



**UNIVERSIDAD DE VALPARAISO**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS**  
**ADMINISTRACION DE NEGOCIOS INTERNACIONALES**

**ANÁLISIS DE LOS PRINCIPIOS DE LA INVERSIÓN BASADA EN VALOR.**

**AUTOR**  
**LUCAS PAOLO CORTÉS MEDINA**

**INFORME DE PRACTICA PROFESIONAL PRESENTADA A LA ESCUELA DE**  
**NEGOCIOS INTERNACIONALES DE LA UNIVERSIDAD DE VALPARAÍSO**  
**PARA OPTAR AL GRADO DE LICENCIADO EN NEGOCIACIONES**  
**INTERNACIONALES TÍTULO PROFESIONAL DE ADMINISTRADOR DE**  
**NEGOCIOS INTERNACIONALES**

**PROFESOR GUÍA: PATRICIO VIVENCIO**

**VIÑA DEL MAR, SEPTIEMBRE 2016**

## INDICE

INTRODUCCIÓN GENERAL .....	9
Capítulo 1 ASPECTOS METODOLOGICOS .....	11
1.1. Planteamiento del problema .....	11
1.2. Objetivos generales y específicos.....	11
1.2.1. Objetivo General:.....	11
1.2.2. Objetivos Específicos:.....	11
1.3. Justificación.....	12
1.4. Metodología.....	12
1.5. Limitaciones .....	12
Capítulo 2 MARCO TEORICO .....	13
2.1. Las crisis de 1929. ....	13
2.2. Benjamín Graham y la inversión en valor. ....	17
2.3. Principios de inversión. ....	23
2.4. Teorías de relacionadas a la inversión.....	27
2.5. Influencia de las emociones al invertir. ....	29
2.6. Síntesis.....	30
EL MERCADO FINANCIERO.....	31
3.1. Introducción a los mercados financieros. ....	31
3.1.1. Principales características de los mercados financieros. ....	31
3.2. Estructura del sistema financiero.....	32

3.3.	El mercado de valores o mercado de intermediación directa.....	32
3.4.	Mercado bursátil.....	33
3.4.1.	Las acciones.....	34
3.4.2.	Acciones y empresas.....	35
3.4.3.	Los dividendos.....	35
3.4.4.	Métodos de rentabilización.....	36
3.4.5.	Los índices bursátiles.....	37
3.5.	Metodología y perspectiva de análisis.....	38
3.5.1.	Especulación y análisis técnico.....	39
3.5.2.	Herramientas básicas.....	41
3.5.3.	Gráfico lineal.....	42
3.5.4.	Gráfico de barras y velas.....	43
3.5.5.	Relación precio y volumen.....	45
3.5.6.	Soporte y resistencia.....	46
3.5.7.	Líneas y canales.....	47
3.5.8.	Desventajas del análisis técnico.....	48
3.5.9.	La inversión y el análisis fundamental.....	51
3.6.	Análisis cualitativo.....	53
3.7.	Aspectos operativos de la empresa.....	54
3.7.1.	Análisis cuantitativo.....	55

3.7. Compatibilidad del análisis técnico y el análisis fundamental.....	61
3.8. Análisis técnico para inversores.....	61
3.8.1. Análisis fundamental para especuladores.....	62
3.9. Síntesis.....	63
<b>RIESGO Y MARGEN DE SEGURIDAD.....</b>	<b>64</b>
4.1. Línea del mercado de capitales.....	65
4.2. Concepciones de riesgo.....	66
4.2.1. Volatilidad.....	66
4.2.2. La tendencia bajista.....	68
4.2.3. La incertidumbre.....	68
4.3. Riesgo para la inversión en valor.....	69
4.3.1. Riesgo intrínseco.....	69
4.3.2. Riesgo de la inversión.....	70
4.4. El binomio rentabilidad-riesgo.....	71
4.5. Margen de seguridad.....	72
4.6. ¿Cuándo comprar? Orientación.....	74
4.6.1. Consideraciones antes de comprar.....	75
4.7. ¿Cuándo vender? Razones para vender.....	76
4.7.1. Cotización por encima del valor intrínseco.....	77
4.8. Mejores oportunidades de inversión.....	78
4.9. Ajustes en la cartera de inversión.....	78

4.9.1.	Aumento del riesgo en la empresa.....	79
4.9.2.	Necesidades personales.....	79
4.10.	Diversificación.....	80
4.10.1.	Ventajas de la diversificación.....	80
4.10.2.	Inconvenientes de la diversificación.....	81
4.10.3.	Las 6 dimensiones de la diversificación.....	82
4.10.4.	¿Cuánto diversificar? Orientación.....	84
4.11.	Plazo de inversión u horizonte de inversión.....	85
4.12.	Síntesis.....	85
EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO.....		86
5.1.	Valor intrínseco.....	86
5.1.1.	Importancia del valor intrínseco.....	87
5.1.2.	Diferencia entre el valor y precio.....	88
5.2.	Introducción a la alegoría del Sr. Mercado.....	89
5.3.	El Señor Mercado.....	90
5.4.	La eficiencia de los mercados.....	91
5.4.1.	Formas de eficiencia del mercado en función de la información disponible. ....	93
5.4.2.	Consecuencias de la eficiencia del mercado en el Análisis fundamental.....	95
5.4.3.	Consecuencias de la eficiencia del mercado en el Análisis técnico.....	96
5.4.4.	Gestión activa y gestión pasiva.....	97

5.4.5.	Ineficiencia del mercado.....	98
5.4.6.	Ineficiencia del mercado a base de otras características. ....	100
5.5.	Emociones que manejan al mercado. ....	101
5.6.	Pensamiento de segundo nivel. ....	104
5.7.	Síntesis.....	107
Conclusión	.....	108
Bibliografía	.....	111

## **INDICE DE TABLAS**

Tabla 1: Estado de situacion economica de Farmacias Ahumadas perido 2014-2015 ...	57
Tabla 2 Ejemplo de balance general .....	58
Tabla 3: Estado de flujo de efectivo FASA. ....	60

## **INDICE DE FIGURAS**

Figura 1 Gráfico lineal IPSA.....	43
Figura 2: Gráfico de Barras IPSA .....	44
Figura 3: Grafico de Velas IPSA .....	45
Figura 4: Gráfico de Volúmenes de transacción .....	46
Figura 5: Gráfico técnico de Velas japonesas. ....	47
Figura 6: Gráfico de canales y líneas .....	48
Figura 7: Representación del análisis top down y buttom up .....	52
Figura 8: Riesgo- Retorno.....	65
Figura 9: Ejemplo de volatilidad, IPSA .....	67
Figura 10: Representación de un mercado Bearish.....	68

## INTRODUCCIÓN GENERAL

*“El éxito en las inversiones requiere reflexionar profundamente sobre múltiples aspectos de manera simultánea, si omite alguno, el resultado que obtendrá será seguramente menos que satisfactorio.” Howard Marks<sup>1</sup>*

Antes de adentrarse al mundo de las inversiones, se debe entender cómo se constituye una filosofía de inversión. Este es el producto de todas, ya sea positivas y/o negativas experiencias que se han extraído en el mundo de las inversiones.

Al de invertir en instrumentos financieros, se debe estar atento a cada variable que afecta al mercado financiero, y más aún aquellas que se han repetido. Es así como uno puede emplear la filosofía de inversión en valor y sacarle provecho. Los inversores en valor son conscientes, de que existe un historial detrás del mercado bursátil, y en donde algunos hechos económicos se repiten, y es en esas situaciones de reincidencia es cuando los inversores, donde antes veían pánico ahora podrán ver nuevas oportunidades de inversión.

Este análisis se empeña principalmente en explicar los principios de la filosofía de inversión basada en valor, desarrollada por Benjamín Graham, y complementada por

---

<sup>1</sup> Presidente y Co-fundador de Oaktree capital mangement, firma de inversión de los Ángeles que gestiona 80.000 millones de dólares. Es licenciado en finanzas por Wharton School y MBA en contabilidad y Marketing.

sucesores como Warren Buffet. En este trabajo se prestará atención principalmente a los principios en que se fundamenta la inversión en valor y a las actitudes de los inversores.

## **Capítulo 1**

### **ASPECTOS METODOLOGICOS**

#### **1.1. Planteamiento del problema**

El presente trabajo pretende aportar información a la comunidad en general, explicando los principios fundamentales de la inversión basada en valor en empresas.

#### **1.2. Objetivos generales y específicos**

##### **1.2.1. Objetivo General:**

- Analizar los principios fundamentales de la inversión en valor.

##### **1.2.2 Objetivos Específicos:**

- Explicar la diferencia entre invertir y especular según Benjamín Graham y David Dood.
- Determinar las diferentes concepciones de riesgo en función de esta filosofía de inversión y explicar el margen de seguridad.
- Explicar la eficiencia del mercado y su estado de ineficiencia a corto plazo.
- Explicar cómo las emociones y la psicología repercute en el mercado.

### **1.3. Justificación**

Éste análisis contribuye con la educación financiera, aportando conocimientos para entender un estilo de inversión específico.

### **1.4. Metodología**

Se va a descomponer los principios que constituyen la filosofía de inversión en valor, y estudiar de forma separada cada uno de estos, usando el método de análisis.

### **1.5. Limitaciones**

Se ejemplificará con empresas ficticias o de aquellas que coticen en la bolsa de valores de Santiago.

## **Capítulo 2**

### **MARCO TEORICO**

#### **2.1. Las crisis de 1929.**

El miércoles 23 de octubre de 1929, los precios de las acciones que cotizaban en la bolsa de Nueva York, se desplomaron. Las acciones, son valores que se negocian en los mercados financieros. Estos valores representan el patrimonio de entidades, denominadas común mente como “instrumentos de renta variable”. La caída de los precios de las acciones corresponde, en parte, a un aumento injustificado de la oferta de estos instrumentos, frente a una demanda escasa. Este exceso de oferta de acciones obligó a los precios de las acciones a descender.

Los individuos que habían comprado acciones, estaban aterrorizados con la drástica caída de los precios de la bolsa. La mayoría de estas personas, habían destinado gran parte de sus ahorros en acciones, otros, peor aún, habían realizado las compras con dinero prestado que los bancos les había otorgado, es decir compraron apalancados al crédito bancario. Estas personas, al final del día lo perdieron todo. El día siguiente, jueves 24 de octubre 1929, más conocido como jueves negro, la bolsa estalló, y todos aquellos que participaron en ella, lo perdieron todo.

Para entender, como se generó este desastre financiero o crack, hay que remontarse a los acontecimientos de 1919, más conocido como “los felices años 20”. Como consecuencia de los altos gastos que conllevó la primera guerra mundial, el gobierno de Estado Unidos tomó la decisión de emitir bonos para poder financiar tales gastos. Los bonos, a diferencia de los instrumentos de renta variable o acciones, son valores representativos de deuda. Estos bonos se llamaron, “bonos libertad”. Básicamente al comprar este tipo de instrumento financiero, los individuos, le prestaban dinero al gobierno y a cambio, el gobierno les pagaba anualmente una determinada cantidad de dinero llamado “cupones”. Este instrumento financiero, iba dirigido para el público en general, lo que permitió que, por primera vez, las personas pudieran invertir en valores financieros, creando una cultura de inversión en Estado Unidos.

Los banqueros al percatarse de la exitosa aceptación que tuvieron los “bonos libertad”, se dieron cuenta que había nacido un segmento dispuesto a comprar instrumentos financieros. Charles Mitchell, quien fue presidente de City Bank, tuvo la idea de introducir nuevos productos en el mercado financieros. Estos nuevos productos vendrían ser las acciones y bonos corporativos. Anteriormente, las acciones como los bonos corporativos, se negociaban en un nicho exclusivo, por lo que ahora estarían a la merced del público. Estos nuevos productos financieros, se promocionaba bajo el concepto de inversiones seguras, fiable y respetables. Esto provocó que el estigma de desconfianza que generaba el mercado bursátil desapareciera.

Mitchell, luego de poner en el mercado estos valores financieros, abrió oficinas de corretaje por todo el país. Estas se contactaban con las personas para ofrecerles los productos financieros. Producto a estas oficinas, se empezaron a vender grandes cantidades de acciones

El optimismo, y además la tendencia alcista del mercado financiero y la facilidad que tenían las personas para obtener un crédito, suscitó que el público se apalancara o se endeudara para especular en el mercado bursátil. Las personas al poseer más efectivo, a través de los créditos, empezaron a comprar acciones desmedidamente en el mercado financiero. La demanda de acciones fue desmesurada. Como consecuencia los precios de la bolsa se elevaron considerablemente.

Miércoles 23 de 1929, los precios de las acciones caen de golpe, y el día siguiente, más conocido como el jueves negro, estalla la burbuja financiera, originada por una fuerte especulación. Los inversores no podían creer lo que estaban presenciando. El miedo, invadió al mercado, engendrando un elevado nivel de incertidumbre, lo que llevó a restaurar la desconfianza del sistema financiero.

El viernes 29 de 1929, los bancos norteamericanos, debido a los sucesos en la bolsa, aumentaron la tasa de capital en efectivo, es decir que, aumentaron aquel monto de dinero en efectivo que se les solicitaba a los individuos para obtener un crédito. Este nuevo monto se le exigía a aquel que quisiera optar a un crédito y aquellos que ya lo

tenían. Los bancos emitieron en resumen el siguiente comunicado: “si no cancelaban el capital nuevo que se exigía por el crédito, se liquidarían automáticamente las acciones que ostentaban”. Como la mayoría no tenía efectivo y las acciones que habían comprado se habían desvalorizado, perdieron las acciones, y el banco procedió a las venderlas. Esta venta realizada por los bancos, produjo una caída aún más de los precios de estos instrumentos financieros.

La desconfianza que se generó, producto del desplome de la bolsa, trajo consigo consecuencias en el sistema financiero. Las personas no tenían la capacidad para ahorrar, ni muchos menos de poder optar a un crédito, debido que lo habían perdido todo en el mercado bursátil. El efecto dómimo empieza a generarse. Todos los bancos particulares que otorgaron créditos, perdieron bastante dinero, algunos lo perdieron todo, debido a que no pudieron recuperar el financiamiento prestado. Las personas perdieron todo en la bolsa, la mayoría perdió sus ahorros y otros, en el peor de los caos, perdieron el dinero que el banco les prestó (crédito), lo que no les permitiría pagar el crédito. Esto provocó la insolvencia de los bancos particulares, los cuales no estaban respaldados por el banco federal de Estado Unidos. Incluso las personas que no se involucraron en la bolsa, también se vieron afectadas con las crisis que se estaba viviendo, perdiendo sus ahorros, ya que los bancos otorgaban créditos con los mismos ahorros que captaban de las personas. El sistema financiero era inútil, y era más seguro guardar el dinero debajo del colchón.

El sistema financiero afectó a todas las empresas, debido a que estas también habían invertido capital en la bolsa de Nueva York. Las empresas perdieron un alto porcentaje de dinero en el mercado bursátil, lo que obligo a reducir costos y a reajustar el personal, por lo que la tasa de desempleo aumentó a lo largo del país. Dejando a millones de estadounidenses sin empleo y por ende sin poder adquisitivo, afectando al consumo, y disminuyendo el crecimiento económico.

Cuando Franklin Delano Roosevelt, llego a tomar las riendas del gobierno norteamericano, propuso como objetivo principal restaurar el sistema financiero, garantizando la solvencia de los bancos, creando leyes que obligaría a los bancos a operar bajos condiciones gubernamentales y además se crearía una comisión reguladora del mercado bursátil.

## **2.2. Benjamín Graham y la inversión en valor.**

El estadillo de esta burbuja especulativa forjó el nacimiento del análisis fundamental, como un método analítico para invertir en el mercado bursátil. Invertir, de acuerdo con el diccionario de economía Eumed invertir, es: “En un sentido estricto, es el gasto dedicado a la adquisición de bienes que no son de consumo final, bienes de capital que sirven para producir otros bienes. En un sentido algo más amplio la inversión es el flujo de dinero que se encamina a la creación o mantenimiento de bienes de capital y a la realización de proyectos que se presumen lucrativos”.

Benjamín Graham fue el creador de este sistema de análisis de acciones. Graham fue un destacado economista e inversor, que sufrió en carne propia la devastación financiera en 1929. Es conocido en los círculos académicos y financieros como “el padre de la inversión” y “el Decano de Wall Street”. Operó en la bolsa aproximadamente 60 años donde extrajo de esas décadas las conclusiones adecuadas, para dar surgimiento a los principios en que se fundamentaría la inversión basada en valor.

Antes de la primera guerra mundial, se analizaban las acciones en función de la solvencia y de la capacidad de las empresas para generar utilidades. Es decir, los antiguos analistas antes de decidir en qué acciones invertir, procuraban que la empresa generase beneficios o utilidades reales, que los balances estuvieran equilibrados, que el nivel de apalancamiento no fuera tan elevado, que las fábricas o plantas tuvieran mantenimiento, que la empresa tuviera un posicionamiento frente a los competidores y, por último, que la industria no estuviera en declive. En función a estos criterios, se estimaba un valor, más conocido como valor intrínseco o económico, que Graham define como aquel valor justificado por los activos, dividendos y la capacidad de generar beneficios de la empresa.

Se evitaba por lo general la especulación, que quiere decir básicamente “mirar hacia adelante” o adivinar el futuro. Graham destaca la abismante discrepancia entre especular e invertir. Benjamín Graham define una operación de inversión como “aquella, que después de un análisis exhaustivo, promete una seguridad del capital y un rendimiento

satisfactorio. Las operaciones que no cumplen con estos requerimientos son especulativas”.<sup>2</sup> Al desentrañar esta definición por parte podemos determinar lo siguiente. Por “análisis exhaustivo” se entiende como el estudio minucioso de la empresa y la solidez de sus negocios subyacente. Por “seguridad del capital”, hace referencia a la protección del capital invertido en función de un análisis riguroso. Y con “rendimientos adecuados” quiere decir que, a través de tal análisis exhaustivo se puede obtener beneficios adecuados, no unos extraordinarios.

Lo relevante de la inversión, era la marcha de la compañía antes que cualquier otro criterio. Es por esto que antes de invertir en una compañía se evaluaba esta como si se fuera a adquirir por completa.

Unos de los cambios drásticos y relevante que se llevó a cabo desde 1920, se ejerció sobre la perspectiva de inversión. Las personas que compraban valores financieros, ya no contemplaban la solvencia como también, ya no se enfocaban en la ganancias y dividendos de las compañías, si no que se enfocaban en desbocadas ganancias que especulativamente las personas bajo a altas expectativas determinaban. En pocas palabras, en esta década, se lleva a cabo la transición de la inversión hacia la especulación. Los beneficios futuros que estimaban los especuladores era algo irresistible en aquellos tiempos, para estos, el futuro era lo único que determinaba el valor de las acciones. Sin embargo, en esos tiempos no solo las ganancias futuras eran

---

<sup>2</sup>Definición de Benjamín Graham en su libro, El Inversor Inteligente.

atractivas, sino que la misma popularidad de la acción. Es decir, que la revalorización de las acciones en aquellos tiempos era netamente producto de suposiciones y fanatismo.

Los especuladores, no solo se enfocaban en las desmesuradas ganancias futuras que proyectaban, sino que también estudiaban, en qué momento entrar o comprar y salir o vender en el mercado, con el propósito de anticiparse a las fluctuaciones del mercado.

El que vendía o compraba acciones lo hacía en función de señales técnicas que proporcionaba el mercado. Estas señales técnicas, representan los movimientos que tiene un valor financiero o activo, plasmado en una gráfica de una pantalla de un ordenador. Gracias a esta gráfica, los especuladores pretendían determinar en qué minuto o segundo vender o comprar en función de la tendencia del mercado. Si la gráfica reflejaba una tendencia bajista se vendía para así no caer en pérdidas, y por el contrario cuando la tendencia de una acción era al alza, se compraba.

El análisis que se empleaba para poder anticiparse a fluctuaciones, era el “análisis técnico”. Este análisis conlleva una perspectiva “backward”, es decir utiliza la información del pasado para poder anticiparse a las fluctuaciones del mercado financiero. Uno de los supuestos de este método de estudio de activos financieros, se basa en que todo lo que ha sucedido volverá a ocurrir.

Los analistas técnicos creen firmemente que el mercado es eficiente, lo cual hoy en día es refutable. También tiene el supuesto que el mercado incorpora todas las variables, bajo el criterio de bona fide. Estos analistas observan los movimientos de los precios para entrar y salir en función de las fluctuaciones. En resumen, el análisis técnico, es una herramienta de especulación, basadas en probabilidades.

Benjamín Graham escribió: “El no haber distinguido correctamente entre inversión y especulación, fue en gran parte responsable de los excesos del mercado en 1928-1929”. A diferencia del especulador, el inversor según Graham, adquiere activos financieros a precios convenientes, a diferencia del primero que, a través de su análisis, busca anticiparse y beneficiarse de las fluctuaciones del mercado. El analista fundamental, a diferencia del técnico o especulador, busca entender empresas para descubrir lo que valen, independientemente del precio de cotización.

Aunque los especuladores o analistas técnicos, no compraban activos financieros en relación a su solvencia y capacidad actual de ganancias, estos creaban condiciones en el mercado financiero que los inversores, podían explotar. Los analistas técnicos, mediante las transacciones que ejercían en la bolsa, provocaba sobrevaloraciones y subvaluaciones. Cuando el precio de una acción cotizaba bajo su valor intrínseco<sup>3</sup>, era la oportunidad para comprar tal acción. Graham definió a la diferencia entre el valor intrínseco y el precio de cotización como margen de seguridad. Cuando el valor

---

<sup>3</sup> Valor estimado de una compañía en función de patrimonio, utilidades, ventaja competitiva, etc.

económico era mayor que el precio al que cotizaba la acción en bolsa, se decía que existía un margen de seguridad. La idea era que esas diferencias fuera lo más alta posible.

Irónicamente, cuando la empresa empezaba tener ganancias y buenos resultados, los mismos especuladores empezaban a comprar, revalorizando la acción. Es decir, el inversor, depende de las transacciones que realizan los especuladores.

Se puede extraer de estas lecciones dos ideas relevantes. La primera, es la capacidad que tiene el mercado de subvaluar o sobrevalorar activos financieros o acciones. Graham personificó el mercado bursátil, denominándolo “Señor Mercado”, persona que sufría de trastorno de personalidad. El Señor Mercado era aquel socio maniático-depresivo, que estaba dispuesto a vender y comprar activos en función de su estado de ánimo.

La segunda lección que se puede extraer, es el concepto de margen de seguridad. Este margen, buscaba antes cualquier cosa, evitar perder capital y generar a largo plazo un retorno satisfactorio. La idea principal es no perder dinero, ya que se invertía en la acción cuando el precio al que cotizaba en el mercado se encontraba por debajo del valor económico.

Para desempeñarse con éxito en el mundo de las inversiones bursátiles, Según Graham, uno debe poder controlar sus emociones frente a las fluctuaciones del mercado. El

mercado, si bien, vive bajo constantes fluctuaciones, por lo que las emociones juegan un rol de suma importancia, ya que es fácil dejarse llevar por el miedo y la inseguridad, y vender un activo que aún no se revaloriza siendo que su valor intrínseco es menor que el precio que marca en el mercado. Por esta razón Benjamín, señala que un buen inversor no es el más inteligente o el que tiene conocimientos estratosféricos, si no aquel que puede dominar sus emociones bajo presiones del mercado.

### **2.3. Principios de inversión.**

Benjamín Graham, durante su desempeño como analista en inversiones en Wall Street, desarrolló principios básicos, que aún tienen validez. Estos principios son los siguientes:

- Una acción no es un simple símbolo en una tabla de cotización; es una participación en la propiedad de un negocio real, con un valor subyacente que no depende de la cotización de la acción.
- El mercado es un péndulo que oscila constantemente entre un optimismo insostenible (que hace que las acciones sean demasiado caras) y un pesimismo injustificado (que hace que las acciones sean demasiado baratas)
- Por mucho cuidado que se ponga, el único riesgo que ningún inversor puede eliminar por completo es el riesgo a equivocarse. Únicamente si se insiste por un alto margen de seguridad, se puede minimizar las probabilidades de cometer un error.

- El secreto del éxito financiero, está dentro de la persona, si se llega a ser un pensador crítico que no acepta ningún hecho del mercado de valores como artículo de fe, y si se invierte con una confianza paciente, se podrá sacar un buen partido de manera sostenida, incluso en los peores periodos bajistas del mercado. Desarrollando la disciplina y el coraje personal, es posible impedir que los cambios de humor de las otras personas rijan del destino financiero personal. Al final, el comportamiento que tienen las inversiones de una persona es mucho menos importante que el comportamiento que tiene esa persona.

Estos principios fueron abordados por numerosos inversores. Con el transcurso del tiempo, se adhirieron nuevas ideas a esta filosofía de inversión, por los mismos seguidores de este estilo. Philip Fisher, fue el primero. Fisher empezó su carrera como analista de títulos financieros en 1928 y vivió el crack de 1929 desde un banco. Fundó una compañía de asesoramiento financiero en inversiones en 1931, en plena debacle estadounidense, y la mantuvo mucho tiempo. Se le conoce, por su libro “Common Stock, Uncommon Profits”, donde detalla su propio sistema de evaluación de empresas.

Fisher, además de analizar el balance de las compañías, evaluaba el desempeño de los gestores de las empresas visitadas. Philip establecía contacto directo con las empresas que evaluaba, proveedores y clientes, para así ir más allá de los informes financieros y entender mejor la calidad del negocio. Fisher ocupaba el método del periodista investigativo, para comprender el proceso productivo de cada empresa

Un segundo aporte fue de John Burr Williams. Doctorado en Harvard en los años 30, John, realizó una tesis, "The theory of investment value", en el cual aportó la noción de que el valor de un activo actual, es decir el valor presente, corresponde a la suma de todos los flujos de caja o cash (ganancias netas), que producirá en el futuro. Es decir, un activo financiero, vale hoy todo lo que puede generar en ganancias netas en el futuro. Pero como el dinero no vale lo mismo mañana que hoy, por que preferimos poseerlo ahora, y es por esto que, si vamos a postergar su uso, exigimos una tasa de interés. Esta tasa del inversionista se descuenta a los flujos de caja proyectado.

Un tercer aporte relevante, lo llevó a cabo Warren Buffet. Buffet trabajó con Benjamín Graham como analista en inversiones, luego se independizó. Buffet, se percató, que no todas las acciones que compraba su jefe, se revalorizaban. Aun así, las pérdidas eran mínimas por lo protegido que estaba Benjamín Graham gracias a su método, pero en ocasiones, los precios se quedaban más o menos fijos durante mucho tiempo, sin que nada ocurriese. En algunos casos, algunas acciones de empresas en las que se invertían quebraban y también sucedía que se vendían acciones cuando su revalorización era de un 50%, lo que no era malo, pero aun así se perdía dinero, ya que seguían revalorizándose.

Buffet en los años 60, se percató que no solo era importante comprar valores con un alto margen de seguridad, sino que también, con una ventaja competitiva. El que las

empresas tuvieran una inigualable ventaja competitiva les permitía, seguir manteniendo su valor económico, incluso aumentándolo. Estas compañías no quebrarían, y se venderían compensados con un aumento del precio de la acción tarde o temprano, y podrían durar en la cartera del inversor durante varios años.

Mientras que Graham, solo se interesaba saber si las empresas tenían la capacidad suficiente de generar beneficios, para así solucionar el problema que genera la caída del precio de la acción, Buffet, en cambio, le interesaba que la calidad del negocio diera garantía a largo plazo, sin perder de vista las enseñanzas fundamentales de Graham, como, por ejemplo; la diferencia entre precio y valor suscitado por la ciclotimia de la bolsa, y el uso del margen de seguridad para proteger el capital. El peligro de no realizar las cosas así, consistía en que uno podía acabar comprando acciones que estaban baratas por que merecían estarlo, es decir porque realmente tales compañías eran nefastas, por lo que la revalorización de estas acciones no se efectuaría. Como Fisher, Buffet pensaba que el valor de un activo podría seguir creciendo en el futuro y que había que conocer muy a fondo el proceso del negocio. John Burr William, dijo que el valor de un activo es la suma de los flujos que puede generar a futuro, con lo que se podía estimar un valor actual o valor intrínseco, pero nunca fijarlo con certeza total. Solo si se tenía una convicción firme en la perdurabilidad de la ventaja competitiva del negocio se podría asumir un crecimiento futuro de las ganancias, y por lo tanto asumir un valor intrínseco positivo.

Años después Buffet junto a su socio Charlie Munger, evolucionaría aún más su enfoque en el valor, aceptando negocios tan buenos y con solidez que incluso pagando por ellos un precio justo, es posible ganar dinero, gracia el rendimiento sostenido que puede generar a largo plazo, derivado de una ventaja competitiva.

Gracias a estos sucesores y discípulos de Benjamín Graham, la escuela de valor ha dado en el último siglo resultados consistentes y exitosos.

#### **2.4. Teorías de relacionadas a la inversión.**

La idea de los mercados eficientes, sostiene que el precio de una acción siempre reflejará toda la información posible sobre la empresa y, por tanto, todas las expectativas sobre ella.

La teoría de mercado eficiente, en síntesis, señala que:

- El mercado está constituido por varios participantes o inversores, y que tienen acceso a la misma información que todos los demás, si alguien dispone información que los otros no tengan, en teoría el mercado sería ineficiente. Además, todos ellos utilizan los mismos modelos de estudios.
- Debido al esfuerzo de estos participantes, la información del mercado se refleja de forma global e inmediata en el precio de cada activo. Y dado que los individuos en

este mercado tenderán instantáneamente a moverse para comprar cualquier activo que esté muy barato o para vender aquellos que estén muy caros, los precios reflejan su valor razonable en términos absolutos como en términos relativos entre ellos.

- Dado que los precios de mercado son una representación fiel del valor intrínseco de cada activo, ningún participante en este mercado podrá identificar aquellos que están baratos y beneficiarse de ello.
- Por lo tanto, los activos se venden a unos precios con los que podremos esperar obtener un rendimiento ajustado al riesgo asumido. Los activos con mayor riesgo deben ofrecer mayores rendimientos para atraer a los compradores. El mercado fijará los precios reflejando esta circunstancia, pero no va darnos nada gratis. Es decir, no habrá incrementos de retornos si no están relacionados (y compensados, por lo tanto) con incremento de riesgo.

La conclusión de estos académicos es que tratar de ganarle a la bolsa es una tarea inútil y que solo es posible por accidente; por tanto, hay que contentarse con comprar un producto que vaya con un índice representativo. Estas teorías se desarrollaron durante los sesenta, con nombres como la teoría de cartera de inversión, propugnada por Harry Markowitz y otros. Simplificándolas, sostenía que el riesgo está determinado por cuanto se mueve un grupo de acciones en una misma dirección, desviándose de la media. Afirmaba que la diversificación era la única protección. Unos 10 años después el profesor Bill Sharpe inventó el Capital Asset Pricing Model, sosteniendo que la relación

entre riesgo y retorno está determinada por el grado de volatilidad, que él llamó beta. Mientras más volátil el precio de una acción, a su juicio, más riesgo tiene. Más tarde, Eugene Fama habló de la teoría de mercados eficientes y afirmó que el precio de una acción refleja toda la información disponible, por tanto, ganarle a la bolsa es imposible, salvo si se siente suerte.

Todas estas teorías han sido contrapuestas por diversos inversores, empezando por Warren Buffett, para quien el riesgo es simplemente la posibilidad de perder tu capital, si compras algo de mala calidad o que cuesta demasiado. La diversificación es buena cuando no se sabe lo que se hace. Andrew Carnegie dijo que las grandes fortunas se hacen poniendo todos los huevos en una sola canasta y vigilando esta. Si uno no tiene tiempo para estudiar lo que compra, puede limitarse en invertir en un índice representativo del mercado, pero batir el mercado o ganarle a la bolsa, es algo que los inversores de la escuela de valor han hecho durante décadas.

## **2.5. Influencia de las emociones al invertir.**

En el corto plazo el mercado normalmente se mueve en función de las emociones y criterios que no tienen nada que ver con fundamentos de una compañía, produciendo desajustes creando sobrevaluaciones o subvaluaciones. Si el riesgo tuviera estuviera relacionado con la volatilidad y no con los fundamentos de la empresa, los inversores de la escuela de valor no habrían podido obtener altos retornos.

La razón por la que el mercado nunca está en equilibrio es porque esta compuestas por diversas decisiones determinadas por diferentes participantes quienes piensan y actúan distinto. Estas diferentes decisiones de inversión, conllevan a un desajuste en el mercado, proceso que se repite permanentemente, y que, otorga oportunidades de inversión con un alto potencial de rentabilidad.

## **2.6. Síntesis**

En este capítulo se expuso el marco teórico, para darle el contexto a la filosofía de inversión en valor, reconociendo sus raíces históricas desde las crisis económicas de 1929. Identificando al personaje principal Benjamín Graham y sus seguidores como Warren Buffet, explicando brevemente los principios en que se fundamenta la filosofía, concluyendo con una comparación con las demás teorías de inversión.

En el próximo capítulo se profundizará en la discrepancia que existe entre la inversión y la especulación.

## **EL MERCADO FINANCIERO.**

### **3.1. Introducción a los mercados financieros.**

Cuando se habla acerca de un mercado, nos referimos al espacio físico o virtual, donde interactúan quienes ofertan y demandan algún tipo de bien o servicio. Cuando se habla de mercados financieros, los instrumentos que se negocian son activos financieros, estos activos pueden ser acciones, bonos o productos derivados.

De esta manera podemos definir a un mercado financiero como un mecanismo que reúne a vendedores y compradores de instrumentos financieros, el cual facilita las transacciones a través de sus sistemas.

#### **3.1.1. Principales características de los mercados financieros.**

- **Conexión.** Pone en contacto a las empresas con los inversores.
- **Seguridad.** Es un mercado organizado con instituciones reguladoras (SVS) que velan por la protección al inversor y la eficiencia de las transacciones.
- **Liquidez.** Permite comprar y vender valores financieros rápidamente a precios que se fijan por la oferta y de la demanda.

- **Transparencia.** A través de sistemas de información electrónica, permite a los inversores contar información veraz y oportuna sobre los valores cotizados sobre empresas emisoras.
- **Indicador.** Sirve como indicador de la evolución de la economía.

### **3.2. Estructura del sistema financiero.**

El sistema financiero en cualquier país está formado principalmente por 5 sectores: el mercado de valores compuesto por los mercados de acciones y de bonos (el cual detallaremos), el sistema de pensiones, el sistema bancario, el sistema de protección (seguros y fianzas) y el sistema no bancario.

La interacción de estos mercados da origen a otros mercados: mercado de dinero, de capitales, de divisas y de derivados.

### **3.3. El mercado de valores o mercado de intermediación directa.**

El mercado de valores está constituido por los mercados primario y secundario, donde empresas y el Estado acuden para financiar sus proyectos y servicios mediante la emisión de acciones y bonos, respectivamente.

En este proceso intervienen los bancos de inversiones, quienes compran las acciones, bonos de empresas y del Estado, para colocarlos a través de la bolsa de valores, en el mercado secundario, donde serán negociados por el público.

### **3.4. Mercado bursátil.**

El mercado bursátil, es un mercado un mercado secundario que se encuentra inserto en el mercado de valores donde se transan instrumentos de renta variable, conocidos como acciones. Como, por ejemplo, la acción de Renault, la que representa una parte del patrimonio de esta empresa.

La bolsa (“stock exchange”) es una organización que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros, atendiendo los mandatos de sus clientes, introduzcan órdenes y realicen negociaciones de compra y venta de valores, como acciones, bono y otro tipo de activos financieros.

En otras palabras, la bolsa es un mercado en donde se compran y venden activos financieros. Una persona natural para poder comprar algún activo financiero, debe contactar algún miembro de la bolsa, quien suele ser un bróker, para que conecte, la orden solicitada de comprar un activo financiero, con otra orden de venta.

### **3.4.1. Las acciones.**

Una acción (“share”), es un título que representa el valor de una de las fracciones iguales en que se divide el capital social de una sociedad.

La acción representa la titularidad, es decir, uno pasa a ser el dueño de una parte del capital o parte de la empresa. El titular de las acciones de una empresa se denomina accionista. Por lo tanto, un accionista es el dueño de una parte de una empresa, representado por acciones.

La rentabilidad de la acción se origina principalmente a partir de un incremento en el precio futuro y los dividendos. Este incremento del precio futuro depende de las expectativas futuras de los beneficios que pueda generar la empresa.

Las acciones, como parte de la titularidad de una compañía, confieren principalmente dos derechos:

- Derechos políticos. Este es el derecho a votar en las juntas para tomar decisiones dentro de la empresa.
- Derechos económicos. Derecho a recibir un porcentaje de la utilidad residual que obtenga la compañía en un periodo.

### 3.4.2. Acciones y empresas.

Cuando una compañía necesita aumentar su capital para poder hacer frente a alguna ampliación de capital, o para llevar acabo nuevos proyectos, o a una inversión en capital fijo, la empresa puede financiarse a través de 3 fuentes; a través del banco, o a través de emisión de bonos o acciones.

La emisión de acciones, permite a las empresas financiarse. Paralelamente al sistema bancario, constituye uno de los circuitos de financiamientos de la economía.

### 3.4.3. Los dividendos.

El dividendo (“dividend”) es la parte del beneficio obtenido por las empresas que se reparte entre los accionistas. El beneficio que obtienen la empresa, no siempre es repartido mediante dividendos. Por ejemplo, un porcentaje del dividendo, puede ser reinvertida en la empresa para crecer. Es por esto que hay que destacar la diferencia entre el beneficio y el dividendo.

Hay varios tipos de dividendos, estos pueden ser:

- En efectivo. Cuando la empresa reparte el beneficio entre sus accionistas.

- En más acciones. Es decir que, en vez de repartir dividendos en efectivo, se reparten más acciones al titular. Esta estrategia se conoce como Scrip dividend.

#### **3.4.4. Métodos de rentabilización.**

Si bien, existen dos métodos de rentabilización. A través de los dividendos y la plusvalía del activo.

La rentabilidad por dividendo se obtiene dividiendo el dividendo por acción entre el precio por acción. Este, se calcula en términos anuales.

$$\text{RPD} = (\text{DIVIDENDO POR ACCION} / \text{PRECIO POR ACCIÓN}) \times 100$$

Cuando la empresa no reparte dividendos, es porque creen que no es la mejor forma de asignar sus recursos. La entidad puede reinvertir las utilidades, o pueden utilizar parte de los beneficios para amortizar las deudas, también pueden recomprar acciones propias, o mejorar sus posiciones en caja.

El segundo método con el que se puede rentabilizar las acciones es a través de la plusvalía. La plusvalía es la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de un activo financiero. La plusvalía puede ser de dos tipos; la realizada, que es cuando se

vende la acción, y la latente la cual se define como aquella ganancia que se podría ganar si se realiza la venta.

$$\text{RENTABILIDAD (\%)} = (\text{PLUSVALIA} / \text{PRECIO DE COMPRA}) \times 100$$

#### **3.4.5. Los índices bursátiles.**

Un índice bursátil (“stock index”) es un indicador que muestra la variación del precio de un conjunto de activos cotizados, que reúnen unas determinadas características. Lo que hace básicamente un índice bursátil es, juntar un determinado grupo de activos financieros cotizados, que tienen una característica común, crear una cartera para mostrar sus variaciones en conjunto.

Existen varios tipos de índices bursátiles.

- Geográficos. Por ejemplo; IBEX 35 de España, DAX en Alemania, NIKKEI en Japón, DOW JONES o STANDAR & POORS 500 de Estados unidos, CAC 40 en Francia, MERVAL en Argentina, BOVESPA en Brasil y el IPSA en Chile.
- Sectoriales. Por ejemplo; acciones del sector biotecnológico, índices de empresas mineras.
- Clases de activos. Ejemplo índice se acciones, de bonos a corto o largo plazo.

La función de los índices bursátiles es de referencia. Ejemplo; en los medios de comunicación, cuando comunican que “la bolsa subió”, quieren decir que subió el índice bursátil, que lo que refleja el comportamiento general de la bolsa. También sirve de referencia para los fondos a para los inversores. Por ejemplo; una persona que haya invertido en acciones y quiere determinar su rendimiento, puede compararlo con el rendimiento del índice de referencia o “benchmark”.

### **3.5. Metodología y perspectiva de análisis.**

Si bien antes de adoptar por un método de inversión, se debe determinar el objetivo principal a la hora de invertir en acciones. En función de la filosofía de inversión en valor, se busca principalmente, batir el mercado, es decir obtener una rentabilidad relativamente mayor que la del índice bursátil. Por ejemplo, un benchmark en Chile vendría ser el IPSA. El conjunto de estas acciones anualmente arroja una rentabilidad ponderada. El inversor en valor, debe tener como meta, estar sobre este porcentaje, ya que, si no se considera capaz de hacerlo, es mejor que invierta en un ETF del IPSA, debido a que el ETF (Echange traded funds) es un fondo cotizado que replica el índice principal del país.

Para afrontar el mercado, o para comprar acciones en el mercado bursátil, tenemos dos opciones. Invertir y por otro lado especular.

Benjamín Graham definió en su libro “El inversor inteligente”, a la inversión como; *“aquella operación que, tras un análisis exhaustivo, promete seguridad para el principal y un adecuado rendimiento”*. Adicionalmente afirmo que *“Las operaciones que no satisfacen estos requisitos son especulativos”*, se debe tener en claro también que todas las inversiones en acciones tienen un mínimo de especulación, ya que no existe ninguna compañía libre de riesgo. Es por esto que se debe conocer que existen empresas más riesgosas que otras.

Por el otro lado encontramos la especulación. Especular es realizar una operación que no satisfacen los requisitos de una inversión, como, por ejemplo, no conocer la empresa en profundidad, es decir no saber a qué se dedica la empresa. Especular, viene respaldado bajo el modelo de análisis técnico.

### **3.5.1. Especulación y análisis técnico.**

El análisis técnico, se enfoca en el estudio de los niveles de precios y volúmenes de transacción de cualquier tipo activo financiero en el pasado (backward looking), con el fin de prever los movimientos futuros de estos. Richard Wyckoff, fue pionero en el uso de esta metodología de análisis, quién consideró el análisis técnico como una herramienta de especulación. Para Wyckoff, especular, es básicamente tomar una decisión basada en probabilidades, apostando a lo más probable. El análisis técnico, se

puede afirmar que es un método de especulación que ofrece herramientas que ayuda a tomar decisiones de inversión

Los supuestos en que se basa el análisis técnico son los siguientes:

- a) El mercado proporciona la mejor información sobre la evolución futura que puede tener el mismo y los respectivos títulos o valores.
- b) El mercado descuenta todas las variables que puedan afectarle, entre ellas las estudiadas a través del análisis técnico.
- c) El mercado ofrece información suficiente para predecir sus tendencias.
- d) Los precios desarrollan determinados movimientos, tendencias y ciclos a través del tiempo.
- e) Lo que sucedió en el pasado ocurrirá en el futuro.

Este tipo de análisis, se basa además en la psicología de las masas. Hoy en día, este método de análisis, se usa primordialmente para monitorear la evolución del mercado respecto a algún activo, dejando de predecir los movimientos. De esta manera, se utilizan herramientas que permitan reconocer tendencias.

Los usos principales de esta metodología son:

- Análisis de la evolución del mercado
- Complemento del análisis fundamental
- Análisis de cambio de tendencias

Analizar los cambios de tendencia es lo principal de análisis técnico. Muchos realizan trading como estrategia de inversión, lo que significa, invertir con la tendencia. La tendencia en el mercado, está entendida como la dirección que siguen las fluctuaciones del precio de las acciones en el tiempo. Determinar la tendencia que prevalece permite encontrar la dirección general del mercado ofreciendo una mejor visibilidad de este. La base general en el comportamiento de las tendencias está contenida en la teoría de Dow.

Los supuestos principales de la teoría clásica de Charles Dow son:

- Las variaciones diarias en los índices bursátiles, toman en consideración el juicio de todos los inversionistas, por lo tanto, descuentan todos los factores que pueden afectar la oferta y la demanda de valores. Estos factores pueden ser, noticias de la evolución de las empresas, indicadores macroeconómicos, factores políticos, estado de ánimos de los inversionistas, etc.
- La evolución futura de las acciones se puede predecir a través del análisis de las líneas de resistencias, soporte, gráficos, volúmenes y canales.

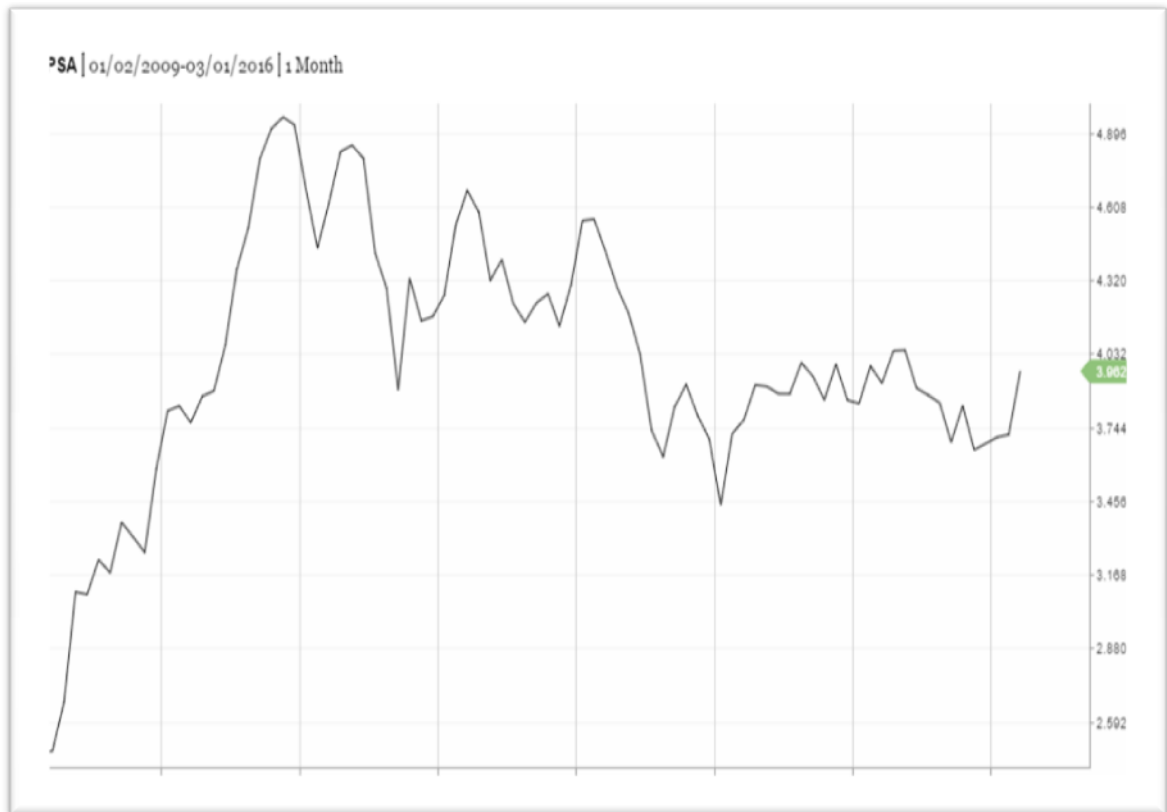
### **3.5.2. Herramientas básicas.**

Para detectar patrones en el mercado, que nos permitan detectar cambios de tendencias, el análisis técnico, utiliza herramientas específicas. Estas pueden ser, indicadores estadísticos, series de tiempo, gráficos, y principalmente, el juicio.

Principalmente las herramientas que más se ocupa son los gráficos, canales, soportes y resistencias.

### **3.5.3. Gráfico lineal.**

Esta muestra el movimiento del precio de cierre del título en cada periodo. El análisis de gráficos es en realidad un estudio del comportamiento humano en el pasado, con la intención de hacer estimaciones sobre cuál será, probablemente, ese comportamiento humano en el futuro, y obtener un rendimiento económico de ello. Un gráfico representa la oferta y demanda sobre un activo. En un gráfico no sólo está el comportamiento de la gente que miran los gráficos, si no el comportamiento de absolutamente todo el mundo que ha operado sobre ese activo en el pasado, incluyendo aquellos inversores que sólo miran los fundamentales.

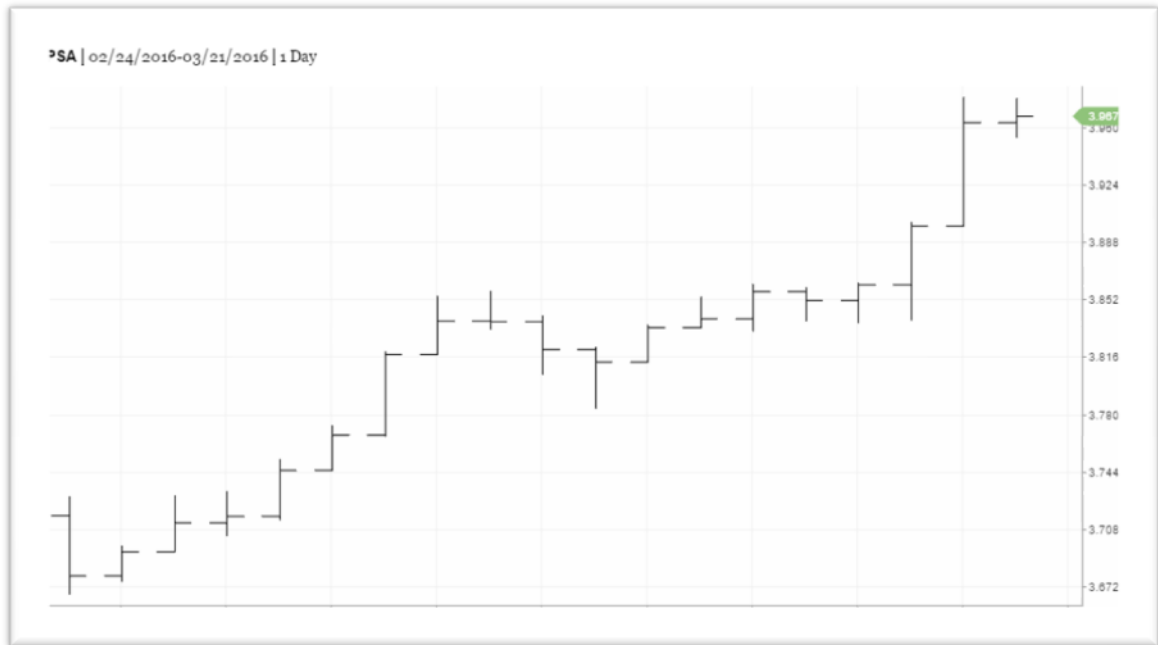


*Figura 1* Gráfico lineal IPSA

<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Analisis-Tecnico.aspx>

#### **3.5.4. Gráfico de barras y velas.**

Estos dos gráficos muestran para cada título los precios más significativos en un periodo determinado: máximo, mínimo, y cierre. Cada sesión, o periodo, es una barra, o una vela japonesa. Un periodo puede ser una sesión, o una semana, un mes, un año, una hora, 30 minutos, etc.



*Figura 2:* Gráfico de Barras IPSA.

<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Analisis-Tecnico.aspx>

Las velas japonesas dan información más clara y rápida de cómo ha sido cada sesión.

También son mejores al indicar dónde podría terminar la caída o subida en la que estemos inmersos en cada momento, para dar paso a una nueva tendencia.











Figura 3: Grafico de Velas IPSA.

<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Analisis-Tecnico.aspx>

### 3.5.5. Relación precio y volumen.

En el análisis técnico es importante el volumen con el que se producen los movimientos. El volumen no se mide en dinero, sino en número de acciones. Porque lo que importa en realidad es el porcentaje del capital social que está siendo negociado en cada momento, y eso se mide con el número de acciones, no con el valor de esas acciones. Un volumen alto o bajo refuerza o debilita cualquier figura del análisis técnico. En general, una figura que se forme con un volumen alto, tiene más probabilidades de desarrollarse tal y

como se espera de ella. Y al revés, si una figura se forma con un volumen relativamente bajo, su fiabilidad es menor, aunque eso no quiere decir que no pueda comportarse tal y como se espera.

	PRECIO	VOLUMEN
COMPRA		
NO COMPRA		
VENDE		
NO VENDE		

*Figura 4:* Gráfico de Volúmenes de transacción.

Elaboración propia.

### 3.5.6. Soporte y resistencia.

Los soportes y resistencias son puntos recurrentes que muestran de forma gráfica los precios en su evolución y que se caracterizan por momentos de presión alcista o bajista.

Generalmente, un soporte es considerado como un punto mínimo o precio mínimo (en un momento dado) en la gráfica de la evolución de precios, y una resistencia es el punto máximo o precio máximo al que puede llegar el precio en un momento determinado.



Figura 5: Gráfico técnico de Velas japonesas.

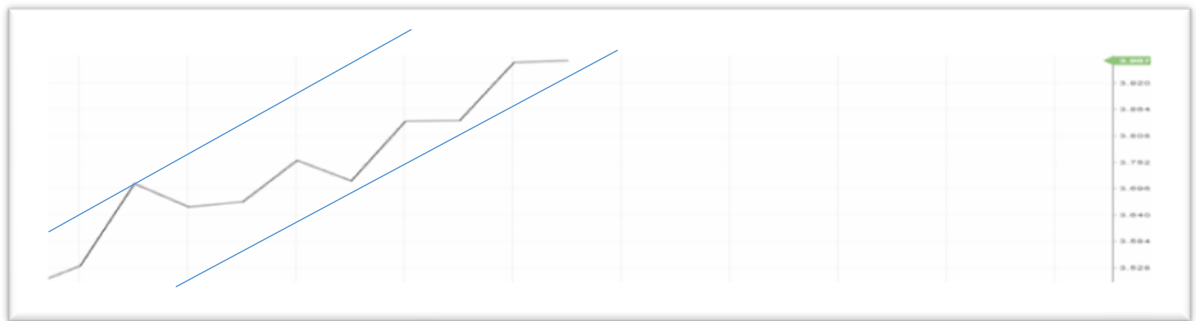
<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Analisis-Tecnico.aspx>

### 3.5.7. Líneas y canales.

Las líneas son empleadas para confirmar la dirección en la que van las tendencias de mercado. Se forman a través del trazado de líneas rectas que unen por lo menos dos puntos mínimos o dos puntos máximos, verificando así, si la tendencia es bajista o alcista, respectivamente. Cabe mencionar que el segundo punto que toca la línea debe ser más alto o más bajo que el anterior. La continuación de la línea permite constatar el trayecto sobre el cual se desplazará el mercado. Mientras más puntos de contacto

muestran tal línea, con respecto al precio, se validarán con mayor fuerza las operaciones de negociación que se estén realizando en el mercado. Cabe mencionar que los puntos de contacto demasiado cercanos entre sí no son útiles para determinar tendencias.

Los canales se forman a partir de las líneas de tendencias, de tal manera que el espacio que forman dos líneas paralelas crea un corredor que puede ser ascendente, descendente o lateral, y por donde se desplazaría el precio del activo analizado. Estas líneas se forman a partir de la unión de los puntos de contacto opuestos de la conexión.



*Figura 6:* Gráfico de canales y líneas IPSA.

<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Analisis-Tecnico.aspx>

### **3.5.8. Desventajas del análisis técnico.**

Existen muchos estudios sobre la técnica de especulación a corto plazo, un estudio llamado “Technical Analysis Around the world”, estudió 49 mercados en diferentes países, y se analizó 5.000 patrones de movimiento pasados de los precios de las acciones, para determinar una predicción que les permitiría saber si estos precios

subirían o bajarían a corto plazo. La conclusión de este estudio es que ninguno de los 5.000 patrones lograba batir el mercado de forma consistente.

Las desventajas de especular a corto plazo, son las comisiones, la tributación y el tiempo empleado.

El mayor gasto de un inversor junto a los impuestos, son las comisiones que cobran los brokers. Esto quiere decir que entre mayores sean nuestras transacciones mayores costos de comisión vamos a incurrir. Es en este aspecto el análisis técnico toma desventajas ya que, un trader o un especulador a corto plazo pueden llegar a operar varias veces por día a corto plazo o en intradía, incurriendo en varios costos de comisión, a diferencia del inversor, quien tiene una visión de largo plazo, suele hacer muy pocas operaciones.

Una segunda desventaja son las tributaciones, en las bolsas chilenas el inversor como también el especulador incurren en impuestos. El primero se lleva a cabo cuando existe una ganancia de capital al vender el activo. En Chile no se aplica el impuesto a las ganancias, siempre y cuando la operación cumpla con los siguientes requisitos:

- Las acciones vendidas fueron emitidas por Sociedades Anónimas Abiertas, están inscritas en el Registro de Valores, y cuentan con presencia bursátil al momento de la operación.

- Tener presencia bursátil significa que estos valores deben registrar transacciones por un monto igual o superior a UF 1.000 durante al menos 25% de los últimos 180 días hábiles bursátiles antes de la fecha que vendiste la acción.
- La venta de las acciones tuvo lugar en una Bolsa de valores chilena o en otra Bolsa autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros o mediante un proceso de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA)
- Las acciones fueron adquiridas en una Bolsa de valores, mediante una OPA, una colocación de acciones de primera emisión, y/o a través de un canje de bonos convertibles en acciones.

Todas las acciones que cotizan en el índice selectivo IPSA (40 con mayor presencia bursátil) no pagan impuesto a la renta, sólo el IGC.

Ahora, cuando las acciones que se compran, no cumple estos requisitos, la persona que venda muchas veces incurrirá en impuestos. En este caso el especulador cae en este costo. A diferencia del inversor que vende pocas veces en un periodo.

Otro costo en que incurre una persona al comprar acciones, es el tiempo. Por un lado, invertir bajo el análisis fundamental, requiere paciencia, analizar las inversiones con calma y revisar las empresas ocasionalmente. Un inversor lo que tiene que hacer, durante el transcurso del tiempo es simplemente esperar a que la empresa gane dinero, para que así la acciones se revalorice. El especulador quién emplea el análisis técnico

también necesita tiempo, para dedicarse a estudiar el comportamiento de los precios de las acciones. Además, muchos traders pasan horas delante de las pantallas del ordenador comprando y vendiendo.

Este análisis, nos permite monitorear nuestras inversiones, determinado si estas se encuentran en una tendencia alcista, bajista, o estacional, y a qué precio cotizan, como también determinar cuál es nivel de volumen de transacción.

### **3.5.9. La inversión y el análisis fundamental.**

“Una acción no es un simple símbolo en una tabla de cotización o un pulso electrónico; es una participación en la propiedad de un negocio real, con un valor subyacente que no depende de la cotización de la acción” Jasón Zweig.<sup>4</sup>

El análisis fundamental, a diferencia del análisis técnico, analiza datos económicos del valor, de la industria o datos económicos agregados del país o región en la que se encuentran los negocios a analizar para así llegar a estimar un “precio objetivo”. Este tienen un horizonte temporal de largo plazo. Se usan métricas basadas en los datos contables, dependiendo del análisis que se haga o del tipo de empresa. El análisis fundamental se divide en Top-down y Bottom-up.

---

<sup>4</sup> Columnista financiero del periódico Wall Street

- El análisis Top-down, realiza el análisis desde “arriba hacia abajo” como su nombre indica. Empieza con un análisis macroeconómico del país o región en que se encuentran las empresas, si los indicadores macroeconómicos son débiles, este país es eliminado de la muestra. Por el contrario, si los datos macroeconómicos son positivos se procede a analizar las industrias del país, obviando pues los sectores menos llamativos y centrándose en los de mayor crecimiento y luego se busca aquellas empresas más rentables dentro de aquellas industrias más rentables, dentro de los países con mejores condiciones macroeconómicas.
- El análisis Bottom-up, hace el proceso inverso, desde “abajo hacia arriba”, parte del análisis de los estados financieros de las empresas, y análisis cuantitativo de la misma. Después se analiza la industria, para comparar la empresa con sus competidores y finalmente se analiza la situación macroeconómica del país y cómo puede afectar a la acción en la que se invertirá.



Figura 7: Representación del análisis top down y buttom up.

Elaboración propia.

La inversión con un enfoque basado en valor en acciones, se concentra principalmente en la empresa. Graham, determinó en uno de sus principios básico que, a la hora de comprar acciones, se debe realizar la compra como si se fuera a comprar el negocio entero. Esto nos lleva a realizar un estudio en función de los fundamentos de la compañía. Dentro de este análisis, el inversor, se enfoca básicamente en los estados financieros o cuentas anuales, indicadores financieros, y por último en la valoración misma. Es por esto que para un inversor le es imprescindible contar con conocimiento de contabilidad y de análisis financiero. Además de este análisis cuantitativo, también se debe realizar un análisis cualitativo de la empresa. El análisis cualitativo se realiza para evaluar su historia, su situación actual y las perspectivas de futuro con el fin de poder tomar decisiones adecuadas en relación con la empresa. Con esto podemos concluir que básicamente la valoración de empresa es la suma de número e historias.

### **3.6. Análisis cualitativo.**

Los elementos cualitativos están relacionados con el “qué hace” la empresa. Por ejemplo, en qué sectores de actividad actúa la empresa.

Una empresa podrá ser más eficiente si actúa en un sector que tenga claras perspectivas de crecimiento y en el que la presión competitiva no sea muy fuerte.

Para evaluar la marcha del sector y sus perspectivas conviene tener información sobre ventas en unidades físicas y monetarias, evolución de los competidores, cuota del mercado, etc.

- Barreras de entradas.
- Mercados geográficos en los que actúa la empresa.
- Productos y servicios que ofrece la empresa:
- Plan estratégico.
- Dependencias.
- Poder de negociación con clientes, proveedores, bancos, empleados.
- Ventajas competitivas.

### **3.7. Aspectos operativos de la empresa.**

Nos estamos refiriendo básicamente a temas tales como procesos, clientes y finanzas, como los que siguen:

- Procesos.
- Clientes.
- Finanzas.

### **3.7.1. Análisis cuantitativo.**

Este análisis se basa en el estudio de los fundamentos de las empresas. Es decir, se analiza los estados resultados de la entidad para determinar la situación económica financiera en la actualidad, para luego proyectar flujos futuros de “cash” o dinero. Las normas internacionales de información financiera establecen las cuentas anuales que deben presentar las entidades, para suministrar información al público en general, para que uno pueda comparar entre empresas y también para evaluar el desempeño de una compañía en distintos periodos. Los estados financieros son el resultado de todas las transacciones individuales contabilizadas durante un periodo determinado. Puede decirse que son el producto final de la función contable. Dan a los usuarios interesados la oportunidad de ver en un resumen claro que está pasando en la empresa. Para conocer una empresa hay que ser capaz de leer y comprender los siguientes estados:

- Balance general o estado de situación financiera.
- Estado de pérdidas y ganancias.
- Estado de cambio en el patrimonio
- Estado de flujo de efectivo
- Notas a los estados financieros.

Todos estos componentes deben contener la información correspondiente a dos años comparativos.

## **Balance general.**

El análisis del balance se utiliza para evaluar la situación patrimonial y financiera de la empresa. El balance de situación, es un estado contable que recoge los bienes, derechos y obligaciones de una empresa, así como las aportaciones de los socios. Es un documento que informa de la situación patrimonial de la empresa. El balance consta de tres partes:

- Activos: bienes (inmuebles, máquinas, existencias) y derechos (deudas de clientes, saldos en cuentas bancarias).
- Pasivo: deudas con terceros (préstamos bancarios, deudas con proveedores, impuestos pendientes de pago.), que pueden ser a corto plazo (con vencimiento hasta un año) o a largo plazo (con vencimiento a más de un año).
- Patrimonio neto: es la diferencia entre el activo y el pasivo. Incluye las aportaciones de los socios (capital social) entre otros conceptos que se exponen a lo largo del capítulo. También se denomina fondos propios o recursos propios.

<b>Activos</b>	<b>31/03/2015</b>	<b>31/12/2014</b>	<b>Variación</b>	<b>Variación</b>
	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>\$</b>	<b>%</b>
Activos Corrientes	260.819.327	276.412.353	-15.593.026	-5,6%
Activos Fijos	77.599.287	79.171.968	-1.572.681	-2,0%
Otros Activos	105.522.544	104.276.409	1.246.135	1,2%
<b>Total Activos</b>	<b>443.941.158</b>	<b>459.860.730</b>	<b>-15.919.572</b>	<b>-3,5%</b>

<b>Pasivos</b>	<b>31/03/2015</b>	<b>31/12/2014</b>	<b>Variación</b>	<b>Variación</b>
	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>\$</b>	<b>%</b>
Pasivos Corrientes	299.157.091	315.174.682	-16.017.591	-5,1%
Pasivos No Corrientes	68.278.329	69.962.895	-1.684.566	-2,4%
Participaciones Minoritarias	5.154.151	5.068.468	85.683	1,7%
Patrimonio Neto	71.351.587	69.654.685	1.696.902	2,4%
<b>Total Pasivos</b>	<b>443.941.158</b>	<b>459.860.730</b>	<b>-15.919.572</b>	<b>-3,5%</b>

*Tabla 1:* Estado de situación económica de Farmacias Ahumadas período 2014-2015.

<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=FASA#horizontalTabRI3>

El activo representa en qué ha invertido la empresa; y el pasivo y patrimonio neto representan de dónde han salido los fondos para financiar estas inversiones.

### **Estado de resultado.**

En el Estado de Resultados del Período se debe presentar todos los ingresos y todos los gastos realizados. Su objetivo es medir el desempeño de la empresa durante el período.

El Estado de Resultados del Período es particularmente importante para dos grupos de personas: los dueños y la sociedad. En efecto, los dueños a través de este estado financiero conocen las ganancias del período y los ciudadanos conocen cuánto impuesto a la renta pagará la empresa y que corresponde a la contribución que hace la empresa al bienestar de la sociedad.

Ingresos	178 260
– Costo de ventas	<u>128 307</u>
<b>Utilidad bruta</b>	<b>49 953</b>
– Gastos de administración y venta	25 871
– Gastos de distribución	13 239
Total gastos de operación	<u>39 110</u>
<b>Utilidad de operación</b>	<b>10 843</b>
– Otros gastos, neto	<u>6 672</u>
<b>Utilidad de operación después de otros gastos, neto</b>	<b>4 171</b>
– Resultado integral de financiamiento:	15 627
– Participación en asociadas	<u>524</u>
<b>Pérdida antes de impuestos a la utilidad</b>	<b>(11 980)</b>
– Impuestos a la utilidad	<u>4 509</u>
<b>Utilidad (pérdida) neta consolidada</b>	<b>(16 489)</b>

Tabla 2 Ejemplo de balance general.

<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=FASA#horizontalTabRI3>

### Estado de flujo de efectivo.

El estado de flujos de efectivo (EFE) es un estado contable que informa del saldo y de las variaciones de tesorería, clasificando los movimientos por actividades. El EFE

permite mostrar la capacidad de generar efectivo que tiene la empresa. Para entender el funcionamiento del EFE se clasifican las actividades de la empresa de la siguiente manera:

- Actividades de explotación.
- Actividades de inversión.
- Actividades de financiación.

El estado de flujos de efectivo informa no solo de las actividades de explotación sino también de las actividades de inversión y financiación, con lo que aporta una información más completa sobre la capacidad de generación de efectivo y sobre las necesidades de liquidez.

FLUJO DIRECTO	31/03/2015	31/03/2014	Variación	Variación
	M \$	M \$	M \$	%
Cobros Procedentes de las Ventas de Bienes y Prestación de Servicios.	27.127.423	234.783.332	36.434.091	15,5%
Pagos a Proveedores por el Suministro de Bienes y servicios	-25.124.762	-201.130.445	-50.110.317	24,9%
Pagos a y por Cuenta de los Empleados	-22.891.374	-20.974.818	-1916.556	9,1%
Intereses Pagados	-396.276	-360.855	-35.421	9,8%
Impuestos a las Ganancias reembolsados y (Pagados)	-3.266.887	-4.396.043	129.156	-25,7%
Otras Entradas (Salidas) de Efectivo	-90.716	-464.208	373.492	-80,5%
<b>Flujos de Efectivo Netos de la Operación</b>	<b>-6.668.592</b>	<b>7.456.963</b>	<b>-14.125.555</b>	<b>-189,4%</b>
Compra de Propiedades, Planta y Equipos	-1595.813	-2.500.521	904.708	-36,2%
Compra de Activos Intangibles	-550.704	-260.430	-290.274	111,5%
<b>Flujos de Efectivos Netos de Inversión</b>	<b>-2.146.517</b>	<b>-2.760.951</b>	<b>614.434</b>	<b>-22,3%</b>
Importes Netos Procedentes de Préstamos	8.038.393	7.886.479	151.914	1,9%
Pagos de Préstamos	-8.238.558	-9.301.874	1063.316	-11,4%
Pagos pasivos por Arrendamiento Financieros	-145.075	-153.268	8.193	-5,3%
<b>Flujos de Efectivo Netos de Financiación</b>	<b>-345.240</b>	<b>-1.568.663</b>	<b>1.223.423</b>	<b>-78,0%</b>
Efecto de la Variación en la Tasa de Cambio	93.350	956.742	-863.392	-90,2%
<b>Incremento (Disminución) Neto de Efectivo y Equivalente de Efectivo</b>	<b>-9.066.999</b>	<b>4.084.091</b>	<b>-13.151.090</b>	<b>-322,0%</b>
Efectivo y Equivalente de Efectivo al Principio del Período	44.199.408	30.653.040	13.546.368	44,2%
Efectivo y Equivalentes al Efectivo al Final del Período	35.132.409	34.737.131	395.278	1,1%

Tabla 3: Estado de flujo de efectivo FASA.

<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=FASA#horizontalTabRI3>

### Estado de cambio en el patrimonio.

Es un estado financiero básico que además de mostrar los cambios en el patrimonio de los inversionistas, proporciona información para elaborar el estado de situación financiera o balance general. El objetivo de este estado financiero es mostrar los cambios en la inversión de los accionistas de la empresa, es decir, lo que se denomina capital contable.

### **Notas explicativas.**

Las notas a los estados financieros son parte integrante de éstos y con ellas se pretende explicar con detalle algunos aspectos específicos que afectan ciertas partidas dentro de los estados financieros. Las notas deben presentarse en forma clara, ordenada y referenciada para facilitar su identificación.

Luego de conocer los estados resultados, se puede abordar un análisis de los datos utilizando indicadores financieros para poder darle interpretación a los números y saber la situación o salud financiera, como también la rentabilidad de la entidad.

### **3.7. Compatibilidad del análisis técnico y el análisis fundamental.**

Algunos inversores intentan compatibilizar el análisis técnico con el fundamental o inversión en valor. Primero se debe diferenciar dos supuestas compatibilidades:

- Análisis fundamental apoyado en el análisis técnico.
- Análisis técnico apoyado en el análisis fundamental.

### **3.8. Análisis técnico para inversores.**

Esta compatibilidad no es recomendable para invertir, a no ser que quiera especular. En primer lugar, el análisis técnico se basa en tendencias, como, por ejemplo, el precio de las acciones de Enersis empieza a caer. Esto al minuto muestra en los gráficos una tendencia bajista, que obliga al especulador a vender. El inversor como política, si se trata de una buena empresa, aprovecha tal oportunidad para comprar acciones.

Segundo, la inversión es incompatible con el uso de los stop-loss. Los stop-loss es una orden automatizada de venta, que cuando el precio de una acción cae a un determinado límite. El inversor al percatarse de una caída, debería comprar como se mencionó recién, lo que un stop-loss impide realizar.

Simplemente un especulador no podría compatibilizar con el análisis fundamental en el sentido estricto de sus principios.

### **3.8.1. Análisis fundamental para especuladores.**

Al contrario de lo mencionado anteriormente, los especuladores o traders sí pueden beneficiarse del análisis fundamental. El especulador podrá elegir compañías con buenos fundamentos, y así podrá minimizar el riesgo.

### **3.9. Síntesis**

En este capítulo se determinó que es un mercado financiero y, específicamente se detalló la diferencia abismante entre invertir y especular para comprar acciones.

En el próximo capítulo se enfatizará en el riesgo y el concepto de margen de seguridad para las personas que invierten basado en valor.

## **RIESGO Y MARGEN DE SEGURIDAD**

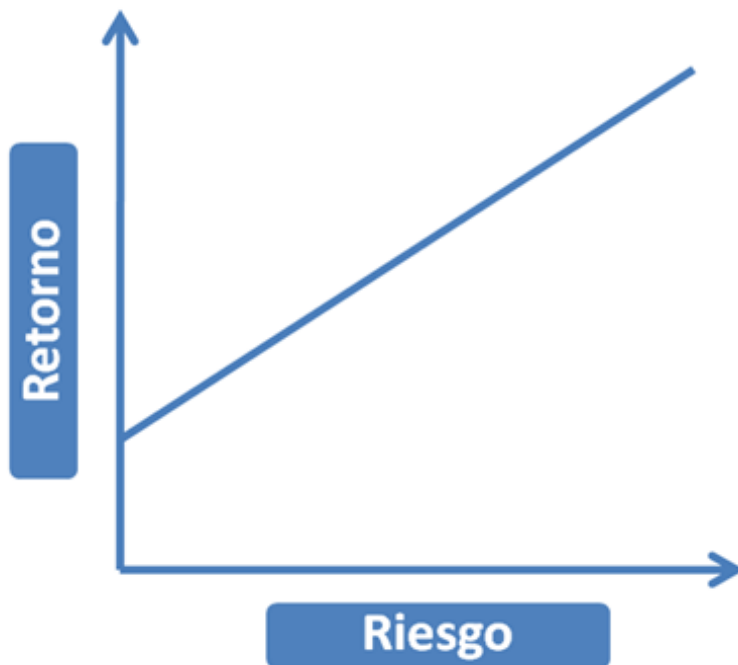
“Por mucho cuidado que se ponga, el único riesgo que ningún inversor puede eliminar por completo es el riesgo a equivocarse. Únicamente si se insiste en lo que Graham denominó el <<margen de seguridad>>, no pagar nunca un precio excesivo, por interesante que pueda parecer una inversión, se pueden minimizar las probabilidades de cometer un error”. Una nota sobre Benjamín Graham por Jasón Zweig.

A la hora de invertir en cualquier tipo de activo, hay dos factores que debemos tener en cuenta. Por un lado, está la rentabilidad esperada, que es un factor que prácticamente todo el mundo tiene en cuenta a la hora de adquirir cualquier producto de inversión. Por otro lado, se encuentra el riesgo.

Invertir implica someterse al futuro, lo que es algo incierto que nadie conoce. Es por esto que el riesgo es fundamental. Una de las razones por la que el riesgo es fundamental en el proceso de inversión, es por la aversión de cada persona. Una segunda razón, que justifica la importancia del riesgo en el proceso de inversión, es su relación con el rendimiento esperado. Además de determinar la aversión al riesgo, también se debe determinar el rendimiento esperado que ofrece el activo compensado por un nivel riesgo determinado.

#### 4.1. Línea del mercado de capitales.

La línea de mercado de capitales, explica cómo se comporta un activo en función a su rentabilidad esperada y su nivel de riesgo. si el nivel de riesgo de un activo es alto, este tiene que compensarlo con una rentabilidad esperada mayor que otro activos menos riesgos.



*Figura 8:* Riesgo- Retorno.

Elaboración propia.

Este grafico muestra la relación positiva entre estos dos factores. Erróneamente se podría concluir que para obtener mayor rentabilidad, simplemente deberá incurri en mayor riesgo. Si esto fuera cierto, las acciones riesgosas no serían riesgosas. La mejor

forma de entender este binomio, es que, a mayor riesgo conlleve un activo financiero mayor será la probabilidad de generar alto retornos como de no generar nada, como también de perderlo todo.

## **4.2. Concepciones de riesgo.**

Antes de analizar el riesgo, es necesario analizar diferentes concepciones de riesgo.

El riesgo es un factor esencial a tener en cuenta a la hora de invertir. No obstante, su interpretación es relativa. Definir el riesgo es una tarea importante, este tiene sinónimos como, peligro, contratiempo, amenaza, dificultad.

### **4.2.1. Volatilidad**

En teoría de portafolio, el riesgo se mide en función de la dispersión de datos. Cuando los datos son escenarios posibles, se entiende que, mientras más disperso sean los escenarios posibles, más volátil será el precio del activo y su variación será más alta, lo que lo hace más inestable, por lo tanto, más riesgoso. La volatilidad recoge el concepto de incertidumbre o la falta de fiabilidad, ya que, a mayor dispersión de los datos mayor serán los escenarios posibles respecto al esperado.

La medida de riesgo que utilizan en este caso, es la desviación estándar o varianza. La varianza es un valor esperado en función de su retorno esperado y el riesgo o dispersión del activo. Este valor se eleva al cuadrado para obtener un dato más puro que da como resultado la desviación estándar.

La dispersión o el riesgo que puede tener un activo se puede compensar con la de otro activo, creando una cartera. En teoría, al combinar dos o más activos con una correlación -1, se logra diversificar el portafolio y a eliminar en un gran porcentaje el riesgo específico de la empresa. Aun así, el riesgo independiente de la empresa, denominado riesgo sistemático, como la evolución de la economía, no se pueden controlar ni eliminar.



Figura 9: Ejemplo de volatilidad, IPSA.

<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/detalleindicesbursatiles.aspx?indice=IPSA>

#### **4.2.2. La tendencia bajista.**

En trading, la tendencia bajista es uno de los principales indicadores de riesgo. Un mercado bearish, es aquel mercado que tiene una tendencia hacia a la baja, es decir un mercado en donde los precios de cotización se desploman. En este mercado, los traders consideran que es riesgoso invertir, y lo único que se puede hacer es vender, los activos antes que no valgan nada.



*Figura 10:* Representación de un mercado Bearish.

<http://www.cobizmag.com/Business-Insights/Why-you-dont-need-to-fear-a-bear-market/>

#### **4.2.3. La incertidumbre.**

La incertidumbre a veces implica riesgo, pero no siempre. Esta concepción hace referencia, a la probabilidad de que uno pueda generar beneficios o perderlos todos, siempre existe una probabilidad de 50-50. Es decir, que la incertidumbre está en función de un camino aleatorio.

#### **4.3. Riesgo para la inversión basado en valor.**

Seth Klarman define el riesgo como “la probabilidad de pérdida de capital permanente” que afrontamos al invertir en un activo. Es decir, simplemente, perder dinero en una inversión.

El riesgo bajo esta perspectiva, tiene dos componentes, el riesgo intrínseco del activo y el de la inversión.

##### **4.3.1. Riesgo intrínseco.**

Dependerá de lo que le sucede a la empresa en la que hemos invertido. el riesgo intrínseco, se constituye por el riesgo del negocio y el financiero. El riesgo de del negocio es el específico de la empresa, aquí se encuentra el riesgo de la estrategia de la empresa, del producto, y riesgo operacional. El riesgo financiero, se traduce en los siguientes riesgos; de liquidez o de fondeo (posibilidad de sufrir pérdida por no poder liquidar un activo a un valor justo o razonable), de crédito (capacidad de un deudor de

no pagar su deuda) y de mercado (volatilidad de los precios, tasas, moneda y commodities)

Ejemplo, si se compra una acción de Nike, y sus productos pasan de moda. También que los proveedores suban los precios a Nike, lo que provocaría una disminución en las utilidades. Otro ejemplo, vendría ser que ingresaran nuevos competidores al sector de Nike.

#### **4.3.2. Riesgo de la inversión.**

Este riesgo dependerá del precio que paguemos, ya que, bajo esta particular perspectiva de inversión, cualquier inversión puede ser buena o mala dependiendo del precio. A menor precio, menor riesgo para un mismo activo.

Ejemplo, si la acción de Farmacias Ahumadas cotiza a \$1000 y la acción de Fallabela cotiza \$5000. Esta diferencia no implica que la primera esté más barata que la segunda, ya que no se determina de tal forma. Para determinar si una acción está en condiciones para ser comprada se debe en primer lugar determinar su valor económico, luego se compara con el precio spot de la acción y si, el valor económico es mayor que el precio de cotización, será una buena inversión.

#### **4.4. El binomio rentabilidad-riesgo.**

El modelo de riesgo-recompensa clásico muestra una relación positiva entre la rentabilidad y el riesgo. Es decir, a mayor riesgo asumido, la rentabilidad esperada es mayor. Como también a menor riesgo asumido menor rentabilidad se puede esperar al invertir en un activo. Esto tiene sentido y es cierto en muchos casos, pero no siempre en la inversión en bolsa.

La inversión basada en valor, el riesgo está relacionado con el precio que pagamos por un activo, y la rentabilidad, está relacionada también con el precio que pagamos por un activo. Es decir, al comprar un activo a menor precio posible, menor riesgo estaremos asumiendo de equivocación y de perder capital y mayor será la rentabilidad esperada.

Ejemplo si la una acción de Enerisis a \$800 y después está a \$600 sabiendo que su valor intrínseco es de \$1500, la rentabilidad que se puede esperar al comprarla a \$600 es mayor que al comprarla por \$800. Asimismo, el riesgo de perder capital

Esto vendría ser una base fundamental de la inversión en valor, y además muestra la importancia de pagar un precio bajo al comprar acciones.

Un segundo ejemplo es, que si se compra una acción de Cencosud por \$1000 y según el estudio exhaustivo de la entidad, esta tiene un valor intrínseco estimado de \$2000. Esto

nos lleva a concluir que la inversión tiene un potencial de rentabilidad esperada del 100%, y el riesgo de este activo es que valga menos de \$1000, es vendría la perdida de capital. Por otro lado, si se compra esta misma acción por \$500, la rentabilidad potencial esperada sería de 300%, y el riesgo sería que valiera menos de \$500.

Como se puede concluir existe en la inversión en valor un binomio rentabilidad-riesgo invertido, que quiere decir que mientras menor sea el precio que paguemos por una acción mayor es su potencial de rentabilidad esperada y menor será el riesgo de equivocarnos y de que siga cayendo el precio y por ende menor probabilidad tiene la empresa de cotizar aún más bajo de tal precio.

#### **4.5. Margen de seguridad.**

El margen de seguridad es uno de los conceptos básicos dentro de la inversión en valor. Podemos definir el margen de seguridad como la diferencia entre el precio de un activo y su valor intrínseco.

Por lo tanto, cuanto menor sea el precio de un activo financiero, mayor será su margen de seguridad, siempre que su valor intrínseco no varié. Entonces lo que se busca con esta margen es determinar cuando comprar una acción subvaluada, y venderla cuando el precio con el valor converja, o cuando el precio este sobre el valor intrínseco.

El margen de seguridad nos protege de diversos factores, como, por ejemplo, el riesgo intrínseco de la empresa: eventos inesperados dentro de la empresa, cambios en el sector industrial, crisis económicas, errores y, el riesgo de inversión: de análisis y valorización que realicemos sobre la compañía. Además, a mayor margen de seguridad, mayor rentabilidad potencial esperada.

La fórmula para determinar el margen de seguridad es la siguiente:

### **MARGEN DE SEGURIDAD**

$$1 - (\text{PRECIO POR ACCIÓN/VALOR INTRINSECO})$$

Ejemplo, si la acción de Hites, cotiza a \$2000 por acción, y su valor intrínseco estimado es de \$4000 por acción. La ecuación sería de la siguiente forma.

$$1 - (\$2000/\$4000) = 50\%$$

El margen de seguridad en unidad monetaria sería el resultado de la diferencia entre \$4000 y \$2000, que sería \$2000. Y si, se aprecia en porcentaje, el margen de seguridad es de un 50%. Se puede apreciar que es un concepto muy simple pero importante a la hora de invertir.

Se recomienda buscar un margen mínimo de seguridad del 20%, adhiriéndole un margen individual.

#### **4.6. ¿Cuándo comprar? Orientación.**

La inversión en valor consiste en comprar acciones por debajo de su valor intrínseco con un margen de seguridad adecuado.

Por lo tanto, compraremos cuando la diferencia entre el valor intrínseco y el margen de seguridad sea mayor que el precio de cotización de la empresa.

El margen de seguridad requerido dependerá del riesgo y del coste de oportunidad. Por ejemplo, si las empresas están expuestas a mayores riesgos y si son más difíciles de analizar, se les exigirá un mayor margen de seguridad. O si existen otros activos que ofrezcan mejores rentabilidades, el margen de seguridad también aumenta.

Ejemplo. Tras un análisis, se logró estimar el valor de las acciones de Aguas Andinas, a un valor de \$2000. Y además se le exige un margen de seguridad del 25%. Por lo tanto, la acción se compraría cuando el precio de la acción en el mercado esté cotizando a \$1500 pesos.

#### **4.6.1. Consideraciones antes de comprar.**

Es necesario un análisis profundo de la compañía. Es decir, hay que determinar cuánto gana la compañía, a que se dedica, estudio del equipo gestor. Básicamente, se realiza en esta etapa el estudio exhaustivo de la empresa, donde se analiza los aspectos cualitativos y los cuantitativos de la entidad.

Debemos analizar el coste de oportunidad. Es decir, se debe analizar el costo de la inversión de los recursos disponibles (tiempo o dinero), en una oportunidad económica, a costa de la mejor inversión alternativa disponible. En pocas palabras, se debe tener en cuenta el costo de lo que dejamos de ganar por invertir en otros activos.

Debemos tener en cuenta si aumenta o disminuye el riesgo de la cartera.

- Riesgo de la compañía.
- Riesgo de la inversión.

Debemos tener en cuenta los costos de cambio en la cartera, al comprar y vender.

- Comisiones de compraventa.
- Impuesto o tributación.

#### **4.7. ¿Cuándo vender? Razones para vender.**

“Comprar títulos, acciones de empresas, tomar unas pastillas para dormir durante 20/30 años y cuando una despierta: ¡voila!, eres millonario.”

André Kostolany<sup>5</sup>.

“Nuestro plazo de tiempo favorito para mantener una acción es para siempre”

Warren Buffet.<sup>6</sup>

Además de saber cuándo comprar, también es importante saber cuándo vender una acción. Lo ideal es comprar acciones que no tengamos que vender nunca, que tengan buena rentabilidad, con gran posicionamiento en el mercado y con grande y estables ventajas competitivas, como, por ejemplo, Coca Cola.

No obstante, es muy difícil encontrar empresas que podamos mantener en cartera para siempre. Pero lo ideal es venderlas, la interrogante es cuándo.

En muchas ocasiones, tendremos que afrontar la venta de acciones por diversas razones:

---

<sup>5</sup>Especulador y experto en bolsa reconocido mundialmente.

<sup>6</sup> Inversor y empresario estadounidense. Es considerado uno de los más grandes inversores en el mundo, además de ser el mayor accionista y director ejecutivo de Berkshire Hathaway.

- Cotización por encima de su valor intrínseco. Es decir que la empresa ya no tenga mucho potencial de revalorización.
- Existencia de mejores oportunidades de inversión. Aunque esta sea buena inversión, puede llegar un momento en que existan nuevas inversiones, en las que se pueda invertir.
- Ajustes en la cartera de inversión, en función de la diversificación. Puede que una acciones re revalorice y con esas revalorización comprar más acciones de otras empresas para reducir el riesgo.
- Aumento del riesgo en la empresa. Es decir, si la empresa sigue con buenas rentabilidades, pero su riesgo aumenta demasiado, se tenderá a vender la acción.
- Necesidades personales. Necesidad de liquidez.

#### **4.7.1. Cotización por encima del valor intrínseco.**

El mercado puede estar deprimido durante algún tiempo, pero suele acabar recuperando la cordura.

Las acciones suelen acabar alcanzando su valor o incluso superándolo.

Esta es la causa de venta más habitual, cuando la acción pase de estar infravalorada a sobrevalorada.

#### **4.8. Mejores oportunidades de inversión.**

En ocasiones, vender una compañía que cotice a un precio inferior a su valor intrínseco puede ser una buena idea.

Esto sucede cuando existen inversiones que nos ofrezcan un mayor potencial.

Ejemplo, vender una acción infravalorada a un 20% para comprar una infravalorada a un 50%.

En el ejemplo se pone se manifiesta el costo de oportunidad. ¿Por qué se vende un activo infravalorado?, porque se tiene una oportunidad mejor, por lo que el costo de mantener la acción infravalorada, por un 20% es no tener el dinero en la inversión que ofrece mayor potencial de rentabilidad.

#### **4.9. Ajustes en la cartera de inversión.**

En el caso en el que una empresa se haya revalorizado bastante, es posible que ocupe un gran porcentaje de nuestra cartera de inversión.

Puede ser aconsejable reducir nuestra posición relativa en esta empresa para aumentar nuestra diversificación.

Ejemplo, se invierte 2 acciones con el mismo potencial y riesgo, y cada una tiene un peso en la cartera de 10% y 2% respectivamente. El ajuste sería de otorgarle un peso a cada una del 6%, diversificando la cartera aún más.

#### **4.9.1. Aumento del riesgo en la empresa.**

Puede ser que el factor determinante que nos indique cuando vender acciones esté relacionado con el aumento del riesgo intrínseco de la empresa.

Este aumento del riesgo puede hacer que la empresa ya no resulte atractiva dependiendo de nuestro perfil como inversores.

Esto dependerá de la aversión al riesgo del inversor.

#### **4.9.2. Necesidades personales.**

Este es el motivo menos recomendable para vender las acciones.

Lo más habitual es que las épocas de necesidades coincidan con periodos en los que las acciones cotizan a precios por debajo de su valor intrínseco.

Por ejemplo, a comienzo de la crisis actual, donde el mercado de valores, sustentaba acciones fantásticas a precios infravalorados.

Por esta razón, se recomienda invertir solo el dinero que no se va a necesitar a medio o largo plazo y tener un fondo de emergencia.

#### **4.10. Diversificación.**

La diversificación es el método más simple y efectivo para evitar la concentración del riesgo en una cartera de inversión.

La diversificación consiste en la inversión de nuestro patrimonio en diferentes activos. En esta primera parte de la definición podemos hacer referencia a la vieja frase de “no colocar todos los huevos en la misma canas”, para así no correr el riesgo de perder todos los huevos sí llegase a caer la bandeja. Luego, la diversificación exige, que la rentabilidad de estos distintos activos no esté correlacionada.

##### **4.10.1. Ventajas de la diversificación.**

La principal ventaja de la diversificación es que evita la concentración del riesgo, reduciéndola. Cada vez que se invierte en empresa, o compra acciones de alguna entidad, se corre el riesgo, de que el funcionamiento de la empresa empeore, o cualquier otro riesgo intrínseco, o también que nuestro análisis sea erróneo (riesgo de inversión). Si se aplica la diversificación, y se invierte entre 10 o 15 empresas, y dos o tres no rinden positivamente, al principio no dañará la cartera a nuestra rentabilidad. Por el contrario, si invertimos en un par de empresas y una de ellas tiene un bajo rendimiento, la cartera sufrirá pérdidas.

Además de reducir el riesgo, es un método simple y efectivo, siempre y cuando se compren empresas que no tengan rendimiento correlacionado.

#### **4.10.2. Inconvenientes de la diversificación.**

La diversificación implica dejar de invertir en nuestras mejores ideas, para invertir en ideas no tan buenas, lo que puede dañar nuestra rentabilidad. Es decir que al buscar más entidades con rentabilidades opuestas o no correlacionadas, para reducir el riesgo, se pierde lo principal de la inversión, que es buscar mayor rentabilidad. Es por esto que es recomendable no diversificar demasiado.

Además, la diversificación tiene un coste de tiempo. En el sentido, que, al querer diversificar en muchas compañías, tardaría mucho uno en analizarlas y controlarlas todas, al contrario, si son 5 o 3.

#### **4.10.3. Las 6 dimensiones de la diversificación.**

A la hora de diversificar, deberemos saber, en primer lugar, cómo hacerlo de forma correcta.

##### **Diversificación empresarial.**

La diversificación empresarial es la más básica. Se basa en diversificar nuestras inversiones en acciones de diferentes empresas.

##### **Diversificación sectorial.**

**La diversificación sectorial se basa en diversificar nuestras inversiones con respecto a su sector productivo.**

##### **Diversificación geográfica.**

La diversificación geográfica se basa en diversificar nuestras inversiones con respecto al país en el que tienen su sede o en el que las empresas obtienen sus ingresos.

Como, por ejemplo, comprar empresas multinacionales cotizadas en países con seguridad jurídica es una buena forma de diversificar geográficamente.

### **Diversificación de activos.**

La diversificación de activos se basa en diversificar nuestras inversiones con respecto al tipo de activos de inversión que forman parte de nuestro patrimonio.

Es decir, que no es necesario comprar solo activos de empresas, sino que también se puede diversificar otros activos financieros, como de renta fija o simplemente otros activos como inmuebles.

### **Diversificación temporal.**

La diversificación temporal se basa en diversificar nuestras inversiones con respecto al momento en la que se realizan.

Esta diversificación es en función de los ciclos económicos en que está pasando las empresas.

### **Diversificación personal.**

La diversificación personal se basa en diversificar nuestras inversiones con respecto a nuestras fuentes de ingreso personales.

En concreto, es recomendable no concentrar nuestras inversiones en la empresa o sector en el que trabaja.

#### **4.10.4. ¿Cuánto diversificar? Orientación.**

Si bien, diversificar conlleva un costo y es por esto que se recomienda diversificar en base a la experiencia que uno lleva invirtiendo.

Para aquellos novatos en inversiones, se les recomendaría invertir en unas 25 empresas, para que el riesgo intrínseco y de inversión al principio sea reducido por la diversificación.

Los inversores, con una experiencia intermedia se recomienda entre 15 y 20 empresas, y por último para los avanzados se recomienda invertir entre 10 a 15 empresas.

Esto se debe tomar como una orientación. Ya que nunca se debe diversificar por diversificar, y solo se debe aplicar en empresas que han analizado y que tengan potencial.

#### **4.11. Plazo de inversión u horizonte de inversión.**

La inversión en valor, es un método de inversión a largo plazo. Para este método de inversión se considera como largo plazo un tiempo mínimo de 5 años, aun así otros consideran que 3 años es un mínimo, pero lo recomendable son 5 años. Esto no quiere decir que no se pueda o deba vender antes, ya que la venta va a depender de que tan racional se comporta el mercado.

#### **4.12. Síntesis.**

En este capítulo se determinó las concepciones del término riesgo, y como los inversores basados en valor lo aprecian. Se abordó el concepto de margen de seguridad, el cual, es esencial para disminuir el riesgo de perder capital, por último, se determinó el concepto diversificación y como poder aplicarlo básicamente.

## **EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO.**

“El mercado es un péndulo que oscila constantemente entre un optimismo insostenible, que hace que las acciones sean demasiado caras, y un pesimismo injustificado, que hace que las acciones coticen a precios bajos. El inversor inteligente es un realista que vende a optimistas y compra a pesimistas”

Jason Zweig.<sup>7</sup>

La mayor parte de las ocasiones el mercado determina los precios de la mayoría de las acciones con una destacable brillantez. Millones de compradores y de vendedores regateando precios son capaces de conseguir unas valoraciones empresariales destacablemente exactas, en promedio. Sin embargo, en ocasiones, no se consigue un precio ajustado, ocasionalmente, el resultado es un precio tremendamente desajustado. Es por esta razón que es de importancia determinar el valor intrínseco de una acción, y diferenciar entre el termino precio de una acción y el valor de una acción.

### **5.1. Valor intrínseco.**

El valor intrínseco es un concepto clave dentro de la inversión en valor. La primera persona que definió el término “valor intrínseco”, fue Benjamín Graham. Graham definió este término como:

---

<sup>7</sup> El inversor inteligente. Una nota sobre Benjamín Graham por Jason Zweig. Página 13

*“El valor que se justifica por los hechos, como activos beneficios, dividendos o perspectivas”<sup>8</sup>*

Graham también sostenía que el factor más importante a la hora de determinar el valor intrínseco es el potencial para generar beneficios a futuros.

Por lo tanto, el valor intrínseco o económico se calcula en base a; activos, utilidades, dividendos y las proyecciones.

#### **5.1.1. Importancia del valor intrínseco.**

El cálculo del valor intrínseco es la parte más importante de la inversión en valor. La relación entre el valor intrínseco y el precio de una acción determinará:

- ¿Qué acciones o empresas comprar?
- ¿Cuándo comprar?
- ¿Cuánto comprar?
- ¿Cuándo vender?

---

<sup>8</sup> Security analysis. Benjamin Graham - David L. Dodd. Página 92.

“El cálculo del valor intrínseco, no es algo simple. El valor intrínseco es más una estimación que una cifra precisa. Dos personas analizando lo mismo datos llegarán a una cifra de valor intrínseco como mínimo ligeramente diferente”.<sup>9</sup>

Warren Buffet.

### **5.1.2. Diferencia entre el valor y precio.**

El valor de una compañía dista del precio, ya que cada elemento está determinando por factores diferentes.

El valor intrínseco, en primer lugar, es subjetivo. Es decir que dependerá de la persona que lo valore. Esto se debe a las diferentes formas de valorizar una empresa en función a los distintos factores que cada inversor considera relevante.

En segundo lugar, el valor, es desconocido. Es decir, que nadie los puede calcular de forma exacta, solo se puede estimar.

Otra característica es que el valor, es de baja volatilidad. La volatilidad del valor es más constante en comparación al precio de cotización de la entidad, que a varia cada minuto. Y por último el valor se ve afectado por factores fundamentales, es decir; por sus utilidades, por sus ventajas competitivas, por sus dividendos, o su patrimonio.

---

<sup>9</sup> Warren Buffet. Presidente de Berkshire Hathaway.

A diferencia del valor, el precio es objetivo y conocido, es decir, que se puede saber en cada momento, y por esto, todos pueden saberlo.

El precio además es volátil. El precio varía minuto a minuto. Esta variación se viene dada por factores fundamentales de la empresa, psicológicos, y de oferta y demanda. Los factores fundamentales, es la razón más racional, ya que, debido a sus activos, dividendos, o utilidades, la empresa será mayormente demanda. Los factores psicológicos, son básicamente las emociones que llevan a alguien a vender o a comprar, por ejemplo, las personas que compra y vende acciones bajo pánico, suelen vender, provocando una caída abrupta del precio. Lo mismo sucede con la euforia, la gente bajo esta emoción colectiva, compra acciones, provocando un aumento de los precios de cotización.

## **5.2. Introducción a la alegoría del Sr. Mercado.**

La alegoría creada por Benjamín Graham en su libro “El inversor Inteligente” para explicar el comportamiento de la bolsa.

La bolsa es un mercado muy volátil y por esta razón es necesario comprender la imagen del Sr. Mercado que ofrecía Graham, que probablemente, es la mejor personificación para explicar por qué en algunas ocasiones el precio de las acciones llega a ser tan injustificado.

Graham utilizó una alegoría en la que convierte al mercado financiero en una persona con problemas psicológico que afecta su estabilidad emocional.

La alegoría de Señor Mercado nos ayuda a responder a preguntas básicas que todo inversor debe hacerse:

- ¿Por qué oscila la bolsa?
- ¿Cómo debemos comportarnos ante estos movimientos bruscos en las cotizaciones?

### **5.3. El Señor Mercado.**

El señor mercado, es un inversor, accionista de muchas empresas, que compra y vende acciones a diario.

Este, sufre un trastorno bipolar, también conocido como psicosis maniaco – depresiva. Esta enfermedad tiene como consecuencia que tenga cambios bruscos de humor que afectan a su forma de negociar con sus acciones.

Unos días se despierta muy contento y optimista, por lo que compra acciones a precios muy alto, mientras que en otros se muestra depresivo y pesimista, vendiendo a sus acciones a precios muy bajos.

A largo plazo siempre tiene algún periodo en que vuelve a la normalidad y acaba entrando en razón.

La misión del inversor inteligente es sacar provecho de estos cambios de humor.

“Los inversores inteligentes no miran al mercado como un guía sobre qué deben hacer, si no como un creador de oportunidades”.

Benjamín Graham<sup>10</sup>

“Se cauteloso cuando los demás son codiciosos y se codiciosos cuando los demás son cautelosos”

Warren Buffet<sup>11</sup>

#### **5.4. La eficiencia de los mercados.**

En la década de los 60 nació una nueva teoría financiera y de inversiones, un cuerpo de conocimiento conocido como el “Chicago School”, debido a sus orígenes de la Universidad de Chicago, de Estados Unidos. Estas teorías incluían conceptos que finalmente fueron básicos en todo lo que se refiere a las inversiones; aversión al riesgo, volatilidad, definiciones de riesgo, rendimiento ajustado al riesgo, riesgo sistemático y riesgo no sistemático, alfa, beta, las hipótesis sobre la aleatoriedad, teoría del mercado

---

<sup>10</sup> Benjamín Graham, “El inversor inteligente”, pagina 239.

<sup>11</sup> Warren Buffet, presidente de Berkshire Hataway.

eficiente. Este último concepto (teoría de los mercados eficientes) ha tenido una gran influencia en el campo de la inversión desde los primeros años en que formulados.

Maurice Kendal estudió los patrones de comportamiento de las acciones. Kendall, empezó suponiendo que los precios de las acciones de una determinada entidad, deberían reflejar las perspectivas de beneficios, el impacto de los ciclos económicos y toda aquella información que pudiera ser relevante para dicha compañía. Luego de varios estudios, concluyo que los precios parecen seguir un cierto patrón aleatorio, por el hecho de que suben y bajan sin tener en cuenta ninguna pauta anterior. Por lo tanto, Kendall matizó la diferencia entre aleatoria e irracional. Así, estableció que el comportamiento aparentemente aleatorio de los precios de las acciones significa que el mercado es eficiente, por tanto, funciona correctamente. Por el contrario, que el mercado sea irracional, significa que el mercado no es eficiente.

Si los precios son determinados de forma racional y solo la nueva información, provocara que estos cambien, estaremos entonces en un mercado eficiente, es decir que el comportamiento es aleatorio. Por el contrario, si los precios de las acciones fuera predecibles y estos no se reflejaran en el mercado, es decir si el precio de cotización no es igual al precio teórico o valor intrínseco, diríamos que el mercado es ineficiente, ya que las acciones no descontarían toda la información existente en el mercado.

#### **5.4.1. Formas de eficiencia del mercado en función de la información disponible.**

La eficiencia de los mercados se puede clasificar en función del nivel de información disponible y su impacto en las cotizaciones de las acciones.

Existen 3 niveles de eficiencia de los mercados. Estos fueron presentados en 1967 por Harry V. Roberts<sup>12</sup>; débil, semifuerte, fuerte.

##### **Hipótesis débil.**

Los precios incorporan la información que se deriva de la evolución histórica de las cotizaciones y volúmenes de negociación. Por lo tanto, analizando las pautas seguidas por las cotizaciones en el pasado, no se puede adivinar ninguna regla que permita obtener beneficios extraordinarios

Esta hipótesis implica o asume que las series históricas de las acciones, son públicas y no tienen ningún costo. Por lo tanto, todos los inversores tendrán, los mismos datos. Si los analistas han aprendido a detectar comportamientos futuros de las acciones estudiando las series históricas, cualquier signo que determine un comportamiento u otro será inmediatamente detectado por éstos, y el precio de la acción automáticamente

---

<sup>12</sup> Profesor de la universidad de Chicago, Estados Unidos.

aumentará o disminuirá en función del comportamiento pasado. Es un concepto cercano al utilizado por el análisis técnico.

### **Hipótesis semi-fuerte.**

Los precios incorporan toda la información pública disponible. Es decir, los precios no incluyen solo la información pasada (la que hace referencia a los volúmenes y precio) sino también la información actual pública, como los resultados obtenidos, los dividendos a pagar, en resumen, la referente a sus fundamentos (utilidades, activos, dividendos, etc.). Éste es el concepto cercano al utilizado por el Análisis fundamental.

### **Hipótesis fuerte.**

Los precios incorporan toda la información referente a una empresa, incluso la no pública o privilegiada. Esta hipótesis va más allá de las demás y asume que existen inversores que utilizan información privada de su empresa para obtener beneficios adicionales.

#### **5.4.2. Consecuencias de la eficiencia del mercado en el Análisis fundamental.**

El análisis fundamental se basa en comparar el valor actual de una acción con el valor actualizado de los pagos que recibirá el poseedor de la acción. Si el valor actualizado es mayor que el actual, se recomendará comprar la acción, y a la inversa.

La persona que basa sus predicciones en el análisis fundamental, normalmente estudia la evolución de la acción y sus balances. Luego incorpora el efecto de diversas variables, como los dividendos futuros, la calidad de los directores, el potencial de crecimiento del sector, los tipos de interés, etc. Como resultado y según la hipótesis semi-fuerte, como toda información es pública tanto y la pasada como la futura, las cotizaciones deberían reflejar el precio teórico de la acción.

Según esta conclusión, las personas que basan sus esfuerzos en predecir el precio de una acción mediante este análisis fundamental están malgastando sus esfuerzos, porque según la hipótesis semifuerte los precios ya reflejan toda la información existente en el mercado. Es decir que la persona que ocupa este análisis está perdiendo el tiempo, analizando empresas. Esta persona solo encontrará oportunidades de beneficios cuando detecte no solo buenas empresas, si no que sea sean mejores de lo que piensan los demás analistas. En otras palabras, solo hay potenciales beneficios si la metodología utilizada en el análisis es mejor que el de los demás inversores. Es por este motivo que el análisis fundamental entraña bastante dificultad.

### **5.4.3. Consecuencias de la eficiencia del mercado en el Análisis técnico.**

Si bien, el análisis técnico se centra en el estudio de patrones que pueden existir en las cotizaciones de los activos financieros las personas que centren sus previsiones en este método de análisis reconocen que las noticias referentes a una empresa tienen efectos sobre estas, pero no se basan en ellas, sino que sus análisis se concentran en el estudio de las series históricas.

Para obtener beneficios, el analista técnico se basa en que las cotizaciones de las acciones responden lentamente a cambios en los factores fundamentales de estas acciones y lo hacen siguiendo un patrón predefinido. Es decir, los precios se acercan a su valor intrínseco lentamente y mediante un patrón predefinido.

El objetivo es encontrar el cambio de tendencia y actuar rápidamente ya que, al no ser instantánea la respuesta en la cotización, el analista técnico puede actuar durante el corto periodo.

Siguiendo la hipótesis débil, si los analistas técnicos predicen las cotizaciones en función de las series históricas de precios y volúmenes, los precios de las acciones ya reflejarán el valor teórico porque todos los inversores disponen de la misma información. Entonces no existiría un periodo de ajuste por que todos los inversores detectarían el mismo cambio de tendencia y hasta no llegar al precio objetivo nadie

querría vender las acciones, en el caso de que la tendencia fuese alcista o comprarlas en el caso contrario.

Por lo tanto, según la hipótesis débil, los analistas técnicos estarán perdiendo el tiempo.

#### **5.4.4. Gestión activa y gestión pasiva.**

Cuando se está gestionando un fondo de inversión, principalmente, existen dos tipos de gestión; activa y pasiva. En la gestión pasiva, se elabora una cartera bien diversificada y se mantiene durante un cierto tiempo. En cambio, la gestión activa, como su propio nombre lo indica, intenta buscar en todo momento oportunidades de beneficios entre los activos financieros existentes en el mercado, actúa activamente en la gestión.

La gestión pasiva se basa en el cumplimiento de la hipótesis fuerte, es decir, que las cotizaciones de los activos reflejan su valor teórico. Siguiendo esta creencia, los esfuerzos de la gestión activa son infructuosos porque todas las cotizaciones ya reflejaran los precios teóricos. Para los gestores pasivos, lo único que se podría realizar, es comprar una cartera con activos indexados al IPSA, como, por ejemplo.

En este caso los precios se adecuarían a su precio teórico, las personas que generan este movimiento serían los que llevan una gestión activa. La incorporación de nueva información en sus predicciones les daría un precio teórico distinto al que actualmente

tienen, obteniendo así un posible beneficio. Esta oportunidad que se ofrece acercaría la cotización a su nuevo precio teórico o valor intrínseco

Como conclusión, desde el punto de vista de la hipótesis de eficiencia de mercado en sus tres niveles, los inversores que siguen una gestión activa serán los únicos que pueden obtener una oportunidad de beneficio extra. Esta oportunidad será cuando la cotización no refleje el nuevo precio teórico, resultado de incorporar la nueva información a la predicción.

Aun así, se discute, que la gestión activa solo debe ser cuando se invierte una gran cantidad de dinero, ya que la pequeña ganancia que pueda obtener justificará el tiempo empleado en el estudio de los precios teóricos. Por el contrario, las inversiones con poco dinero no tendrán incentivos al llevar a cabo una gestión activa, aunque el porcentaje de ganancia sea el mismo que el que gestiona gran cantidad de dinero, ya que en términos absolutos no justificará el tiempo destinado.

#### **5.4.5. Ineficiencia del mercado.**

El término ineficiencia se ha usado como contrapunto a la creencia de que los inversores no pueden batir el mercado. Un mercado ineficiente, es aquel proclive a cometer errores de los que nos podemos aprovechar, pero la pregunta es ¿Dónde vienen los errores?

En resumen, la teoría de los mercados eficientes se sustenta de lo siguiente:

- Hay una gran cantidad de inversores que trabajan duro.
- Son todos inteligentes, diligentes, objetivos, están motivados y cuentan con buenos recursos.
- Todos tienen acceso a la información disponible y tienen más o menos el mismo acceso a esta.
- Todos están dispuestos a comprar, vender sobre cualquier activo.

Por estas razones, la teoría dice que toda la información que está disponible será incluida de forma progresiva y eficiente en los precios de cada activo, eliminando cualquier discrepancia que pudiera surgir sobre el precio y el valor.

Pero tampoco se puede asegurar que los precios del mercado siempre son correctos. A los humanos no se nos puede considerar ordenadores. Lo habitual es que la mayoría de las personas esté influenciada por la avaricia, el miedo, la envidia, y otras emociones que hacen que la objetividad sea imposible de alcanzar y dejan la puerta abierta a que se pueda producir errores significativos.

Un mercado ineficiente desde el punto de vista que recoge Howard Marks<sup>13</sup>, se ve afectado por las siguientes características:

- Los precios de mercado son erróneos, debido a que el acceso de información y el consiguiente análisis, son imperfectos, los precios que se fija el mercado están sobrevaluados o subvaluados.
- El retorno ajustado por el riesgo que ofrece una determinada clase de activos puede estar muy alejado del que debería ser en comparación a otras clases de activos.
- Algunas personas obtienen de manera sistemática retornos encima del resto, por la existencia de discrepancia significativa entre el precio y el valor intrínseco o por las habilidades, perspicacia y el acceso a la información de los distintos inversores.

Los mercados ineficientes, no necesariamente dan sus participantes unos retornos por encima de los demás, si no que crea la posibilidad a través de los errores de fijación de precios, a encontrar grandes oportunidades de inversión.

#### **5.4.6. Ineficiencia del mercado a base de otras características.**

Las características de un mercado eficiente son:

- **Transparencia**

---

<sup>13</sup> Presidente y Co-Fundador de Oaktree Capital Management, una firma de inversión. Licenciado en finanzas y MBA de la universidad de Chicago

- Amplitud
- Flexible
- Libre
- Estable
- Profundo

Las razones que pueden explicar que un cierto mercado no sea eficiente:

- Existencia de impuesto y comisiones por la transmisión o posesión de activos financieros.
- Falta de transparencia por parte de empresas, lo cual implica que no esté disponible toda la información los partícipes.
- Posibilidad de existencia de inversores con fuerza suficiente para provocar movimientos en los precios.

### **5.5. Emociones que manejan al mercado.**

La ineficiencia del mercado, nos otorga grandes oportunidades para invertir. Los errores de las fijaciones de precio se deben meramente a los errores de los agentes económicos. Los agentes económicos, son personas o grupos de personas quienes se dedican a realizar actividades económicas, en este caso invertir. Los agentes son susceptibles a emociones y a su subconsciente. Muchos tienen la capacidad intelectual para analizar

datos, pero solo unos pocos son capaces de profundizar y resistir el magnetismo y las influencias del subconsciente o las emociones.

El mercado no es eficiente por que lo componen agentes económicos como los bancos de inversión, corredoras de bolsa, es decir por personas las cuales son de comportamiento altamente irracional. Y estos agentes no basan sus decisiones en aspecto puramente racionales, si no que la gran mayoría de las veces, esta decisión se ve influenciada por las emociones, como la avaricia, el miedo, el pánico, los rumores, o recomendaciones sin fundamentos.

La primera emoción que socava a los inversores es el deseo de ganar dinero, especialmente cuando se transforma en codicia. Si bien, no hay nada de malo en intentar ganar dinero, de hecho, el deseo de ganar dinero es fundamental para el funcionamiento de los mercados y de la economía en general. El problema suscita solo cuando este deseo se torna a codicia.

Este factor psicológico se define como el consumismo desmesurado, y especialmente reprobable, encaminado en obtener riqueza o provecho.

Este nos lleva a seguir el rebaño en búsqueda de algún beneficio. La codicia es suficientemente fuerte para anular el sentido común, la aversión al riesgo, la prudencia, la cautela, la lógica, la memoria sobre las lecciones del pasado, el miedo y de cualquier

otro factor que mantenga a los inversores alejados de los problemas. El miedo es un sentimiento de preocupación desmesurado que impide a los inversores tomar decisiones constructivas en los momentos en los que deberían hacerlo.

Un tercer factor, es la tendencia de los inversores de olvidar los hechos históricos. Olvidar las lecciones del pasado con facilidad, nos lleva a cometer errores. La historia del comportamiento humano en el mundo financiero juega un papel importante y fundamental.

El cuarto factor psicológico es la tendencia de los inversores a rendirse en la opinión del conceso en vez de resistirse. Este facto hace referencia a la mentalidad rebaño, el cual no lleva a dejar de lado nuestra independencia y escepticismo, su innata aversión al riesgo y sean capaces de creerse cosas que no tienen sentido.

El quinto factor que nos lleva a cometer errores y que repercuten en los precios de fijación de las acciones, es la envidia. Las personas pueden ser muy felices cuando se aíslan del resto y ser totalmente desdichadas cuando se comparan con otros que tienen más éxito. En el mundo de las inversiones hay mucha gente a la que se le hace muy duro permanecer entada como otros obtienen mejores resultados.

El sexto factor es la influencia del ego. El ego puede hacer que mantener la objetividad y el rigor sea una tarea muy complicada, especialmente en escenarios como los siguientes:

- Cuando las evaluaciones de los rendimientos de las inversiones se realizan en función del corto plazo.
- Cuando se quiere tomar mayores riesgos cuando las cosas van bien.
- La intencionalidad de querer ser reconocido.

Un segundo factor psicológico a considerar es el miedo. Este factor no significa aversión al riesgo, sino que denota un exceso.

Todos estos factores provocan que el precio y el valor difieran, y generan un mercado donde existan las ineficiencias donde los precios fijados sean erróneos. Gracias a esto, es donde podemos extraer las mejores oportunidades de inversión.

#### **5.6. Pensamiento de segundo nivel.**

“El secreto financiero está dentro de la persona. Si llega a ser un pensador crítico que no acepta ningún hecho del mercado como artículo de fe, y si se invierte con una confianza paciente, se podrá sacar buen partido de manera sostenida, incluso en los peores periodos bajistas del mercado. Desarrollando la disciplina y el coraje cualquier es

posible impedir que los cambios de humor de las otras personas rijan el destino financiero personal.”

Jason Zweig<sup>14</sup>

Cualquier persona puede conseguir una rentabilidad media, comprando en un fondo indexado, obteniendo la rentabilidad del mercado. Ahora para sobresalir de la media, se tiene que estar sobre la rentabilidad del mercado.

Para obtener una rentabilidad por encima del mercado, se necesita buena suerte o entender las cosas mejor que los demás. Como la suerte no es algo en lo que uno pueda trabajar, la única opción que hay es entender las cosas mejor que otro. Para poder entender mejor las cosas que los demás Howard Marks<sup>15</sup> determina que se necesita de un pensamiento perspicaz en las inversiones, un “pensamiento de segundo nivel.”

El pensamiento de segundo nivel es un nivel superior de comprensión, intuición, sentido de lo que valen las cosas, y también de psicología para conseguir resultados por encima del promedio del mercado.

---

<sup>14</sup> El inversor inteligente, una nota sobre Benjamín Graham por Jason Zweig.

<sup>15</sup> Presidente de Oaktree Capital Management.

Si bien los demás inversores seguramente son inteligentes, bien informados, y tengan acceso a la última tecnología, por lo que la única manera de poder diferenciarnos es en función del pensamiento de segundo nivel.

El pensamiento de segundo nivel busca algo en lo que no hayan pensado los demás, busca aspectos que se hayan pasado por alto o información que no disponga el resto. La persona debe reaccionar de manera diferente y comportarse de forma diferente.

Un pensamiento de primer nivel es simplicista y superficial, y es algo que todo el mundo puede hacer. Estos usualmente se conforman con una opinión futura de las empresas y de sus proyecciones positivas, lo que se traduce en un aumento del precio de la acción de la compañía. El pensamiento de segundo nivel es más profundo, complejo y arduo. Por lo tanto, mientras los pensadores de primero nivel se enfocan en las proyecciones favorables de la compañía de la empresa, lo que se traduce en un alza en su cotización, los pensadores de segundo nivel buscan proyecciones favorables, escenarios futuros posibles, probabilidad de certeza, analiza la opinión del consenso buscando el punto de discrepancia, etc.

En síntesis, el pensamiento de segundo nivel, vendría ser el alfa o la habilidad que el inversor tiene para agregar valor en la inversión y estar sobre la rentabilidad absolutos o relativa del mercado.

## **5.7. Síntesis.**

En este último capítulo se expone la irracionalidad de los mercados financieros, y su personificación como una persona maniaco depresivo. Además, se determina la teoría de la eficiencia de los mercados financieros a corto y largo plazo. Y por últimos se explica cómo las emociones de los agentes económicos repercuten en el mercado y como uno debe actuar en función de estas emociones que producen cambios drásticos en el mercado.

## **Conclusión**

Una filosofía de inversión, se constituye a base del conjunto de ideas de diferentes fuentes en el transcurso del tiempo. Una filosofía no podría construirse si no fuera por todas las lecciones que los inversores han aprendido. Este aprendizaje hace a los inversores más experimentados, lo a través del tiempo permite mejorar el juicio para tomar mejores decisiones de inversión.

Luego de que muchos inversores experimentaran la catástrofe financiera de 1929, producto de la alta especulación que hubo en el mercado financiero, se asentaron para poder meditar y aprender de los errores cometidos. Es así como Benjamin Graham dio a conocer el análisis fundamental de empresas. Este análisis se enfoca en la información cuantitativa del negocio, como, por ejemplo, los estados financieros, los dividendos. Este académico de la Universidad de Columbia, economista y analista de inversiones de Wallstreet, dio a luz a lo que hoy se conoce como la inversión en valor. Graham mezclando su magnífica facultad intelectual con un notable sentido común y una gran experiencia, creó principios fundamentales para invertir en acciones. El primer principio es invertir en acciones como si se fuera a comprar el 100% de esta, por lo que la hay que enfocarse en los fundamentos de la empresa, más allá de ver la acción como un simple papel. Aquí radica la diferencia entre el análisis técnico con el análisis fundamental. El primero analiza el movimiento histórico de los precios de una acción, para llegar a predecir el movimiento futuro de esta. Por el contrario, el análisis fundamental, estudia

la empresa desde adentro, valorizando sus activos, y pasivos. El equipo gestor, la ventaja competitiva, la industria, todo esto para estimar un valor. El segundo principio se basa básicamente en entender que el mercado es un péndulo insostenible que de vez en cuando sobrevalora y subvalora los activos. El tercer principio, es sobre el margen de seguridad, el cual es, comprar bajo del valor económico del negocio más un porcentaje, lo que no lleva a no pagar un precio excesivo por el activo. El margen de seguridad ayuda a reducir el riesgo de perder dinero y reducir el riesgo a cometer errores en la inversión. Otro principio de esta filosofía de inversión, vendría ser la psicología del inversor. El inversor debe ser un pensador crítico, deben tener confianza y ser paciente. Este no debe dejarse llevar por las condiciones del mercado, ni por las opiniones de los demás. A estos principios se le suma más tarde otra. Esta es que las empresas en las cuales se piensa invertir, deben tener una ventaja competitiva, ya que está generara un crecimiento en los beneficios futuros y del valor intrínseco también. Esta última fue implementada por Warren Buffet adhiriendo al análisis cuantitativo de Graham un análisis cualitativo.

El atractivo de la inversión en valor se debe a la aparente sencillez del proceso. Analizar los fundamentos cualitativos como cuantitativos del negocio, para llegar a estimar un valor objetivo o intrínseco, de esta. Luego, esperar pacientemente que el mercado subvalore el negocio, para comprar la acción debajo de su valor intrínseco y con un buen margen de seguridad, esperando que, con el tiempo, que el precio converja a su valor.

El proceso de inversión en valor, demanda más actitud que de conocimiento técnicos para lograr buenos retornos. Específicamente la independencia al tomar la decisión de inversión, ya que, muchos inversores se ven influenciados negativamente por el comportamiento del mercado. Las variaciones continuas del mercado generan en lo inversores diversos sentimientos, como, por ejemplo, miedo, codicia, seguridad, que nos llevan a actuar en función de ellos y cometer errores al invertir. Es por esto que el mismo humano, torna un proceso tan sencillo en uno complejo. Howard Marks, identifico el pensamiento de segundo nivel, como la alternativa para estar sobre los demás inversores, y ser más acertero al tomar decisiones de inversión. El pensamiento de segundo nivel es complejo. Este pensamiento consta en tener una visión y opinión respecto de lo que valen las cosas que no sean las del consenso del mercado, y esta debe ser correcta, algo que no es fácil.

La inversión en valor ha sido ejecutada por una variedad de inversores, quienes a largo plazo han demostrado estar sobre la rentabilidad que el mercado ha obtenido, dando la validez a esta estrategia de inversión. Últimamente los mercados han sido muy volátiles por lo que muchos fondos han estado debajo del benchmark. Al conocer esta filosofía, se podrá optar por aquellos fondos que inviertan en valor a largo plazo, y lo más probable que sus ahorros serán bien gestionados.

## Bibliografía

Dood., B. G. (Edición 2014). *Security Analisis*. Barcelona, España.: Edicion Deusto.

Dorsey, P. (2016). *El pequeño libro que genera riqueza*. España: Edición Desuto.

E., E. C. (2010). *Mercado de capitales*. México: Perason Educación.

Fisher, P. A. (2009). *Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios*. Barcelona, España: Deusto.

Graham, B. (2009). *El Inversor Inteligente*. Barcelona, España: Edición Deusto.

LLosa, A. V. (2012). *Principes del valor*. Mexico: DEBATE.

Lynch, P. (2015). *Un paso por delante por Wall Street*. España: Deusto.

Maks, H. (2013). *Lo mas importante para invertir con sentido común*. Marid, España: Profit.