

Los libros de texto continúan argumentando que el mercado es eficiente, que el precio de mercado refleja toda la información conocida de la empresa, del sector y de la macroeconomía. Pero la sobre reacción, el pánico, la euforia, la información imperfecta, las emociones y otros motivos generan divergencias entre precio y valor intrínseco.

Algunos estudios pueden tener una utilidad negativa, ya que desvían el foco sobre lo relevante. Quizás por estos motivos sean los “contrarian”, los “value” y los que proveen liquidez, los que re balancean el mercado y lo acercan de forma pendular a la eficiencia.

Pero por más que la evidencia y la empírica nos demuestren que el mercado no es eficiente (ni a priori, ni en el corto plazo, ni por supuesto en momentos excepcionales), hordas de inversores son intoxicados con estas ideas sobre las volatilidades, las letras griegas, los stop-loss, las resistencias, los soportes, el VAR, etcétera. En contraposición algunos gestores oportunistas ven en la volatilidad una ocasión y no una amenaza o una medida de riesgo.

Cabe destacar que el valor intrínseco es un concepto económico, en cambio el book value es un concepto contable. El hipotético valor intrínseco de una empresa sin duda se ve alterado por su capacidad de mantener, mejorar o empeorar los retornos sobre el capital (estaríamos proyectando un dato), por lo que considero que sería prudente asumir la **reversión a la media de los fundamentales**. Lo más probable y lo usual es que los altos crecimientos y los altos retornos sobre capital se vean **erosionados por la competencia**.

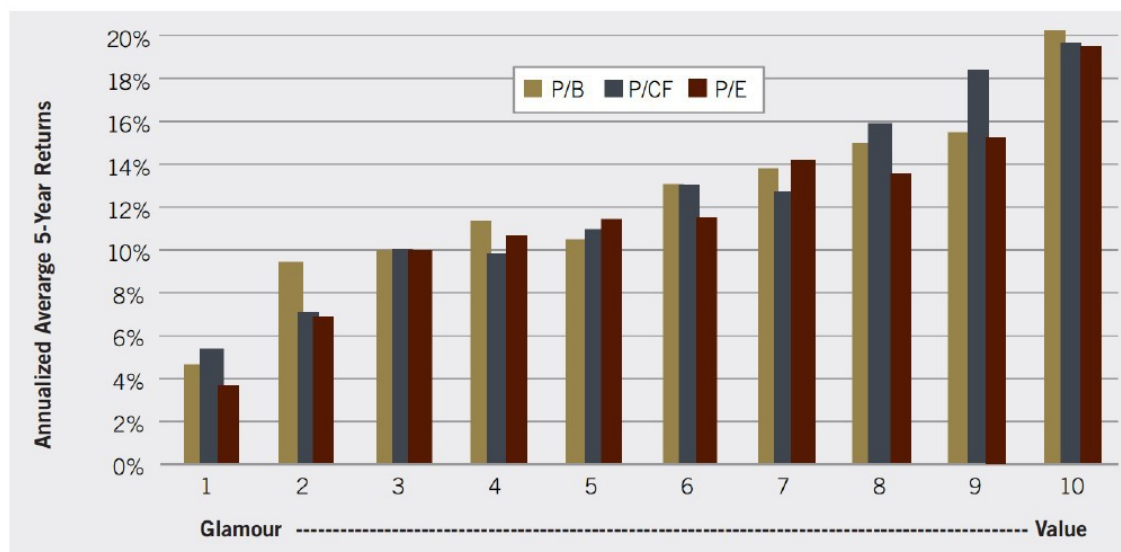
Pensar que cualquiera es capaz de encontrar las empresas fantásticas a un precio adecuado es falaz, y justificar un ratio elevado en base a hipotéticas barreras de entrada supone poseer un talento excepcional para entender las ventajas competitivas, la cadena de valor, la competencia y el futuro.

Los altos retornos sobre el capital y/o los altos crecimientos de las fantásticas empresas suelen ser eventuales, atraen a nuevos inversores ávidos de beneficios. Estadísticamente **solo una gran minoría de estas compañías logra mantener los altos márgenes**. Los retornos y crecimientos suelen revertir a la media del sector.

En consecuencia, sostener que los retornos y crecimientos se mantienen altos, pese a los intentos de entrada de los competidores es estadísticamente falso, e identificar las compañías que lo conseguirán figuraría dentro de las capacidades de cada gestor. Estos factores intangibles, como el good-will, el management, el pricing-power, etcétera no están sujetos al cálculo matemático fiable.

Exhibit 2: Annualized Average 5-Year Returns Across Metrics

(P/B, P/CF and P/E Deciles, June 30, 1981– June 30, 2012)



Source: Worldscope via FactSet, The Brandes Institute; as of 6/30/12. Past performance is not a guarantee of future results.

Absolutamente todos los inversores en el mercado suspiran por estas fantásticas empresas que resisten la reversión a la media en los retornos sobre capital y en la tasa de crecimiento, y es éste precisamente el fenómeno por el que suelen estar sobrevaloradas, y en consecuencia sus retornos futuros sobre la inversión son peores. (gráfico superior)

Sin olvidar que además es más confortable tomar decisiones de compra sobre éstas empresas que sobre las mediocres, y que en caso de error es de más fácil justificación.

La mayoría de los inversores prefiere sobre pagar en una empresa magnífica que infra pagar en una empresa mediocre aunque el “driver” más importante según la estadística sea la infravaloración y no la calidad. (gráfico superior)

En general, no somos capaces de determinar que empresas mantendrán los altos retornos sobre capital y las empresas que sus retornos revertirán a la media. Tampoco somos capaces de determinar las causas, los motivos o las características ex ante de estas empresas que mantendrán los altos retornos sobre capital. **La sobre valoración estadísticamente nos lleva a retornos más bajos en el futuro y la infravaloración a retornos mayores.**

Ni siquiera la creciente sofisticación de los métodos de obtención de datos ha incrementado el acierto en las proyecciones. Y debemos tener en cuenta que la exactitud de la proyección se degrada a gran velocidad a medida que la alejamos en el tiempo

Quizás haya buenos profesionales persiguiendo un “fantasma”, el de las fantásticas empresas a un precio razonable. En cambio grandes inversores “value” han aprovechado circunstancias de mercado para comprar en caídas (Buffett en KO o en AXP). En otras palabras, **compran magníficas empresas que en ese preciso instante tienen algún problema a juicio de la mayoría**, pero que dicho inversor “value” considera que el mercado exagera el incidente. A posteriori quizás a estos inversores les interesa ahondar en el “halo” que les regala la literatura económica y explicar la historia como una compra evidente, cuando tenía un componente emocional de dificultad mayor y que la memoria colectiva olvida. Otro factor por el que les puede interesar esta narración es que algunos de ellos son cautivos de su volumen y de su fama, y aunque en ciertos momentos puedan estar sobrevaloradas sus participaciones empresariales, éstos no tienen la posibilidad de deshacerse de ellas ya que arrastrarían la acción montaña abajo.

Aunque los datos estadísticos sugieren contundentemente que es mejor comprar empresas mediocres infravaloradas que empresas de calidad a un precio razonable, muchos inversores tratamos de emular la imagen de Buffett, pero debemos recordar que la reversión a la media es un fenómeno muy poderoso. Sería como luchar contra la gravedad, y salvo que seas airJordan la realidad se muestra infranqueable.

Los analistas debemos centrar el foco en las métricas financieras, ya que estadísticamente el instinto y la proyección conduce a una “performance” por debajo del mercado.

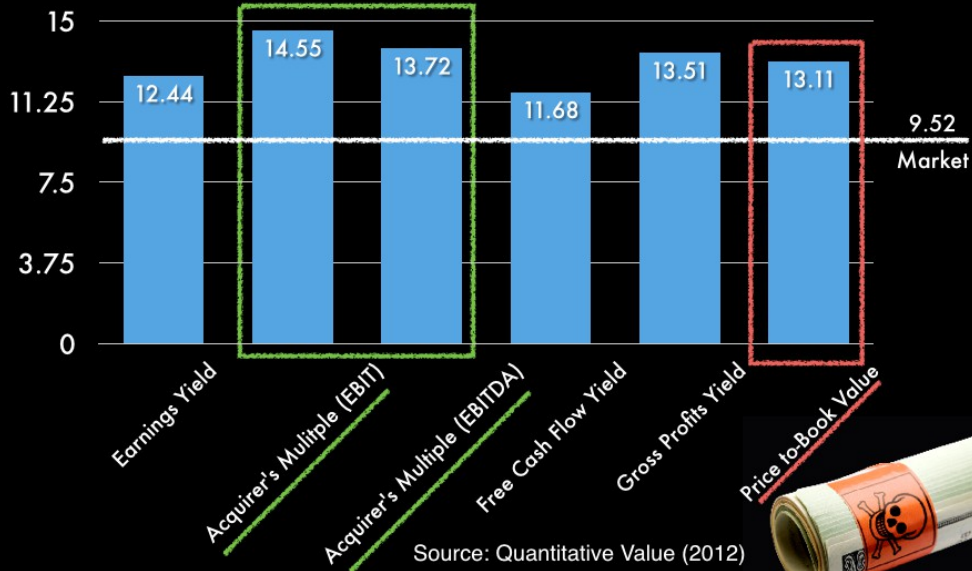
Las acciones que tienen un comportamiento débil suele ser debido a que estas empresas tienen un futuro incierto en alguna medida, pero estas compañías en agregado proveen excelentes retornos, batiendo al mercado. Es complicado para la mente humana optar por estas estrategias por las dificultades con la estadística y las medidas de probabilidad en los grandes números, y porque debemos aislar las emociones. Pero si fuera sencillo, entonces el mercado sí que sería eficiente y estas divergentes no existirían o escasearían en número y en tiempo.

En conclusión, las acciones de la empresas fantásticas suelen parecer muy atractivas intuitivamente, pero la valoración se muestra más importante que la tendencia de los beneficios.

Para ir terminando, si la clave es la valoración, entonces debemos determinar como encontrar empresas infravaloradas.

Price/Value Ratio Test

Compound Annual Growth Rates for Price/Value Ratios VW (1964 to 2011)



Para encontrar empresas infravaloradas se puede utilizar el PER, el P/FCF, P/BOOK, y otros pero avanzo una reflexión para un próximo texto:

“Las cosas que son relevantes para el comprador de una empresa en su totalidad deben ser relevantes para el *value investor*.”

Según el segundo gráfico parece que el llamado múltiplo del adquirente (ACQUIRER'S MULTIPLE) nos proporciona una mejor aproximación.