002	287.176	
2001	320.814	44,7%
2000	221.583	

Fuente: Mercados Financieros. Datos hasta 31-8-02. Millones de euros

Resumiendo, a 31 de agosto de 2002, el volumen de negocio del holding Mercados Financieros ascendía a:

#### Evolución de Negocio en el holding Mercados Financieros

	Enero-agosto 2002	Var ene-ago. 2001
Renta Fija. Deuda Pública	287.176	41,1%
Renta Fija. Deuda Corporativa	176.935	129,2%
Total Renta Fija	464.111	65,4%
Futuros y Opciones (número de contratos)	31.627.967	3,8%
Total MF (mill.euros)	1.136.286	19,4%

Fuente: Mercados Financieros. Millones de euros.



c. Rendimientos de los diversos activos

Los fondos de inversión han ofrecido una amplia variedad de rentabilidades dependiendo de la naturaleza de los activos dentro de su cartera y de los momentos en que hayan sido analizados. Para su espectro de filosofías, es conveniente conocer la volatilidad anual de sus rendimientos para encuadrar dichos activos. Este pequeño cuadro nos ayudará a situar los fondos de inversión con relación a lo que afirmen otras clasificaciones (CNMV e INVERCO).

Relación Grupo Inversor-Volatilidad en Fondos de Inversión

GRUPO	Volatilidad Anual	GRUPO	Volatilidad Anual
FIAMM	0,1% - 0,5%	Int'l Fijo	2% - 5%
Renta Fija	1% - 3%	Int'l Mixto	5% - 15%
Renta Fija Mixta	3% - 7%	Int'l Variable	15% - 25%
Renta Variable Mixta	5% - 12%	Inmobiliarios	1% - 2%
Renta Variable	10% - 20%	TMT/Emergentes	20% - 40%

*Fuente propia*

*La base de fondos analizados pertenece únicamente a aquellos activos creados por entidades nacionales y registrados en CNMV.*

Las clasificaciones de fondos siempre es un asunto incómodo porque es complicado crear grupos homogéneos salvo que se realicen clasificaciones con una gran cantidad de grupos y pocos fondos en cada uno. Según la clasificación anterior, se puede encuadrar la gran mayoría de fondos en los subgrupos de volatilidad, pero en algunos casos fallaríamos en la clasificación puesto que fondos alternativos como Renta 4 Intradía poseen una volatilidad propia de un FIAMM y una consideración de fondo de renta fija corto plazo. Otros fondos de renta variable como Bestifond pueden en determinados momentos ser clasificados por volatilidad como renta variable mixta, pese a ser un fondo de renta variable con un método de inversión con criterio de "valor".

Hablando de fondos de renta variable se ha de mencionar el hecho de que dichos fondos fueron inversiones muy positivas, aunque muchos inversores hayan olvidado esos días de vino y rosas. En efecto, si regresamos a marzo de 1998, la rentabilidad anual media de los fondos de renta variable en dicho mes se situaba en el 64,63%. Los fondos más rentables ofrecían en aquel entonces rentabilidades anuales (marzo 1997-marzo 1998) superiores al 80%. Tres fondos superaban el 300% de rentabilidad a cinco años, cuyo dato promedio era superior al 200%. En aquella época florecían fondos como BSN Acciones (BSN-Banif), Citifondo Renta Variable (Citibank) o Fonventure (Banesto).

Pero desde marzo de 2000, los mercados de renta variable no han hecho otra cosa que caer. Y esto nos lleva a la situación actual. De todos los meses, fue septiembre de 2001 el que ofreció una rentabilidad anual media menor (-28,95%). En aquel momento, 102 de 106 fondos tenían rentabilidades anuales negativas. La rentabilidad media a cinco años descendió hasta el 57,69%. Como en 2001 y 2002, los fondos que invierten según el criterio de valor (alta rentabilidad por dividendo, solidez empresarial, títulos adquiridos con gran descuento) se llevaban la palma (Bestifond de Bestinver, BK Dividendo de Bankinter).

La inversión en renta variable española ha pasado del cielo a los infiernos en cuestión de tres años. A cierre de julio de 2002, la rentabilidad media anual de los fondos de renta variable española se situaba en el -22,89%, 1,19 puntos por encima de la rentabilidad ofrecida por el IBEX 35 en el mismo periodo de tiempo. Los fondos de renta variable se han comportado mejor que el índice desde marzo de 2000. De hecho han ganado en promedio anual al índice 3,42 puntos desde entonces. Sin embargo, en el mercado agresivamente alcista de finales de los noventa, los fondos quedaron casi siete puntos por detrás del índice. En promedio durante estos últimos cinco años, los fondos pierden con respecto al índice 2,16 puntos de rentabilidad anual que equivale casi exactamente a su comisión de gestión aplicada. Si a este dato, unimos el hecho de que la correlación entre el IBEX 35 y los fondos de renta variable



española es del 0,99 (uno es correlación perfecta y menos uno es incorrelación absoluta) podemos concluir que los fondos de renta variable son una cómoda y adecuada manera de estar invertidos en renta variable. Otra cuestión es marcar el tiempo de mercado y determinar cuándo comprar y vender, pero eso es otra batalla.

Durante el periodo 1997-agosto 2002, es la inversión inmobiliaria la que mayor rentabilidad ha ofrecido. La vivienda nueva y usada ha situado su rentabilidad anual por encima del 10%, cosa que no han conseguido los fondos inmobiliarios que se han situado en torno al 7,8%. Los fondos de renta fija y dinero no han superado en rentabilidad anual a los fondos de renta variable española después de todo lo acaecido en los últimos dos años y medio. Los fondos que invierten en títulos internacionales de renta fija y variable han superado claramente a sus homólogos españoles. El Tracking Error de los fondos de renta variable española es del 7,33%.

#### Evolución Rentabilidad Anual de Diversos Activos

	EVOLUCIÓN RENTABILIDAD ANUAL (%)							
	Fondos RF	Fondos RV Esp.	FIAMM	Fondos RF Int'l	Fondos RV Int'l	Fondos Inmb.	Vivienda Usada	Vivienda Nueva
1997	5.52%	33.14%	4.35%	11.38%	30.26%			
1998	5.07%	27.58%	3.16%	3.12%	9.84%			
1999	0.31%	15.12%	1.57%	6.03%	39.38%	7.64%	10.90%	10.30%
2000	4.14%	-14.46%	2.93%	7.12%	-4.70%	7.94%	13.15%	13.05%
2001	3.89%	-7.94%	3.53%	4.98%	-7.87%	7.53%	13.40%	14.10%
*2002	1.96%	-19.69%	1.56%	-1.59%	-21.07%	5.60%	8.00%	5.95%
Acumulado	22.68%	23.67%	18.33%	34.77%	38.20%	31.93%	53.68%	50.74%
TAE	3.68%	3.83%	3.02%	5.42%	5.89%	7.87%	12.47%	11.87%

Fuente: Propia y TINSA (Tasaciones Inmobiliarias, S.A.)

- Hasta 31-08-02. Acumulado en tasa geométrica. Sólo para fondos de inversión nacionales registrados en CNMV
- Índice AFI Letras Año: Acumulado 1-1-97 a 31-8-02 de 28,27% (4,50% TAE)

Durante el periodo comprendido entre el uno de enero de 1998 y el 21 de agosto de 2002, el proceso de subida y bajada de los mercados de renta variable ha sido espectacular, por no emplear otros términos. Los datos que se muestran en el cuadro adjunto ponen a las claras algunos datos importantes a tener en cuenta.

#### Rentabilidad de Diversos Índices Bursátiles

Índice	Rentabilidad (1)	Volatilidad (2)	Sharpe	Alfa
IBEX 35	30,08% (152%)	25,43%	0,11	-2%
Nasdaq 100	26,96% (463%)	40,22%	0,15	18%
Eurostoxx 50	53,63% (196%)	24,92%	0,21	11%
Dow Jones	38,91% (98%)	18,23%	0,17	9%
Dax 30	37,13% (183%)	27,56%	0,14	1%
Bovespa	35,69% (164%)	44,45%	0,21	23%

Fuente: Propia (datos entre 1-1-97 y 21-8-02)

Volatilidad anual con datos diarios. Ratio Sharpe calculado con rentabilidades semanales medias anualizadas.

- (1) Rentabilidad máxima durante el periodo entre paréntesis
- (2) Volatilidad anual sobre rentabilidades semanales anualizadas

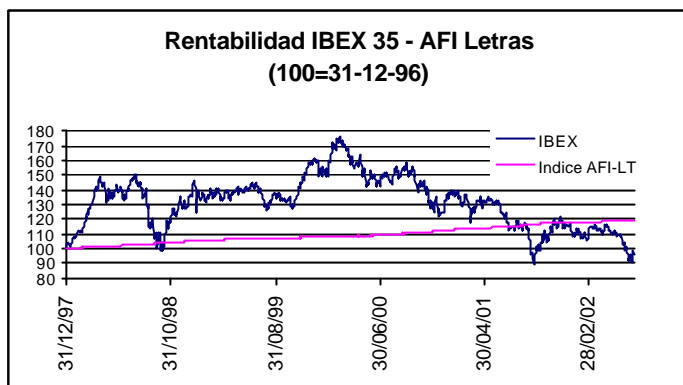
En primer lugar, el índice más agresivo de los analizados es el Bovespa de Brasil con una volatilidad anual del 44,45%. Al mismo tiempo, es el índice que tiene mayor "alfa". Dicho estadístico representa la bondad de la selección. Si una cartera modelo con activos con semejante volatilidad al Bovespa obtuviera una rentabilidad anual de cero, la rentabilidad del índice Bovespa sería del 23%.





El índice más rentable en dicho periodo es el Eurostoxx 50 con una rentabilidad acumulada del 53,63%. Su volatilidad anual está en la línea de la del IBEX (24,92%). Ahora bien la diferencia entre los dos índices está en la selección de títulos, mucho mejor en lo que respecta al Eurostoxx 50 (alfa de 11%) que en el IBEX (alfa de -2%, la menor del grupo). Los índices con mayor índice de Sharpe (básicamente una ratio entre rentabilidad y volatilidad) son el Bovespa y el Eurostoxx 50 (0,21).

La peor rentabilidad del periodo se la lleva el Nasdaq 100 con un 26,96%, siendo su volatilidad del 40,22%. Este índice ha obtenido la mejor rentabilidad puntual dentro del periodo ya que a principios de 2000 la rentabilidad acumulada ascendía hasta un mareante 463% que ha ido descendiendo hasta las cotas actuales. El resto de los índices también alcanzaron su revalorización máxima a comienzos de 2000 (marzo), pero las caídas no han sido tan brutales. El índice más estable ha sido el Dow Jones cuya volatilidad es la menor del grupo (18,23%). Este índice marcó una revalorización máxima acumulada del 98% a comienzos de 2000 y, sin embargo, mantiene una rentabilidad acumulada del 38% al final del periodo. Su ratio Sharpe es de lo mejor del grupo. Estas diferencias se observan bien en periodos extremos. Así en la importante caída del tercer trimestre de 1998, el Nasdaq cedió un 57%, mientras que el Dow Jones sólo lo hizo un 23% (la menor caída de todos los índices).



De todos estos datos, se pueden extraer, entre otras, dos conclusiones. La primera es la constatación de que lo más arriesgado es lo que puntualmente ofrece mayores revalorizaciones y, al mismo tiempo, los más importantes batacazos. Lo segundo es que los índices (selección de los valores más representativos) demuestran un mejor comportamiento que un grupo de títulos con un nerviosismo semejante. Son, por lo tanto, buenas selecciones.

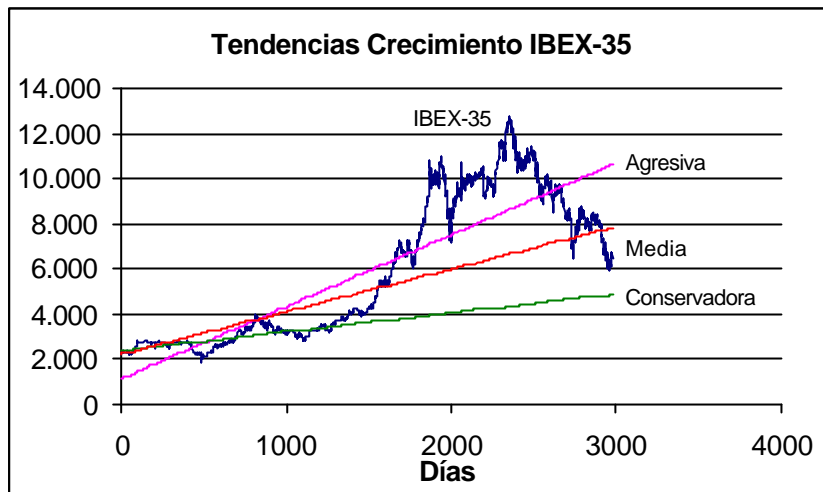
## 2. Cuestiones de gestión

### a. Crecimiento histórico de la cotización bursátil

El comportamiento del índice IBEX 35 durante los últimos cinco años presagiaba en determinados momentos valoraciones fuera de los criterios normales; exuberante en palabras de Alan Greenspan. Si utilizamos las cotizaciones de cierre diarias del IBEX-35 para realizar una recta de regresión desde 1990, la pendiente de dicha recta será diferente en función del momento de análisis que hayamos seleccionado.



## Rectas de Regresión para Diversos Periodos sobre IBEX-35



Fuente: Propia. Datos diarios

En el gráfico adjunto se dibujan tres rectas de regresión resultantes para diferentes periodos de estudio. La llamada "Agresiva" recoge la evolución del IBEX-35 hasta principios de 2000. La "Conservadora" se realiza con la evolución del índice entre los años 1990 y 1996. La "Media" es la función lineal resultante después de unir el primer dato de cotización (2.215) y el último (6.400).

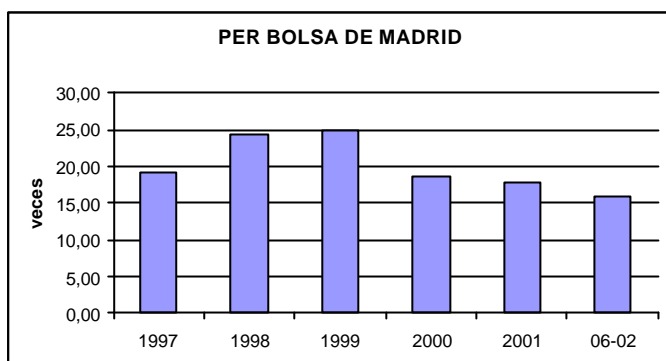
Las tasas de crecimiento anual de las tres funciones son 31,6% para la agresiva, 13,9% para la media y 9,2% para la conservadora. Es intuitivo pensar que todo lo que se exceda sobre una tasa como la media en determinados momentos puede ser interpretado como un nivel de crecimiento excesivo de los precios bursátiles, más si cabe al considerar que los crecimientos empresariales crecen a un ritmo notable al 13,9%. No parece plausible creer que éstos últimos van a crecer continuamente a tasas del 31,6%, por lo que su valoración a dicha tasa se nos antoja excesiva.

Con dichas tasas de crecimiento, a finales de 2002, el nivel de cotización del IBEX-35 sería de 11.009 para la tasa de crecimiento agresiva; 8.066 para la tasa media y 4.976 para la tasa conservadora. Estas proyecciones no se deberían utilizar como estimadores últimos de la cotización bursátil sino como referencias de la racionalidad de los crecimientos en los precios de las acciones.



## b. Breve análisis fundamental del mercado de renta variable español

Durante los últimos cinco años, en el mercado de renta variable se ha asistido a una burbuja como ya han existido tantas otras en el pasado. En parte, el mercado bajista actualmente en vigor es consecuencia de la resaca de una sobre inversión y un exceso de proyección de determinados proyectos empresariales que, además, en muchos casos no habían desarrollado la tecnología necesaria. El debate sobre la generación de valor para el accionista



Fuente: Propia

tiene indudables elementos positivos que puede catalizar el desarrollo de una empresa.

Pero la visión corporativa de desarrollo de la cuenta de resultados (stockholders view) y de las proyecciones futuras de ésta en algunos casos a costa de decisiones que inflaban los números del balance más de la cuenta (con el beneplácito de los auditores) elevó las cotizaciones bursátiles de varias compañías

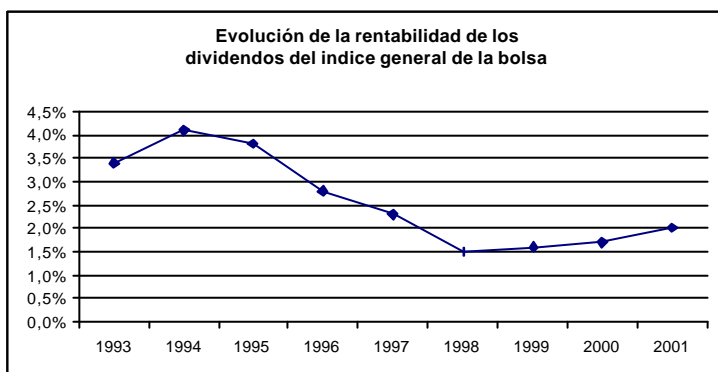
hasta extremos increíbles. Adicionalmente, la borrachera provocada por el advenimiento de Internet y el desarrollo de las tecnologías de la comunicación ha hecho que el deseo de capturar un mercado virgen con altas expectativas potenciales haya generado una corriente de ambición y "desarrollismo" que ha quebrado las más lógicas leyes de la gestión empresarial. El resultado lo estamos digiriendo ahora con deudas monstruosas, despidos masivos y empresas en quiebra. El error de estimación ha sido de tal calibre que en muchos casos se ha llevado por delante a directivos y a compañías enteras. La ambición, la codicia y la ofuscación general ha provocado una mala asignación de recursos.

Traducido a datos económicos, el PER (Price Earnings Ratio o ratio de precio beneficio) es una muestra clara de lo locas que han estado las cotizaciones.

Durante estos últimos años, el PER medio de la Bolsa de Madrid ha llegado a situarse casi en 25 veces, muy lejos de una media histórica situada en torno a 15 veces.

La rentabilidad por dividendo o "yield" (ratio inversa al

PER) se ha ido reduciendo durante finales de los noventa para repuntar con fuerza a partir de 2001. En la actualidad existen compañías de primer nivel (ENDESA con yield del 7%) con una retribución por dividendos muy elevada.



Fuente: Propia

Es bien conocida en los mercados financieros la relación entre un PER alto (yield bajo) en mercados sobrevalorados y viceversa. En el cuadro adjunto se pueden observar algunos datos adicionales.



### Datos sobre Yield

	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Rentabilidad media	1,96%	2,47%	2,10%	2,09%	2,33%	3,10%
Rentabilidad máxima	4,31%	4,83%	4,66%	3,93%	3,77%	5,97%
Tres acciones con mayor yield	REE IBERDROLA ENDESA	ACESA REE PRISA	ACESA IBERDROLA ALTADIS	ACERINOX ACESA B. POPULAR	UNION FENOSA IBERDORLA ACESA	ACS DRAGADOS B. POPULAR

Fuente: Propia

La rentabilidad acumulada entre 1996 y 2001 con la rentabilidad por dividendo máxima en cada año asciende al 30,8% (4,58% TAE).

#### c. Análisis técnico

La gestión de carteras de renta variable, como señalé anteriormente en la introducción ha utilizado los trabajos de Markowitz y Sharpe-Lintner-Mossin como brújula para navegar por los mercados. Diversificar para eliminar el riesgo de compañía siguiendo la composición de índices bursátiles es el método de gestión más comúnmente utilizado.

Más del 95% de los fondos de inversión norteamericanos no superan al S&P 500 en el largo plazo. Este es el poderoso argumento por el cual los gestores pasivos no confían en “generar alfa”; esto es, mover la cartera en gestión de tal manera que obtengan más rentabilidad que su índice de referencia. Bajo mi opinión, la inversión indiciada minimiza el riesgo de error del gestor, pero no significa que el mercado sea eficiente. Si el gestor es suficientemente disciplinado en la aplicación de un sistema de inversión (“indiciar” una cartera es un método de inversión como otro, pero seguido con disciplina), debería ser capaz de vencer al índice.

Para demostrarlo se ha procedido a realizar el siguiente ejercicio.

Financial Times ha utilizado la simulación de un mono lanzando dardos para hallar la asignación de activos a seleccionar, calculando su revalorización frente a las obtenidas por los gestores profesionales. El trasfondo de este juego era demostrar que la asignación de activos no aportaba valor a la gestión de carteras, por lo que dedicar mucho tiempo a esto podría ser ineficiente. La gestión pasiva indiciada siempre terminaba siendo lo más eficiente para la industria.

He tomado el índice IBEX-35 desde 1998 y, utilizando la mano inocente de mis hijas, he pedido que extrajeran el número de veces que cambia la cartera de sesgo entre los años 1998 y 2002, los meses y los días donde se producen los cambios. Anualmente, los cambios podían ser entre uno y cinco. Se comienza, también aleatoriamente, vendiendo el futuro sobre el IBEX-35 y seguir consecuentemente con los cambios. Si un cambio se produce en día festivo, se selecciona el siguiente día laboral. El resultado es siguiente:



## Momentos de Compra y Venta Aleatoria

	Fecha	IBEX-35	Resultado Puntos		
V	15/07/98	10.704	1.763		Año
C	11/11/98	8.941	1.350		Cambios
V	28/06/99	10.291	100		1998
C	19/07/99	10.191	-831		1999
V	11/08/99	9.360	281		2000
C	27/12/00	9.079	-1.740		2001
V	13/09/01	7.339	-305		2002
C	16/10/01	7.644	18		
V	22/02/02	7.662	749		
	28/06/02	6.913			
Puntos ganados			1.385		

El resultado ha sido positivo en 1.385 puntos IBEX, que multiplicados por diez euros si se invierte un futuro IBEX-35 representan 13.850 euros en el periodo comprendido entre 15-7-98 y 28-6-02. Dicho resultado es muy positivo, dato que no debe ser extrapolado. Invito a los lectores a que realicen un experimento semejante o que incluso completen una simulación de Montecarlo siguiendo dicho esquema y comparen sus resultados con la evolución del IBEX-35 en los últimos años. La conclusión es intentar mostrar que la gestión activa en la determinación de momentos de compra y venta puede ser válida como método de gestión de carteras a medio y largo plazo, siempre y cuando se sigan con disciplina y congruentemente las señales. Si se atiende al ruido del mercado, los sistemas se desbarajustan y los resultados tienden a ser pobres.

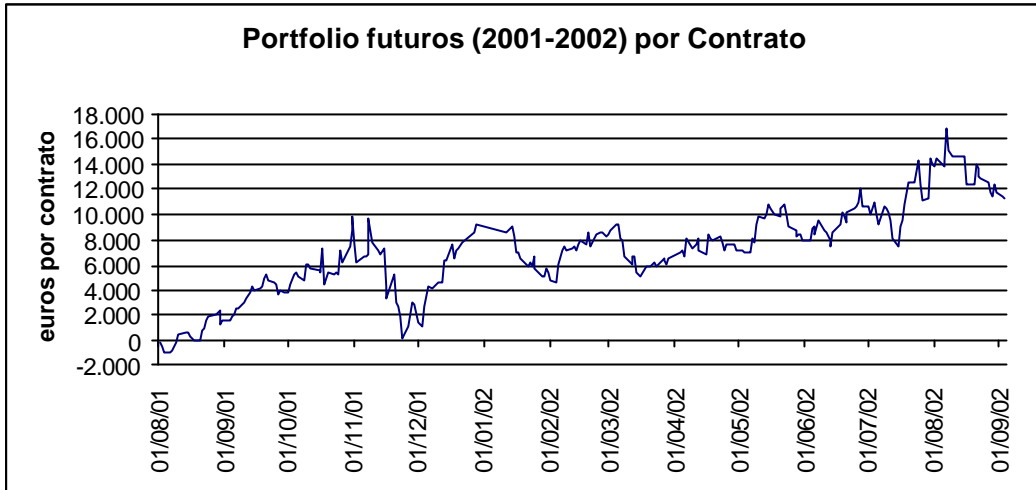
### d. Gestión alternativa de renta variable – sistema GAIA (derivados y renta fija modulada)

La inversión de carteras a través del seguimiento de índices es muy seguida por dos razones fundamentalmente. Primero, porque elimina el riesgo de gestión al ligar el rendimiento de un activo al conjunto de rendimientos del sector. Todo el mundo cae, todo el mundo sube. En ese contexto, el gestor nunca asume un riesgo diferente del comúnmente seguido por la industria y tiene sus espaldas relativamente cubiertas en momentos difíciles. Segundo, la estrategia de seguir índices es fácil de implementar por lo que se realiza con exactitud y constancia, lo que es un requisito fundamental a la hora de gestionar carteras.

Los fondos de inversión y las carteras sufren los vaivenes en la gestión provocados por las renuncias a las estrategias previamente planteadas. Si el gestor asume un riesgo de gestión diferente al mercado, o lo sigue fielmente o sale trastabillado en su experimento. El incumplimiento de su estrategia puede, además, estar provocada por elementos exógenos como la paciencia de los inversores o la escasez de liquidez.

En Finanzas Patrimoniales SGC hemos seguido fielmente lo que nuestra estrategia de gestión con futuros financieros nos ha dictado, pese a sufrir momentos de gran incertidumbre durante el pasado año. El resultado ha sido positivo.

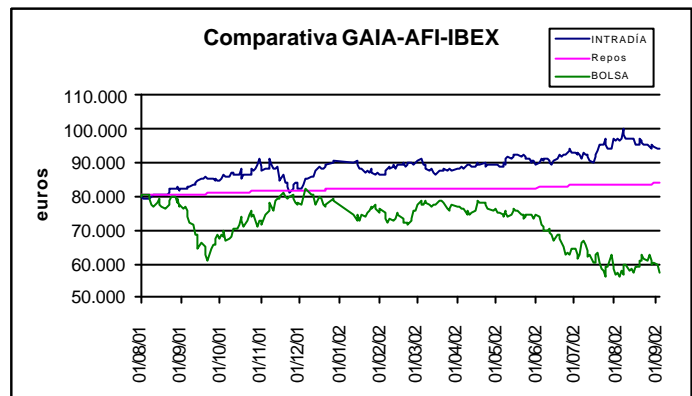




Actuando en con tres tipos de futuros financieros diferentes (IBEX-35, Eurostoxx 50 y mini Nasdaq), la ganancia por contrato a día 3 de septiembre de 2002 es de 11.296 euros, para un periodo que comienza el uno de agosto de 2001.

Si vinculamos esta gestión intradía con futuros financieros con la evolución de una inversión en renta fija que acumula rendimientos según el índice AFI de letras a un año, el resultado (para una inversión de 60.000 euros en renta fija y 20.000 en un contrato de futuros) alcanza los 94.206 euros (rentabilidad del 17,8% acumulada y 16,1% TAE con volatilidad anual del 15,1%). Durante el mismo periodo, la rentabilidad y volatilidad del IBEX-35 fue del -28,2% (-26,2% TAE) y del 30,9%, respectivamente.

El secreto de este tipo de inversión no pasa por el descubrimiento de una fórmula mágica sino por su disciplinada implementación.



### 3. Conclusión

Los mercados financieros han crecido en volumen y complejidad durante los últimos cinco años. Tanto el número de productos de ahorro e inversión como la complejidad de éstos y la sofisticación de la demanda ha ido en claro aumento. Los ahorradores son cada vez más inversores y la cultura financiera, aunque aún no es equiparable a la de los países de nuestro entorno, ha aumentado considerablemente. Sólo hay que observar el crecimiento de Radio Intereconomía durante los últimos años.

Desde marzo de 2000 estamos viviendo un mercado bajista que ha puesto sobre la mesa la cruz de los mercados exuberantes de finales de los noventa. Hay que aprender a navegar en estos mares como había que hacerlo en los mercados alcistas previos.

Para navegar, existen varios libros de ruta. Simplificando, los inversores son o muy conservadores y se ligan claramente a renta fija y a activos sin riesgo o son razonablemente activos y agresivos, demandando rentabilidades elevadas en mercados bajistas y cierta



cobertura en mercados bajistas. Para conseguir estos objetivos con fondos de inversión, el activo más popular de inversión colectiva, los gestores han confiado en el seguimiento de índices para eliminar su riesgo de gestión y en la bondad de su comportamiento a largo plazo. Muchos inversores, sin embargo, se han mostrado contrariados a la hora de comprobar que existía una auténtica falta de actuaciones protectoras en un mercado tan claramente bajista. La diversificación y la compra a largo suponen un mal menor siempre que sean a largo. Y, en momentos puntuales como el que vivimos actualmente, ni eso es así. Por ello, hay que poner la vista en otras alternativas de gestión a tener en cuenta.

Cuando se invierte, no necesariamente se debe considerar que hay que comprar para luego vender y así obtener una plusvalía en un mercado alcista. Se puede ganar dinero con mercados bajistas o eliminar volatilidad invirtiendo intradía. La renta fija es fundamental en un esquema de inversiones intradía. Por ello, tan perfectamente válido, si no más, es diversificar con gran cantidad de títulos como invertir más de un 80% en renta fija libre de riesgo con un porcentaje reducido en mercado intradiario de futuros financieros. Estas últimas estrategias pueden ser más rentables y, lo que parece más sorprendente, menos volátiles que las compuestas por fondos de renta variable mixta al uso. Modulando el riesgo con la proporción de renta fija en el total de la cartera adecúa la inversión al perfil de cada cliente.

Las inversiones, en un modo general, serán positivas si se producen congruentemente. Los cambios de criterio provocados por lo que se ha denominado "ruido de mercado" son la causa fundamental de los fracasos en las inversiones. Así mismo, no entender lo que un cliente quiere, de manera consciente o inconsciente, puede ser letal en la mayoría de los casos. La inversión con criterio pasivo (comprar a largo plazo índices) no debería ser tan mayoritaria en la actualidad. Introducir elementos activos en la determinación de momentos de compra y venta deberán hacer las carteras más rentables y menos volátiles siempre y cuando dicha estrategia se realice fiel y congruentemente.

