

FOCUS · El valor real de la inversión en valor

Mayo de 1984, Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia, Nueva York. El público abarrotado una conferencia en la que Warren Buffett defiende un estilo de inversión denominado «inversión en valor» (*value investing*). Explica la experiencia de un grupo de gestores de carteras que, siguiendo esta estrategia, habían obtenido unas rentabilidades a largo plazo muy superiores a las del promedio del mercado. ¿Funciona realmente este estilo de inversión? Y, si así es, ¿por qué no lo aplican la mayoría de inversores?

Aunque Buffett está considerado el gran exponente del *value investing*, esta escuela tiene sus raíces en la teoría que Ben Graham y Dave Dodd expusieron en su influyente libro *Security Analysis* en los años treinta. El principio básico de la inversión en valor es sencillo: comprar activos que cotizan muy por debajo de su valor intrínseco. Esta brecha de valoración proporciona el denominado «margen de seguridad» (*margin of safety*), que ofrece un amplio recorrido al alza en el precio de la acción a la vez que limita las posibilidades de pérdidas si este cayera. Esta concepción contrasta con la relación habitual entre riesgo y rentabilidad, que postula que una mayor rentabilidad esperada debe asociarse necesariamente a un mayor riesgo.

La clave de esta estrategia es saber aproximar de forma relativamente precisa el valor intrínseco de una acción. En principio, ello involucraría estimaciones precisas del flujo futuro de beneficios de una empresa y calcular su valor presente. No obstante, la evidencia empírica apunta a que una serie de criterios ayuda a identificar empresas de «valor»: por ejemplo, que cotice a ratios *price-to-book* (cotización sobre valor contable) o *price-to-earnings* (precio sobre los beneficios por acción) relativamente bajas, que esté poco endeudada (por ejemplo, con una deuda inferior al 50% del total de activos) y que cuente con un buen modelo de negocio (no excesivamente complejo) y directivos de calidad. El análisis también puede complementarse con una perspectiva sectorial para poder localizar factores (regulación, nuevos competidores, perspectivas de demanda, etc.) que puedan condicionar la evolución de la acción y que expliquen unas valoraciones que, a primera vista, pueden parecer injustificadamente pobres. Sin olvidar que puede haber valores que se encuentren en la denominada «trampa de valor» (*value trap*), para los que nunca se materialice un supuesto potencial alcista.

Además de capacidad analítica, esta estrategia de inversión requiere otro ingrediente: paciencia. La apuesta de fondo es que los activos adquiridos materializarán, con el tiempo, su potencial alcista, acercando la cotización al valor fundamental. La experiencia indica, sin embargo, que en muchos casos el horizonte mínimo en el que el *value investing* empieza a reportar mejores resultados que el

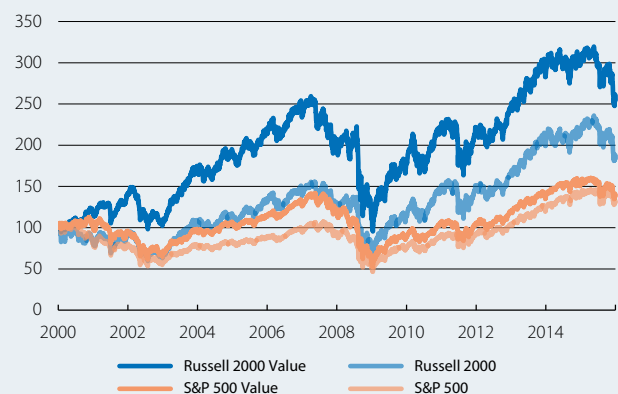
mercado u otros métodos de inversión es de 10-15 años. Un periodo de tiempo considerable en un mundo en el que los resultados de los gestores se evalúan a mucho más corto plazo, lo que les fuerza a seguir estrategias que no les alejen demasiado del comportamiento del mercado.

La superioridad del *value investing* a largo plazo contradice la denominada «hipótesis de los mercados eficientes». Según esta hipótesis, en un mercado suficientemente líquido, el precio de una acción reflejará en todo momento la mejor estimación posible sobre su valor fundamental o intrínseco. Así, un activo solamente podrá ofrecer una mayor rentabilidad esperada si también tiene un mayor riesgo (una mayor volatilidad asociada a dicha rentabilidad). En la práctica, sin embargo, las compañías identificadas como *value*, de acuerdo con una serie de criterios relativamente sencillos, del índice Russell 2000 (índice de referencia para empresas de tamaño pequeño y medio) han arrojado retornos ajustados por riesgo notablemente superiores a los del conjunto del índice y también al del S&P 500. La explicación más plausible a esta ineficiencia de mercado es que existe menos información sobre este tipo de empresas, lo que requiere un mayor esfuerzo de recopilación y análisis. Al ser, por tanto, compañías menos seguidas por los analistas, es más probable que se puedan dar errores en su cotización que generen un amplio margen de revalorización.

Como ha dicho el propio Buffett: «Cuando un rebaño de Wall Street puede influir en la cotización de una acción y la persona más emocional, más avariciosa o más deprimida puede determinar su precio, cuesta argumentar que el mercado fije siempre el precio de forma racional. De hecho, a menudo las cotizaciones no tienen sentido alguno». Muy probablemente, el pánico que en las últimas semanas ha afectado a las bolsas mundiales ofrece múltiples ejemplos de esta máxima.

Rendimientos de la inversión en valor respecto al mercado

Índice (100 = marzo 2000)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.