

Dicotomías financieras

Depende, ¿de qué depende?



Natxo de Prado Maneiro
Economista. Agente Financiero BBVA

En la variedad está el gusto. Y la rentabilidad.

El afamado inversor Warren Buffett recomendaba a su esposa indexar sus inversiones al S&P 500, mientras él practicaba la gestión activa desde Berkshire Hathaway, su vehículo inversor.

El “oráculo de Omaha”, como se le conoce en la comunidad financiera, dejaba fuera de su estrategia inversora a las empresas tecnológicas con grandísimos potenciales de crecimiento, mientras inundaba su cartera de compañías industriales y financieras, supuestamente infravaloradas, “no invierto en lo que no entiendo”, decía.

Recientemente reconocía su error, no haber invertido en esas empresas, le estaba suponiendo un enorme coste de oportunidad. Y esas compañías eran, entre otras, algunas de las 5 grandes tecnológicas americanas, las denominadas FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google).

Me gusta pensar que cambió de idea el día en el que, mientras veía un documental en Netflix, sosteniendo sobre sus rodillas un Mac, googleaba “Amazon” para hacer un pedido de un artículo que había visto en Facebook. En definitiva, debió verlo claro: aquellos negocios eran el futuro ya en presente, así que había que estar... y entró.

Adorado por la comunidad financiera, Warren Buffett es

Buffet moldeó la frase de Francisco de Quevedo para convertirla en cabecera de su estrategia value: 'el precio es lo que pagas; el valor, lo que obtienes'

considerado un gran defensor y practicante de la Gestión Activa, aunque es frecuente oírle argumentar a favor de la Pasiva, y es el adalid de la Gestión Value, aunque como digo, ha pasado a incluir en sus decisiones el Estilo Growth.

Pasemos a desgranar de forma sencilla, los diferentes estilos o estrategias de inversión, aparentemente contradictorios, pero perfectamente complementarios.

¿GESTIÓN PASIVA vs. GESTIÓN ACTIVA?

Pensemos en una estrategia de ahorro utilizando Fondos de Inversión. Como ya he comentado en algún artículo anterior, éstos utilizan índices concretos como referencia o Benchmark, en función de la táctica marcada en folleto, zona sobre la que actuar, tipo de activo en el que invertir...

Pues bien, la misión del *gestor pasivo*, es replicar exactamente ese índice en cuanto a valores y ponderaciones, no hay aportes adicionales, simplemente "calcan".

La filosofía que subyace en este estilo de gestión es la supuesta eficiencia de los mercados, sus defensores alegan que toda la información correcta y disponible ya está incorporada en el precio de los activos, resultando, por tanto, muy complicado superar sus hipotéticas rentabilidades.

Pero ¿cómo lo hacen? Mediante los llamados Fondos Indexados y/o ETF (Exchange Trade Funds).

Ambos son similares, sin embargo, dos son las diferencias fundamentales a día de hoy: los ETF cotizan, exactamente igual que lo hace una acción, es decir que pueden com-

prarse y venderse en cualquier momento del día en el que el mercado esté operativo, son por tanto más ágiles que los indexados, pero a diferencia de éstos, no son traspasables, no permiten por tanto, el diferimiento tributario del que sí gozan los indexados.

Veamos un sencillo ejemplo: pensemos en el IBEX 35 como Benchmark de nuestro fondo pasivo del mercado español. Este índice está compuesto por los 35 valores más líquidos negociados en la bolsa nacional, ponderado por capitalización y ajustado por el capital flotante de cada compañía que lo integra (por cierto, a diferencia de lo que se suele pensar, no guarda criterios específicos de diversificación sectorial).

Pues bien, nuestro fondo pasivo a marzo de 2020 debería estar invertido en Iberdrola al 16,85%, Inditex al 12,05%, Santander 10,47%, Telefónica 6,81%, BBVA 5,75%...así hasta completar los 35, cada uno con el correspondiente porcentaje que a esa fecha ponderaban.

La *gestión activa* se guía o tiene como referencia también índices concretos, aunque en este caso es, literalmente, una mera referencia, ya que su tarea consiste en superar la rentabilidad que dicho Benchmark pudiera generar. A esa diferencia buscada se le denomina "Alfa".

Para ello rastrean empresas menos visibles, a menudo no cubiertas por las casas de análisis, mediante un exhaustivo estudio del conjunto del entorno y la macroeconomía. El gestor activo se nutre de los mercados volátiles, siendo en las fuertes oscilaciones donde detecta las mejores oportunidades.

Siguiendo con nuestro ejemplo anterior, un fondo de gestión activa de la bolsa española, invertiría sin duda, en algunos de los valores del IBEX 35, pero añadiría a su cartera otras compañías que, por ejemplo, representasen a sectores con mayor ponderación en la economía real, turismo, automóviles...

Podemos afirmar por tanto que:

-Es razonable que las comisiones de gestión de los fondos pasivos sean inferiores a los de gestión activa, ya que, si bien es cierto que la elección de la propia referencia requiere de cierta "acción inicial", durante el resto de la vida del fondo no existe un trabajo de gestión añadida, salvo los puntuales cambios en las ponderaciones de la composición que pudiera sufrir aquél.

-Esas menores comisiones no garantizan mayores rentabilidades, a menudo las auténticas oportunidades están



El gestor activo se nutre de los mercados volátiles, siendo en las fuertes oscilaciones donde detecta las mejores oportunidades

en activos muy poco seguidos por analistas y alejados de índices genéricos, aunque es cierto que existen estudios y comparativas que demuestran que en los últimos años, un alto porcentaje de fondos indexados y ETFs obtienen mejores rentabilidades que sus otros comparables.

-La gestión pasiva es más conservadora en cuanto a rentabilidad y riesgo, se “conforma” con las generadas, si las hubiera, por la referencia.

-Sin embargo, este estilo de gestión gana adeptos en España en los últimos años, según el avance de Inverco del mes de junio, los fondos de gestión pasiva ascendieron en ese mes a 111 millones de euros, situándose en el acumulado de 2020 en 403 millones, aunque a años luz todavía de los de gestión activa.

¿ESTRATEGIA VALUE vs. GROWTH?

Valor frente a crecimiento, son estrategias aparentemente contradictorias, pero conviene no ceñirse a estas etiquetas.

Hablamos de estilo de *inversión value* para referirnos a la estrategia consistente en la búsqueda de empresas cuyo análisis fundamental indicaría que estuvieran infravaloradas por el mercado, es decir, aquéllas en las que el pre-

cio al que cotizan es inferior al supuesto valor que éstas tendrían.

Y es que ya lo decía Francisco de Quevedo: “sólo el necio confunde valor y precio” frase célebre que Warren Buffett moldeó para convertirla en cabecera de esta estrategia: “El precio es lo que pagas, el valor es lo que obtienes”.

Este estilo de inversión analiza rigurosamente los negocios, ahondando en aspectos que a priori pudieran pasar desapercibidos, pero que el gestor intuye que aportarán en el futuro un valor diferencial.

Se trata, en definitiva, de detectar ineficiencias para llegar a un “valor intrínseco”, que será el comparable con el de mercado. Cuando aquél resulte superior, estaríamos ante una empresa subestimada y por lo tanto susceptible de ser añadida a la cartera.

A esa diferencia se le denomina en el mundo value “*margen de seguridad*”, término acuñado por David Dodd y Benjamin Graham, los padres de este estilo de inversión, en el libro “Security Analysis”, publicado en 1934.

Algunas de las características buscadas en estas compañías serían:

-Empresas con flujos de caja recurrentes, sin excesiva deuda.

-Con un buen equipo gestor cuya misión esté perfectamente alineada con los intereses de los accionistas, habitual en empresas familiares.

-Ubicadas en sectores con potentes barreras de entrada y a poder ser con escaso riesgo regulatorio.

-Acostumbradas a pagar dividendos.

Por *estrategia growth* entendemos la inversión en empresas de calidad, con fuertes resultados y balances consolidados. Pero la particularidad fundamental es el gran potencial de crecimiento estimado, tanto en ventas como en beneficios, lo que redundaría en una clara revalorización de la acción.

Otras características de las empresas growth:

-Operan en mercados cambiantes y muy competitivos.

-Son aportadoras de gran valor añadido, tradicionalmente pertenecientes a los sectores tecnológicos y sanitarios.

-No acostumbran a pagar dividendos, ya que prefieren reinvertir los beneficios en la propia compañía o en la adquisición de otras complementarias.

-Operan en sectores con pocas barreras de entrada, por tanto, sus posibilidades de éxito o fracaso pueden ser mayores.

Históricamente se han comportado mejor en las etapas finales de los ciclos económicos o incluso en contracción económica, prueba evidente de lo que estamos viendo en este momento.

DICHO LO CUAL... DEPENDE, PERO... ¿DE QUÉ DEPENDE?

En general no existe un estilo mejor que otro, sino estrategias que se adecúan mejor a según qué perfiles y momentos del ciclo económico.

Creo que en la diversificación de estilos de inversión está la magia de la rentabilidad a largo plazo.

Es evidente que el value no está pasando por su mejor momento, sin embargo, el mal comportamiento de sus fondos en este 2020, es uno de sus principales argumen-

Donde sin duda se debe ser activo es en la elección de un buen profesional que te ayude a dar con la ponderación adecuada

tos cuando defienden la filosofía de muy largo plazo. Nos hablan ahora de los enormes “márgenes de seguridad” que está generando esta pandemia económica, llegando incluso a afirmar que estamos ante una ocasión histórica para construir cartera.

El mundo growth mira con recelo este argumento y sale en defensa de su propia filosofía, alegando que hay que estar en empresas fuertes, de calidad, con grandes potenciales de crecimiento y que ahora más que nunca, se está evidenciando lo acertado de esta teoría. Hay que posicionarse, objetan, en la tendencia y esta dirección la marca en este momento la tecnología, prueba de ello son sus billonarias capitalizaciones, que están llevando al NASDAQ a máximos históricos.

Decir, de todos modos, que la línea entre empresas value y growth resulta en ocasiones difusa, llegando incluso a catalogarse en ambos estilos a la misma compañía.

En definitiva, debemos ser rigurosos en la elección de fondos en los que invertir nuestro capital, utilizando estrategias que se adecúen tanto a nuestro perfil de riesgo, como a nuestro horizonte temporal.

Donde sin duda se debe ser activo, es en la elección de un buen profesional que te ayude a dar con la ponderación adecuada y convierta esas supuestas dicotomías en perfectos aliados.

En la variedad está el gusto y en la SENSATEZ, RIGOR y LARGO PLAZO, la rentabilidad. ■