

¿POR QUÉ DEBO SER SIEMPRE OPTIMISTA?

LA TASA DE RETORNO CUANDO SE COMPRAN ACCIONES

Para mantener una cartera de largo plazo en Argentina hay que ser decididamente un tipo optimista. Afortunadamente las matemáticas ayudan a comprender que no siempre ser optimista equivale a ser un incrédulo. Las bajas en los precios de las acciones generan oportunidades de compra espectaculares por el alza en la tasa de retorno y las subas fuertes nunca son suficientes para lograr que la tasa no sea atractiva.

Introducción

Muchos de los que habrán leído sobre La máquina de reproducir billetes habrán pensado que había una trampa en el ejercicio: la tasa de retorno.

Evidentemente si uno consiguiera una muy alta tasa de retorno durante tantos años la cosa sería sencilla. Pero mucha gente piensa que invertir en acciones es algo peligroso y que si bien es posible ganar mucho unas veces, las posibles pérdidas de otros momentos compensan o sobrepasa a lo ganado. Y que por ello sería imposible sostener altas tasas en tiempos prolongados. Quizás en EEUU, pero no en países como los nuestros.

Quizás aparento ser incongruente entre determinadas proyecciones sobre el futuro de nuestra economía, o del mercado accionario en general, con el devenir de las empresas en que invierto. ¿Un exceso de optimismo para los papeles que tengo en cartera? ¿Una mentirilla piadosa para conmigo mismo acaso?

Lo cierto es que si uno no fuese muy optimista para con el futuro de sus inversiones, jamás podría estar comprado en el largo plazo.

Definitivamente: para invertir en la Bolsa en el largo plazo necesariamente uno debe ser un tipo muy optimista.

¿Se puede ser pesimista sobre determinados aspectos de la economía donde se desempeñan las empresas que uno tiene en cartera y ser optimista para con su inversión? La respuesta, sin ninguna duda es: ¡SI!

Nuevamente, la tasa de retorno surge como un tema más importante de lo que uno imagina. Y las matemáticas ayudan a comprenderlo. Si la tasa de retorno que ofrece la compra de una acción es hoy extremadamente alta, la empresa podría ganar mucho menos y aún así usted hacer un excelente negocio. Porque lo que interesa para quién invierte en el largo plazo no es cuánto gana una empresa hoy, ni cuánto perderá si hay otra crisis, sino cuánto ganará en promedio durante muchos años, porque los resultados son cíclicos como la economía. Y uno no puede ser optimista un tiempo y muy pesimista en otros, hay que ser optimista en promedio. Si usted está bien posicionado no hay malos momentos.

El rendimiento de las acciones

Las inversiones se miden y comparan en base a los retornos esperados. El indicador que permite comparar distintas inversiones, sean éstas en propiedades, obras de arte, depósitos en bancos, títulos de deuda o acciones es la tasa de interés, la que llamamos tasa interna de retorno (TIR).

La incertidumbre –o el riesgo– influye en la tasa. Si los retornos se pueden calcular con más precisión, uno puede aceptar tasas más bajas. Por el contrario, a medida que crece la incertidumbre o el riesgo, o los resultados son cambiantes, hay que procurar inversiones que reditúen retornos más altos logrando que un alto retorno en un momento compense el bajo retorno en otro o también que el alto retorno de una inversión compense un bajo retorno en otra.

En las acciones el retorno se mide la tasa con el PER (Price to Earnings Ratio o Relación precio de la acción sobre el resultado por acción) que es un indicador que comúnmente uno encuentra publicado hasta en los diarios. Se puede calcular también ya no por acción sino a nivel de toda la empresa si tomamos la Capitalización Bursátil (cantidad de acciones por precio de la acción) dividido los resultados anuales de la empresa.

Si uno calcula la inversa del PER (sería algo así como el Earnings Price Ratio) es decir los resultados por el dinero invertido, se tiene la tasa interna de retorno (TIR). Por ejemplo Mirgor ganó en el último año 12,9 millones de dólares hoy vale en Bolsa (Capitalización) 56,4 millones de dólares por lo que su PER es de 4,4 y la TIR del 22,9% anual en dólares medidos al día de hoy.

Sucede que estos valores cambian constantemente. Los Resultados con cada balance (con cada trimestre), pero el valor de las acciones con cada operación. ¿Cómo proyectar entonces en el largo plazo?

La gente cree que hago sofisticadísimos cálculos sobre los futuros resultados de las empresas. Se sorprenden cuando les digo que no tengo ninguna proyección de cuánto ganará la empresa en el próximo trimestre. Más cuando les digo que no hago ese cálculo. Otros cuando me preguntan sobre cuánto valdrá la acción en seis meses o un año y no se qué contestar.

Lo cierto es que es más sencillo proyectar la evolución de los resultados que lo que hará el mercado con el precio de la acción.

Si bien en el corto y mediano plazo puede haber incongruencias entre los resultados de las empresas y la cotización de las acciones, tenga por seguro que tal cosa no se puede sostener por muchísimo tiempo.

Efectos del cambio en los resultados

Supongamos por un momento que el precio de la acción fuese constante y solo variaran los resultados. Haremos esto para analizar qué sucede con la tasa de retorno a medida de que cambian los resultados.

Dado que en la ecuación del cálculo de la tasa de retorno $[TIR = (Resultados / Precio)]$ los resultados son el numerador, el efecto de los cambios en éstos es lineal respecto de la tasa de retorno. Es decir que si los resultados se duplican (recuerde que el precio de la acción lo mantenemos constante) la tasa de retorno se duplica. Es muy sencillo.

Efectos del cambio en el precio de la acción

Ahora, nuevamente para comprender, supongamos que varía el precio de la acción mientras que la empresa mantiene los resultados.

Como en la ecuación del cálculo de la tasa de retorno el precio de la acción es el denominador $[TIR = (Resultados / Precio)]$, el efecto de los cambios en el precio de la acción no es lineal respecto de la tasa de retorno. A medida que uno divide por un número más pequeño (en las bajas) la tasa de retorno se incrementa hasta hacerlo espectacularmente, y a medida que uno divide por un número más alto (en las subas del precio de la acción) la tasa de retorno baja, pero con cada alza la reducción de se hace cada vez más insignificante.

Le pido que vuelva a revisar el párrafo anterior porque esto es importantísimo. ¿Comprende de dónde proviene mi optimismo? Exagerando esto para comprenderlo mejor sería como que las bajas en los precios se revertirán porque son oportunidades de compra espectacular por el alza en la TIR y las subas fuertes nunca son suficientes para lograr que la TIR no sea atractiva.

Supongamos que usted compra una acción a un muy buen precio (con un PER muy bajo). Para que una baja profunda del precio de la acción sea justificada la caída en los resultados de largo plazo debería ser espectacular. Aún a pesar de que haya problemas en la economía, si usted compró a buen precio es difícil que se justifique una caída profunda en el precio de la acción. Y si el mercado lo hace, usted puede dormir tranquilo porque sabe que es infundado. Y hasta comprar más.

Pero por el contrario, si las cosas van bien y el mercado asume que habrá menos riesgo es posible que decida pagar un precio de la acción con una menor tasa de retorno. Y en ese caso la suba de la acción puede ser espectacular.

Volvamos al mismo ejemplo anterior. Si Mirgor mejorara sus resultados anuales en un 30% y por ello el mercado

justificara pagar con un descuento (tasa de retorno) del 11%, la acción pasaría a valer un 171% más.

Proyectar resultados

Este es un tema extenso, y lo que seguirá tómelolo como una idea general, no como sustento de una toma de decisión.

El trabajo requiere que usted imagine o proyecte la evolución del Cuadro de Resultado con los años. Cómo variarán las Ventas (es decir los volúmenes, los precios, la competencia, el poder de los compradores, etc...), los Costos (quizás sino cómo variarán los márgenes entre Ventas y Costos). Esto hace a los Resultados Operativos. Extra operativo importa la evolución de la carga de intereses y los impuestos a pagar.



Los grandes números suelen ser mejores que los trabajos detallados, pero el conocimiento de la industria es fundamental.

Si usted se pregunta cómo hacer los cálculos con las empresas que pierden porque generan PERs negativos, recuerde que interesan las ganancias en el largo plazo y si usted piensa que en el largo plazo una empresa perderá dinero, no es necesario hacer ningún cálculo. ¿Quién invertiría en empresas que van a quebrar?

Proyectar los precios de la acción

Para mí esto es inútil, digamos imposible en el largo plazo.

Usted dirá: ¿y entonces? Es fácil: la proyección del dinero que usted recibirá como retorno de su inversión se puede dividir en dos: lo que pagará el mercado por la acción y lo que pagará la empresa vía dividendos.

Dado que los dividendos se pagan en base a los resultados y al cash flow de la empresa, nada tiene que ver con el humor de los inversores y es un subproducto de lo que vimos antes. Mientras más pague en dividendos la

empresa, más se independiza usted del humor de los mercados.

Uno no puede abstraerse completamente del mercado. Pero no importa, si el mercado se pone de mal humor y usted está bien posicionado: espera. Y si el mercado se pone alegre: toma ganancias, es decir vende todo o una parte de su inversión.

Usted debe saber que los precios de las acciones tienen en el corto y mediano plazo más que ver con la ley de oferta y demanda del papel en sí que con los resultados esperados de las empresas. Tanta gente comprando y vendiendo papeles por tantas elucubraciones o decisiones enmarañadas aleja al precio de la acción del resultado que obtenga la empresa. Pero recuerde: tarde o temprano todo se hace evidente y los precios ridículos se tornan insostenibles.

Uno vende y compra todos los días

Se cree que quién está comprado en el largo plazo solo toma decisiones de compra o de venta en el largo plazo. Pero no es así. Cuando uno está comprado, en cada día se puede tomar la decisión de comenzar a vender. En realidad el no tomar una decisión de venta es tomar una decisión: quedarse. Es como si todos los días uno vendiera su tenencia y si le interesa, si ve que los precios son atractivos, la volviera a comprar. Esto significa que permanentemente el precio actual debe ser para uno muy bajo frente al futuro esperado. Es decir, uno debe pensar: no vendo porque esta acción está muy barata.

Volviendo al caso de Mirgor, estas acciones han aumentado en dólares un 721% desde que las compré pero no las vendo porque pienso que las vendería muy baratas. Porque no hay otra oportunidad que me parezca que me redituará más en el largo plazo con una cartera balanceada.

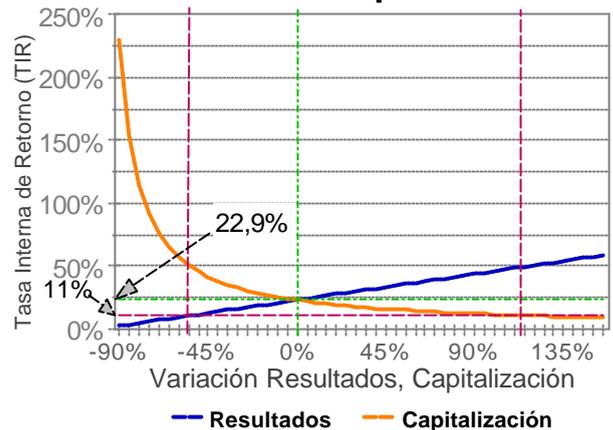
Claro que tamaño rendimiento no lo imaginé cuando compré, pero el desempeño logrado por la empresa unido al seguimiento de sus Balances fue

Veamos en el gráfico de Capitalización y Resultados que muestra según la Base de Datos de Económica a los Resultados anualizados en dólares y la Capitalización bursátil en dólares. Pero los muestra de una manera especial: con una relación 1 a 5, es decir en relación con un PER de 5 o una TIR del 20% anual en dólares. Muchos podrán pensar que la suba de la acción fue espectacular, pero queda claro que el mercado no ajustó quizás lo que debía y cada vez paga un PER más bajo. O imagina un futuro complicado. Pero hasta que los resultados no se ameseten cabrá esperar que el crecimiento de los mismos anualizados sigan creciendo fuertemente y aunque se siga pagando un PER muy bajo el precio de la acción debería continuar subiendo.

Por otro lado el gráfico de Variación de la TIR por cambios en Resultados o Capitalización nos muestra que la empresa cotiza al 22,9% de retorno (línea vertical verde, donde confluyen la línea de la Capitalización y de Resultados con, un 0% de desviación (de a situación

actual). Si mi objetivo fuese una tasa de retorno del 11% en el largo plazo, la empresa podría ganar hasta un 45% menos de lo que gana hoy (ver líneas bordó) –no en un año sino el promedio anual de múltiples años–, sin que esa caída de resultados afecte mi rentabilidad objetivo. En base a la situación actual las curvas de Capitalización y de Resultados se cortan en un punto que marca la TIR actual, pero a mí me interesa dónde corta cada línea de estas con la horizontal que dibujo a la altura de mi TIR objetivo, líneas dibujadas en bordó.

Variación en la TIR por cambios en Resultados o Capitalización



Es decir que cabría esperar que los Resultados sigan mejorando (y si lo hacen, que la Capitalización siga aumentando). Aún así podría haber una profunda caída de los Resultados sin que me afecte mi retorno de largo plazo. Mientras más siga ganando en el contexto actual, mayores situaciones negativas podré soportar.

Pero también podría suceder que los resultados logrados hagan que el mercado finalmente decida bajar su evaluación de riesgo y decida que es lógico un PER más alto (una menor tasa de retorno o una menor tasa de riesgo). Y justificar un mayor precio de la acción aún sin requerir de mayores ganancias. Podría aumentar (ver líneas bordó) más de un 100% en su búsqueda de un retorno del 11%.

Es decir que las líneas bordó verticales me muestran entornos de riesgos ante la baja de resultados en el largo plazo (hacia la izquierda) y de oportunidades de apreciación medidos respecto de la situación actual (hacia la derecha). En base a este estudio, incorporaré mis perspectivas: ¿cuánto podrían mejorar o caer los resultados?

Lo cierto es que un escenario complicado ya sea a nivel local o a nivel internacional (que necesariamente impactará el local) no puede ser desechado. Pero ¿queda claro porqué aún así soy muy optimista?

✉ <http://www.ABF.com.ar/>

Cont. Gabriel Castro

26 de marzo de 2007

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
Prohibida su reproducción o distribución total o parcial

El o los autores pueden tener intereses en posición igual o contraria a las opiniones vertidas. Hacemos el mayor esfuerzo por la calidad de los datos provistos, pero no damos garantías. Los lectores son los únicos responsables por sus operaciones, aun las basadas en la información provista, por lo que no se asume responsabilidad alguna.