

La importancia del temperamento al invertir

NOTA DEL EDITOR: *El siguiente texto es obtenido de una carta trimestral de los fondos de Bestinver.*

* * *

Un aspecto fascinante de los mercados financieros es que los rendimientos a largo plazo son explicados casi por completo por las matemáticas, mientras que los rendimientos a corto plazo son impulsados por la psicología. Es útil considerar ambos.

Desde una perspectiva de largo plazo, el valor intrínseco de un activo equivale a los flujos de efectivo que sus propietarios recibirán en el futuro. Dada una estimación razonable de esos flujos de efectivo, conocer el precio actual es idéntico a conocer el rendimiento que se puede esperar de dicho activo. Esta parte es pura matemática¹.

El problema es que la aritmética, en el corto plazo, no aplica. Así, la cotización de cualquier compañía en bolsa en un momento cualquiera no es más que el precio más alto que el comprador más ansioso está dispuesto a pagar y el precio más bajo que el vendedor más ansioso está dispuesto a aceptar. Ante cualquier noticia, si los compradores se vuelven más ansiosos y los vendedores se retiran, el precio sube. Si los vendedores se vuelven más ansiosos y los compradores se retiran, el precio baja. Si cualquiera de los dos lados se vuelve muy ansioso, pero ninguno se quiere retirar del mercado, el precio no cambia, pero se intercambia mucho volumen.

Las noticias específicas no importan. Ni siquiera si son ciertas. Lo único relevante es lo que está en la cabeza del comprador más ansioso y del vendedor más ansioso.

Como observaron Ben Graham y David Dodd hace casi un siglo, el mercado “no responde a los datos reales de manera directa, sino solo en la medida en que afectan las decisiones de compradores y vendedores”. Es decir, no son las noticias lo que importa, sino la interpretación que los inversores hacen de ellas. De este modo, cuando los inversores se sienten optimistas y tienen una buena disposición a asumir riesgos, todas las noticias —buenas o malas— suelen interpretarse de manera favorable. Mientras que cuando el pesimismo es la emoción que domina en los mercados, todas las noticias son, esencialmente, malas noticias.

El inversor racional debe navegar este entorno reconociendo que detrás de cada “crisis sin precedentes” o “rally histórico” se esconde, habitualmente, una oportunidad para quienes saben diferenciar el valor del precio de un negocio. Por eso decimos que ganar dinero en bolsa es más una cuestión de temperamento que de inteligencia.

El propio Benjamin Graham, mentor de Warren Buffett y considerado el padre del “Value Investing”, en su obra “El Inversor Inteligente” enfatizó repetidamente que el éxito en la inversión a largo plazo no depende tanto de tener un coeficiente intelectual elevado o de ser un genio analítico. Sino de la disciplina emocional y la capacidad de mantener la calma frente a las fluctuaciones del mercado, resistiendo el miedo cuando otros venden y la euforia cuando otros compran.

Su filosofía, que es la nuestra, subraya la importancia de controlar las emociones y apegarse

a unos principios de inversión sólidos, independientemente del ruido y la psicología colectiva del mercado en cada momento.

“En el corto plazo, el mercado es una máquina de votar. A largo plazo es una máquina de pesar”

Para mucha gente es difícil asimilar que las correcciones en bolsa no son más que una revalorización de los beneficios que generan las empresas a largo plazo. Incluso en escenarios económicos adversos, el valor subyacente de los negocios apenas cambia²

La clave es conocer que el desempeño a largo plazo de los resultados empresariales no ha variado mucho con el tiempo. Sabemos, por ejemplo, que los beneficios del S&P 500 han crecido nominalmente a una tasa nominal de alrededor del 6-8% anual, independientemente de si miramos hacia atrás 10, 20, 50 o 100 años. Puesto que las acciones son un derecho sobre un flujo de efectivo a muy largo plazo, el tipo de volatilidad que se observa en los resultados de un par de trimestres (o un par de años), simplemente no importa mucho a la hora de calcular el valor fundamental de un negocio.

Por tanto, el impacto real de cualquier evento negativo en la valoración de una empresa proviene de los cambios en la percepción de los inversores que, o bien estiman que las decepciones continuarán indefinidamente, afectando así a los flujos de efectivo futuros; o bien reducen el precio que están dispuestos a pagar para mantener sus acciones en cartera, elevando así la rentabilidad que estas van a proporcionar en el largo plazo.

Esta dinámica demuestra por qué las decepciones en los resultados de compañías especulativas —aquellas que no generan beneficios o con modelos de negocio aún por validar (biotecnológicas, startups, etc.)— provocan impactos tan dramáticos en sus cotizaciones. Su valor intrínseco depende por completo de unos flujos que se devengarán en un futuro muy lejano, por lo que cualquier evento que erosione la confianza de los inversores resultaría en un ajuste drástico en el precio (la rentabilidad demandada) de sus acciones.

Por el contrario, una cartera bien diversificada como la nuestra, compuesta por compañías líderes en sus sectores, con un historial probado de rentabilidad y crecimiento, no “debería” tener grandes oscilaciones ante un evento macro o unos resultados trimestrales (o anuales) peores de lo esperado. Como tampoco es lógico que el coste de capital de nuestras compañías se altere drásticamente, debido a que sus valoraciones de partida ya están contraídas (la rentabilidad que les demanda el mercado es alta).

¹ Pongamos un ejemplo simple para ilustrar la aritmética de la valoración de forma clara. Para ello, recurriremos al mercado en el que todos los españoles somos expertos: el mercado inmobiliario. Imaginemos que usted es un inversor y está pensando en comprar un piso para ponerlo en alquiler. Desde esta perspectiva, el “valor” de ese piso no es más que el derecho a recibir unos “flujos de efectivo” a lo largo del tiempo, en este caso, los ingresos por el alquiler.

Así, establezcamos unos supuestos iniciales:

— Precio de adquisición del inmueble: 200.000 €.
Ingresos brutos por alquiler: 1.000 €/mes × 12 = 12.000 €/año.

Para calcular el verdadero flujo de efectivo que vamos a recibir como propietarios, debemos restar los costes de mantenimiento del piso, como son el IBI, los gastos de comunidad y el seguro. Supongamos

que estos gastos ascienden a 2.000 € al año.

Con estos datos, podemos calcular el rendimiento esperado a largo plazo utilizando una simple fórmula aritmética:

- Flujo de efectivo neto anual: $12,000 \text{ €} - 2,000 \text{ €} = 10,000 \text{ €}$.
- Rendimiento esperado: $(10,000 \text{ €} / 200,000 \text{ €}) \times 100 = 5\% \text{ anual}$.

En este ejemplo, el rendimiento esperado a largo plazo de la inversión en el piso es del 5% anual. Del mismo modo, se puede afirmar que si el precio del piso subiese a 250.000 €, con el mismo alquiler, su rendimiento esperado se habría reducido hasta el 4% [$(10,000 \text{ €} / 250,000 \text{ €}) \times 100 = 4\%$]. Y, por el contrario, si el precio del piso bajara hasta los 160.000 €, su rentabilidad esperada ascendería hasta el 6,25% [$(10,000 \text{ €} / 160,000 \text{ €}) \times 100 = 6.25\%$].

Por tanto, al estimar de manera razonable el alquiler que se va a recibir cada año y conocer el precio del piso en el mercado, se puede calcular su rendimiento esperado. Ni que decir tiene que cuanto más barato compremos el piso, mejor será la rentabilidad que obtendremos del mismo.

Pues bien, en la bolsa sucede exactamente lo mismo. Estimar los “alquileres” de una compañía, es decir, los flujos de efectivo que va a generar su negocio en el futuro (el trabajo riguroso que hacemos con cada empresa que analizamos), nos permite conocer el precio que tenemos que pagar para obtener la rentabilidad que buscamos para nuestra inversión. No es una conjetura, es simple aritmética.

² La premisa base de cualquier ejercicio de valoración, es que el valor intrínseco de una empresa reside en la suma de los flujos de efectivo que su negocio va a ser capaz de generar a lo largo de su vida. Ahora bien, esos flujos tienen que ser descontados a una tasa o un coste de capital razonable. Esencialmente, una rentabilidad mínima exigida por los inversores para invertir en un activo o proyecto, considerando su riesgo y el valor del dinero en el tiempo. Cuanto mayor sea el riesgo percibido del activo, mayor será esta tasa (lo que reducirá su valoración actual) y lo contrario.

Para el ejercicio de valoración que proponemos, vamos a utilizar un DCF (descuento de flujos de caja) que, a diferencia de otros métodos, obliga a un análisis de los fundamentos del negocio y sus previsiones de crecimiento a largo plazo. Al enfocarse en el flujo de efectivo —una métrica menos manipulable contablemente que los beneficios—, el DCF ofrece una visión más ajustada de la auténtica capacidad de creación de valor de una compañía a largo plazo.

En nuestro ejercicio vamos a suponer que, a los precios actuales, las acciones de una compañía ofrecen un flujo de efectivo que equivale a una rentabilidad del 4% al año (en el ejemplo de un piso, los alquileres proporcionan un retorno anual del 4% sobre la inversión que habría que hacer para comprar dicho piso). Sabemos también que esos flujos crecen anualmente alrededor del 4%. En este supuesto, el rendimiento a largo plazo de los dueños del negocio sería del 8% (el 4% del alquiler de hoy, más el 4% que va a subir dicho alquiler cada año). Pues bien, si la economía sufre una recesión profunda que elimina por completo dos años de flujos de efectivo (si los alquileres desaparecen porque se está haciendo una reforma estructural en el piso), la pérdida de valor de la compañía sería tan solo del 7,26%.

Sabemos que el ejercicio que acabamos de realizar es un poco un acto matemático de fe. Le invitamos a que corto-pegue el párrafo anterior en su aplicación de inteligencia artificial favorita y le cuestione si el resultado es cierto. Le anticipamos que sí lo es (y que la aplicación le explicará los cálculos necesarios para llegar al resultado), lo cual demuestra que el desempeño de los beneficios empresariales de un par de trimestres (o un par de años), simplemente no importan mucho a la hora de calcular el valor fundamental de un negocio.