

## PERSPECTIVAS DE RETORNO ESPERADO DE LARGO PLAZO PARA EL S&P 500: IR MÁS ALLÁ DE LAS VALORIZACIONES

Ya se acerca el fin de 2025 y si bien la rentabilidad de la principal bolsa del mundo que es el S&P 500 ha sido inferior a la del resto del mundo, se mantiene sobre los dos dígitos hasta el momento. Más aún, considerando los últimos tres años el retorno total promedio anual ha bordeado el 15%, por sobre su promedio histórico de los últimos 50 años que es cercano al 12%. No obstante, lo anterior ha derivado en valorizaciones elevadas y concentración de mercado en pocas empresas para explicar este desempeño. ¿Qué podemos esperar en rentabilidad de largo plazo mirando más allá de las valorizaciones?

Por Sebastián Senzacqua, CFA.

Ya se aproxima el fin de 2025 y si bien este no ha sido un año que se pueda definir como “tranquilo” (la ocurrencia de tensiones comerciales y geopolíticas, entre otros), los mercados accionarios han mostrado avances. En esta línea, la principal bolsa del mundo, el S&P 500 que agrupa las 500 empresas más relevantes del mercado accionario estadounidense, ha mostrado un alza de dos dígitos hasta la fecha de escribir esta columna, mientras que al analizar su desempeño de los últimos 3 años se ha observado una rentabilidad anualizada sobre su promedio de los últimos 50 años.

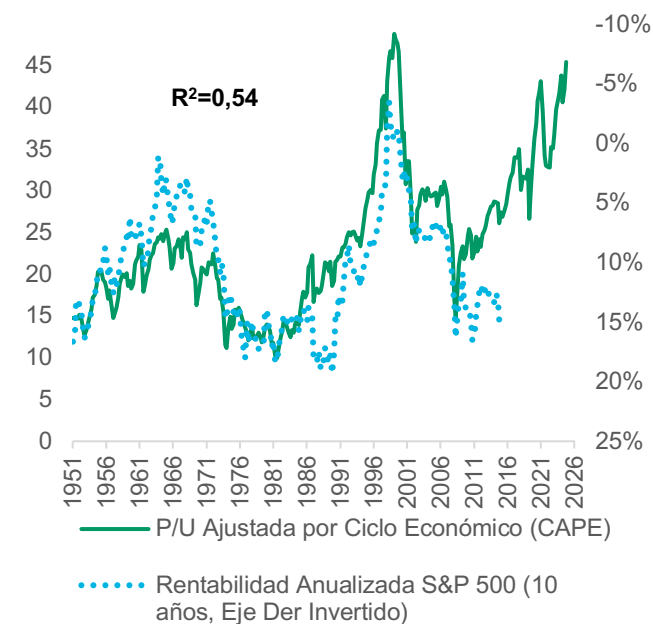
Al respecto, tomando una perspectiva de largo plazo, ¿qué podemos esperar hacia adelante considerando el punto de partida actual y qué se puede realizar en la gestión de portafolio al respecto?

### Una aproximación desde las valorizaciones y cuál sería la rentabilidad esperada

Una herramienta que puede entregar luces de retorno esperado de largo plazo para el mercado accionario estadounidense es el punto inicial de valorizaciones ajustadas por el ciclo económico (CAPE). En este sentido, valorizaciones más elevadas limitan la posibilidad de exhibir rentabilidades promedio que sean mayores a las que hemos visto en los últimos 10 años.

Sin embargo, es notable observar el desacople que han mostrado los retornos en los últimos 15 años respecto del punto inicial de valorización.

Gráfico 1: Relación P/U ajustada por ciclo económico vs rentabilidad promedio anualizada de los 10 años siguientes



Fuente: Robert Shiller

Mirando en todo caso el punto de vista actual, las valorizaciones están en niveles cercanos a los observados en plena burbuja .COM, pero en un contexto en donde la actividad actualmente continúa expandiéndose y los riesgos de recesión parecen

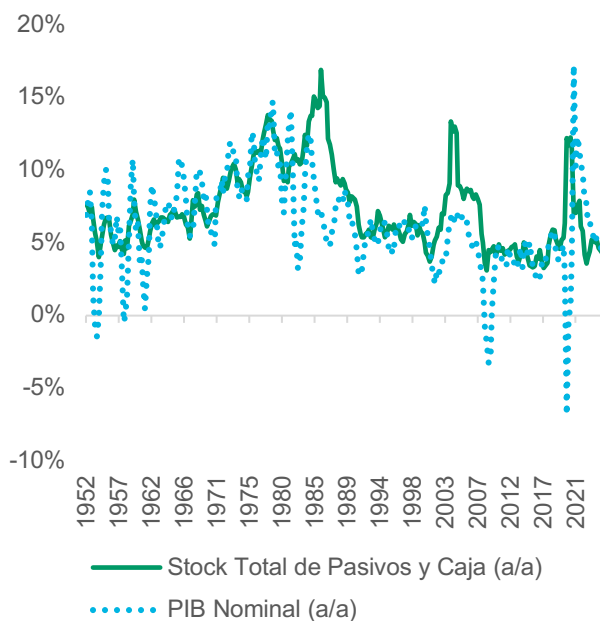
acotados, a diferencia de lo sucedido a comienzos del milenio.

### Una aproximación desde la asignación de activos estimada que tiene un inversionista promedio

Otro enfoque que puede ser interesante de revisar es el de identificar el porcentaje de asignación que tiene un inversionista promedio a la renta variable de EE.UU. en vista que el grado de preferencia de estos agentes, o, mejor dicho, la intención de poner dichas preferencias en el mercado, determina el precio y expectativas de rentabilidad.

Lo anterior, debido a la participación de dos elementos de oferta y demanda por activos financieros en EE.UU. En primer lugar, está la evolución de los activos de deuda y de caja, los que históricamente han tenido una interacción bastante cercana con la evolución del PIB (Gráfico 2).

Gráfico 2: Evolución del Stock de Pasivos (Bonos) y Caja vs PIB Nominal EE.UU.



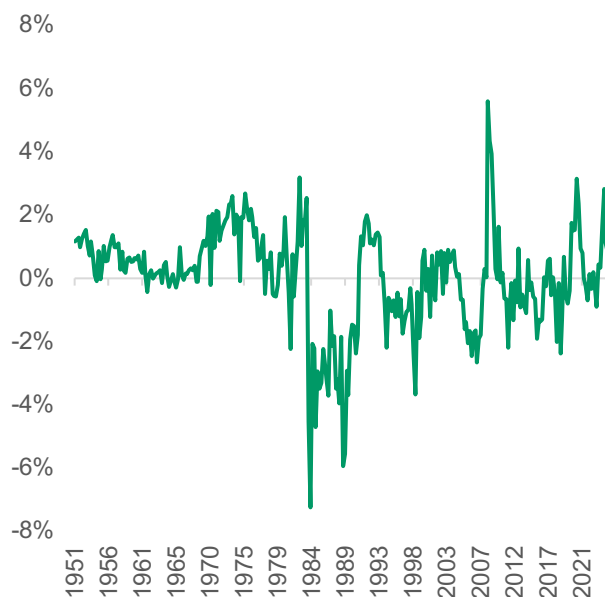
Fuente: Reserva Federal

De este modo, para mantener constante la proporción de Renta Variable y Renta Fija deseada es necesario incrementar la exposición a acciones si es que el otro

componente muestra un crecimiento relativamente estable. De lo contrario, la exposición al mercado accionario, si es que se desea que sea así, disminuirá de forma natural.

El segundo elemento tiene que ver con la evolución de las emisiones netas de acciones en el mercado de EE.UU. (Gráfico 3). En esta línea, se observa que en EE.UU. la colocación neta de acciones es sistemáticamente baja o incluso negativa en algunos períodos. Lo anterior, devela una aversión a levantar financiamiento mediante esta vía o que los procesos de adquisición o recompra de acciones han sido muy agresivos, sobre todo en contextos de bajas tasas de interés (Post crisis subprime).

Gráfico 3: Trayectoria emisión neta de acciones (como % del Stock Total de la Bolsa de EE.UU.)



Fuente: Reserva Federal

¿Entonces, cómo está la asignación de activos últimamente para un inversionista promedio en EE.UU.?

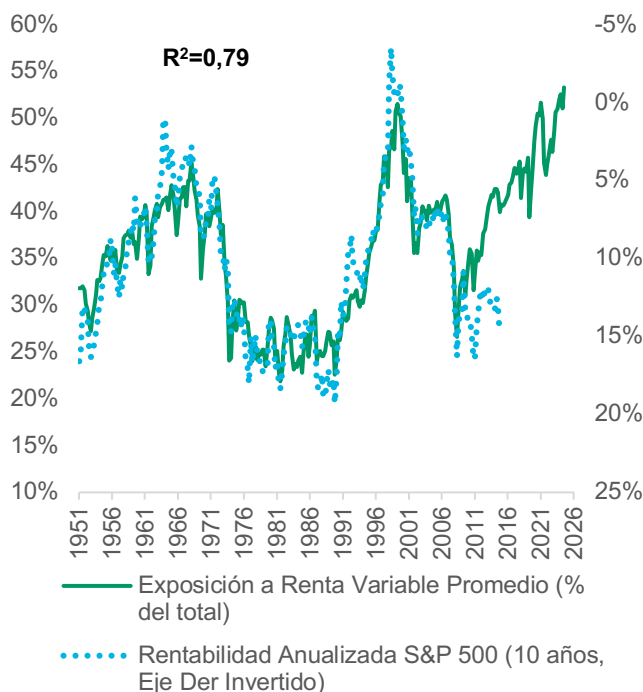
El Gráfico 4 nos permite observar la evolución de la exposición a renta variable de EE.UU. de un inversionista promedio estadounidense.

Actualmente, el porcentaje de asignación promedio en una cartera alcanza casi un 50%, cercano a los máximos históricos en relación a la disponibilidad de datos.

En función de lo anterior y la dinámica histórica de los retornos anualizados en ventanas largas de tiempo, es posible esperar que el espacio de mayor retorno esperado pudiera ser bastante acotado. Por el contrario, en episodios de baja exposición (como fue en los 80s), se gatilló posteriormente un fuerte rally en la década de los 90s, que tuvo como consecuencia un aumento de la asignación hasta fines de dicha década.

Al mismo tiempo, este enfoque permite en cierta media justificar en ese sentido las altas valoraciones que exhibe el mercado accionario, por cuanto la interacción de oferta y demanda de los inversionistas actualmente devela la disposición a pagar por invertir en ese mercado en específico.

Gráfico 4: Exposición Promedio a Renta Variable vs Rentabilidad Anualizada en los 10 años siguientes



Fuente: Reserva Federal, Robert Shiller

Por otro lado, es interesante el desacople que se ha observado entre los retornos efectivos y el porcentaje de asignación a renta variable en los últimos años. En este caso, como el análisis es asociado a un inversionista estadounidense en consideración a la data que publica la Reserva Federal de tenencia de agentes locales (hogares, empresas, bancos, etc), considera en ese sentido la participación extranjera, que si bien no es la más relevante, no estaría siendo despreciable. Lo anterior, podría obedecer a un desempeño relativo más favorable de EE.UU. desde el punto de vista económico respecto del mundo, la narrativa asociada al desarrollo de la inteligencia artificial, entre otros, lo que ha derivado en un aumento de la demanda de inversionistas extranjeros por activos de renta variable en EE.UU.

## Conclusión

La convención popular para la estimación de rentabilidades esperadas se basa en gran medida en el punto inicial de las valorizaciones y una perspectiva de convergencia hacia un punto específico en el largo plazo (por lo general su promedio histórico).

Lo anterior, si bien entrega algunos lineamientos, está sujeta en parte a cierta arbitrariedad, tanto respecto al juicio que se da al punto de partida (es alto o bajo respecto de qué), entre otras cosas.

Por otro lado, el utilizar el enfoque de exposición a renta variable del promedio del mercado refleja finalmente el cómo se han comportado las preferencias de los agentes en el tiempo, entregando en ese sentido mayor poder explicativo de los retornos en el largo plazo. Al mismo tiempo, este elemento permite identificar que las valorizaciones son una derivación de esta interacción, lo que da a entender si es que se justifica o no la disposición a pagar que tiene el mercado por invertir en renta variable.

Finalmente, al analizar la data y lo que nos muestra, al parecer diversificar en acciones globales en este contexto no sería mala idea después de todo.