



Izaskun Merino  
Control de Gestión

## LOS PILARES DE LA INVERSIÓN

### INTRODUCCIÓN

La incertidumbre sigue reinando en los mercados financieros, y los principales índices de renta variable continúan con su vaivén sin marcar una tendencia clara. En este ambiente opaco, puede que sea adecuado recordar los conceptos básicos de la inversión. En el Aula del trimestre pasado, se introdujeron los conceptos que se consideran los pilares básicos de la inversión, y profundizamos en el primero de ellos. Este primer pilar defiende el concepto de la diversificación, y el hecho de que rentabilidad y riesgo, son nociones inseparables. En las siguientes líneas ahondaremos en el segundo pilar, que destaca la importancia de la historia financiera, ya que su estudio puede ofrecer una dimensión adicional sobre los mercados al inversor. Este análisis del pasado será de utilidad en todo caso para comprender el riesgo implícito en las inversiones, ya que al analizar el mercado en un horizonte temporal más amplio, su comportamiento puede llegar a ser más predecible. Todo ello, sin olvidar que rentabilidades pasadas no aseguran rentabilidades futuras.

### DESCUBRIENDO EL SEGUNDO PILAR

En no pocas ocasiones, la irracionalidad de los individuos provoca que los actores de mercado respondan de manera diferente a lo largo de la historia a impulsos o situaciones similares. Por ello, conocer las reacciones

y movimientos históricos puede ofrecer una noción adicional para tomar la decisión adecuada.

Muchos de los inversores han vivido alguna de las épocas de euforia y de crisis en los mercados de renta variable, y en este último caso, han sufrido importantes pérdidas. A pesar de la experiencia y la comprensión que se pueda adquirir de los mercados y del comportamiento de los sujetos, enfrentarse tanto a mercados boyantes como depresivos, es harto complicado. Es posible que muchos inversores muy preparados tomen decisiones equivocadas. Sin embargo, lo que es muy probable es que el desconocimiento del mercado nos guíe hacia un error seguro.

Entre las principales áreas del estudio de la inversión: teoría, psicología, prácticas industriales e historia, es la carencia de análisis de esta última, el factor que puede desencadenar mayores perjuicios. Un ejemplo de ello es el caso del hedge fund Long Term Capital Management (LTCM). Los hedge fund son sociedades de inversión privada que pueden tomar posiciones cortas y largas en los mercados y son accesibles solamente para grandes inversores. El más que debatido error que cometió LTCM fue infra estimar el verdadero riesgo de sus inversiones, ya que basaron sus estudios en la historia financiera más reciente asignando probabilidades de 0% a eventos extremos que finalmente ocurrieron. Como consecuencia, estuvieron a punto de tumbar el sistema financiero mundial en 1998.

## SHOCKS HISTÓRICOS EN LOS MERCADOS

### 1- Burbujas

En algunas ocasiones a lo largo de la historia financiera, y por razones cuestionables, los inversores han abandonado la valoración racional de las empresas, y han generado burbujas en alguno de los sectores con perspectivas más que discutibles. En estas ocasiones, se han adquirido las acciones de estos negocios induciendo una vertiginosa subida de los precios hasta niveles incomprensibles. Estas reacciones irracionales son parte ineludible de los mercados de capitales y por ello hay que aprender a lidiar con ellas.

#### - Requisitos para que se genere una burbuja

El teorista monetario Hyman Minsky, argumenta que se deben cumplir al menos dos pre condiciones para que exista una burbuja:

a) La primera es que exista un "desplazamiento" o "reemplazo", lo que actualmente implica una revolución tecnológica o un cambio importante en los métodos financieros.

b) La segunda es la "disponibilidad" de crédito, es decir, efectivo obtenido a tipos bajos en forma de crédito con el que se pueda especular.

A esas dos condiciones podrían añadirse también los siguientes requisitos:

c) Los inversores han olvidado el último boom especulativo.

d) Los inversores racionales capaces de calcular el precio teórico de la acción, son sustituidos por aquellos que sólo exigen una historia vagamente creíble para tomar sus decisiones.

El concepto de valoración de acciones puede definirse a través de la fórmula que determina el precio en función de los flujos de dividendos futuros, y que ya explicamos en el Aula del trimestre pasado. A continuación la recordamos brevemente:

$$\text{Valor Actual Acción} = \frac{D_0}{DR - g}$$

Donde,

$D_0$  = Dividendo Actual

$DR$  = Tasa de Descuento

$g$  = Tasa de crecimiento del dividendo



Gráfico 1: Evolución de la cotización Telefónica  
Fuente: Bloomberg

Estas dos últimas condiciones podrían resumirse en la palabra **euforia**; los inversores comienzan a comprar acciones por el mero hecho de que el precio sube. Este comportamiento se retroalimenta, hasta que colapsa cuando el combustible que lo alimenta, normalmente la liquidez, se acaba. Este efecto contagio no debe obviarse.

#### - Ejemplo de burbuja

Uno de los ejemplos de burbuja más destacables en los mercados de renta variable es la Burbuja Tecnológica que alcanzó sus niveles máximos a principios del año 2000. Como ejemplo podemos mostrar la cotización de la empresa Telefónica durante el periodo de euforia:

A mediados de 1998 la acción de Telefónica cotizaba por debajo de 6 euros y a principios del año 2000 llegó a cotizarse por encima de 21 euros. Esto es una revalorización del 250%.

Estos mercados boyantes son un aviso para los inversores, ya que siempre existirán mercados especulativos en los que las reglas antiguas pierden protagonismo. Lo importante es aprender a reconocer las señales, es decir, los requisitos que hemos mencionado.

## 2 - Cracks en los mercados

Uno de los factores que debe considerarse a largo plazo es la posibilidad de un periodo de rentabilidades bajas

y de pesimismo persistente. En el ejemplo de Telefónica anterior el precio de la acción cayó considerablemente tras el boom tecnológico:

El precio de Telefónica pasó de 21 euros, a cotizar por debajo de 6 euros a finales de 2002, lo que supone una pérdida del 71%.

Después de una caída del mercado tan brusca, la pregunta que muchos se plantearán es cómo ningún inversor razonable volverá a comprar acciones de nuevo y en caso de que se atreva, qué criterio de selección debería emplear. Esta cuestión se analizó especialmente después del crack de 1929, tras el cual se creía que la única inversión adecuada era la renta fija. Esta actitud persistió durante casi tres décadas. En el libro "Security Analysis" publicado por Benjamin Graham en 1934, el autor introdujo una afirmación sobre la inversión: no existen acciones intrínsecamente "buenas" o "malas". A un precio suficientemente alto, hasta la inversión en las mejores compañías puede ser extremadamente especulativa. Por el contrario, a precios bajos, las empresas con peores perspectivas pueden ser una buena apuesta. En 1932, los precios de las acciones eran tan bajos que las rentabilidades por dividendo (dividend yield) eran de casi el 10% y la mayoría de las empresas se vendían por debajo de su valor en libros, es decir, el valor de sus activos. Actualmente, la rentabilidad por dividendo del índice Ibex 35 por ejemplo es del 4,5%.



Gráfico 2: Evolución de la cotización Telefónica

Fuente: Bloomberg

## - Requisitos para la crisis

Los criterios de Minsky para las burbujas también funcionan para las caídas.

- a) El factor desencadenante es la pérdida generalizada de fe en las nuevas tecnologías para recuperar la debilidad del sistema.
- b) La contracción de la liquidez.
- c) Amnesia de las recuperaciones pasadas que históricamente han sucedido tras periodos de crisis.
- d) Inversores que no realizan los análisis teóricos de valoración, ya que las acciones baratas no atraen dicho estudio.

Uno de los elementos más fascinantes después de los cracks, es el cambio político y legal que se deriva a posteriori. La historia demuestra que cuando las decisiones adoptadas por todos los agentes sociales no son adecuadas, las reglas del juego probablemente cambiarán. Dicho efecto lo hemos vivido en la historia reciente tras la crisis del sector financiero que comenzó en 2008 y cuyas consecuencias siguen coleando. Algunas de las medidas adoptadas son las siguientes: Control de la deuda pública a través de políticas de austeridad, reforma del mercado laboral, incremento de las exigencias de capital para el sector financiero, reorganización del sistema financiero de las cajas...

## GESTIÓN DE LOS ALTIBAJOS EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Durante los cracks, los inversores no deben dejarse llevar por el pánico. Adoptar una política firme de gestión de carteras es imprescindible. Los principales elementos que diferencian a los inversores profesionales de los amateurs son los siguientes:

- a) Los primeros aceptan que los mercados bajistas son un hecho ineludible.
- b) Cuando los inversores se enfrentan a mercados bajistas, los primeros persisten con sus estrategias mientras que los segundos abandonan sus proyectos.

Teóricamente, si los precios cayesen dramáticamente, el inversor debería incrementar su posición en renta variable, lo que implica comprar más acciones. Sin embargo, esta decisión requiere nervios de acero y se corre el riesgo de que el efectivo utilizado para la compra se agote antes de que el mercado toque fondo. Sólo se recomienda este tipo de decisiones para los inversores más experimentados y siempre que los incrementos en la posición no sean significativos.

## CONCLUSIÓN

El conocimiento de las burbujas y de los cracks históricos debería ser parte de los estudios de todo inversor. Este análisis nos informa de la psicología de las masas y demuestra que no existe comportamiento desconocido en este sistema.

Cada cierto tiempo, los mercados pueden actuar de manera exuberante o depresiva ya que la conducta irracional no puede abolirse. En los ciclos positivos, la situación puede desplomarse rápidamente y por el contrario, en los mercados pesimistas, es muy probable que el escenario cambie de tendencia.

Finalmente, no debe desestimarse el coraje necesario para actuar a favor de nuestras propias creencias. Los individuos somos criaturas sociales, y por ello, comprar acciones por ejemplo, en el mismo momento de tiempo en el que nuestros compañeros se han estado deshaciendo de ellas, requiere más fortaleza que la que muchos inversores pueden manejar.