

Renato Di Lorenzo

GANAR EN BOLSA
Todo lo que sirve para invertir con
profesionalidad, seguridad y autonomía



Madrid - Buenos Aires - México DF - Bogotá

INTRODUCCIÓN

Los afortunados libros sobre la práctica de las finanzas que he escrito para *Il Sole 24 Ore*, son ya más de una decena y el programa que he seguido ha tenido como objetivo el de tratar —de forma comprensible— todo lo que hoy se sabe sobre el tema. No solo lo que se sabe: cada vez un poco más, derivado de mis propias observaciones y experiencias y de lo que he logrado elaborar de forma conceptual. Creo que el tema predominante de todos los libros es también el de enseñaros el coraje, coraje de operar sin dejarse condicionar y sobre todo sin confiar vuestra fortuna a personas, como subraya el gran Peter Lynch, que en definitiva tienen vuestros mismos talentos.

Sin embargo, se me pedía también un recorrido *completo pero no exhaustivo*, es decir, un libro que recogiera *todos* los capítulos fundamentales de los que está compuesta esta materia inmensa, de forma que cualquiera pueda comprender las actitudes básicas que se deben adoptar en cada uno de los temas que se tratan. El objetivo es conseguir no cometer por ignorancia algún error técnico de fondo, cosa que, en los mercados, se paga siempre muy caro. El razonamiento de quien me hacía esta petición era más o menos así: «Quien después quiera adoptar un particular estilo de *trading* —es decir, instrumentos específicos— porque concuerde más con su personalidad, podrá dirigirse a uno de los diez (más o menos) textos específicos que has escrito».

Pero, ¿podría escribir una simple recopilación de capítulos tratados en otros libros? Claro que no.

Mis lectores saben que esta es una materia candente y que cualquiera que haga *trading* está en una búsqueda continua de ideas nuevas, de

ampliaciones, de nuevos estímulos y, por lo tanto, esperan de cada una de mis nuevas publicaciones conocer estos nuevos estímulos para empezar a experimentarlos inmediatamente.

Así, este libro responde a la exigencia de aportar la visión completa mencionada más arriba, así como a la exigencia de informar sobre nuevos enfoques e instrumentos, sin abandonar nunca sin embargo el lenguaje respetuoso con la comprensión del lector.

He dedicado también una gran atención a responder a las preguntas que más os asaltan cuando pensáis en la práctica del *trading*, como por ejemplo: *¿es mejor hacer muchas pequeñas operaciones o buscar el gran golpe de suerte?*, y otras similares.

Hemos pensado que un gran paso adelante para conseguir la operatividad inmediata de este texto sería poner a disposición del lector todas las “hojas de trabajo” Excel™ usadas para la confección de este libro, solicitándolas al autor al correo rdlea@libero.it. Así, en dicho texto hay fórmulas que no se pueden eliminar, pero no es necesario perder demasiado tiempo meditando porque introduciendo en la hoja de trabajo los números que nos interesan, tendremos el resultado directamente sin demasiados problemas formales.

¿Qué más puedo añadir? Nada que no haya dicho ya y que cada día es más cierto: todos los que hacemos *trading* cultivamos nuestro sueño particular, el de jugar nuestra partida libres de condicionamientos de ninguna clase, *solos contra el mercado*. Si llevamos las riendas de nuestra fortuna, no podremos quejarnos de nadie porque ninguno nos habrá impuesto ni sus elecciones ni sus instrumentos. De esta manera, vaya bien o vaya mal, tendremos la absoluta certeza de haber hecho solo y únicamente lo que nuestro talento podía permitirnos.

Atención en todo caso, porque entre los talentos para gastar está también, y sobre todo, la constancia.

Habrán momentos malos, sin duda, pero es cierto que saldrá ganador de ellos —en mayor o menor medida— solo quien haya hecho suyo el lema de Winston Churchill: *never surrender* (no rendirse jamás).

Así pues, ¡suerte!

RENATO DI LORENZO
rdlea@libero.it

ADVERTENCIA. Un nombre seguido de una fecha representa una referencia bibliográfica que encontraréis oportunamente en la bibliografía que figura al final del libro.

ÍNDICE

Agradecimientos	IX
Introducción	XI
Nota del traductor	XIII
Nota al lector	XV
1. Temas para la Introducción	
1.1. A modo de inicio	1
1.2. Preguntas frecuentes y estrategias	6
1.3. El efecto <i>leverage</i>	21
PARTE PRIMERA	
QUÉ COMPRAR Y QUÉ VENDER	29
2. Comprar una obligación es fiarse de un deudor	31
2.1. <i>Leveraged bonds</i>	31
2.2. <i>Duration</i>	43
3. Comprar una acción es comprar un negocio	47
3.1. Primeros pasos hacia el análisis fundamental	47
3.2. El PER y la tasa de incremento de los beneficios	61
3.3. Las estrategias en el análisis fundamental	71
3.4. Valor y mercado	90
3.5. <i>Snapshot</i> en la industria	97
3.6. Los aumentos de capital	98

3.7. Los <i>buybacks</i>	119
3.8. <i>Upgrades & downgrades</i>	122
4. Comprar opciones y comprar futuros	139
4.1. <i>Call, put</i> y futuros.....	139
4.2. <i>Covered warrants</i>	152
5. Comprar un fondo es fiarse de los otros más que de uno mismo	155
5.1. ¿Vale la pena comprar un fondo?.....	155
 PARTE SEGUNDA	
CUÁNDO COMPRAR Y VENDER	165
6. Primero: el mercado siempre tiene razón	167
6.1. Qué sucede en el mercado	167
7. Segundo: lo que el mercado piensa está escrito en el gráfico	171
7.1. Diversos tipos de gráfico	171
7.2. Soportes y resistencias	175
8. Tercero: lo que la gráfica predice, se cumple	189
8.1. El análisis técnico en acción: las tendencias	189
8.2. Pero, ¿qué es una tendencia?	197
8.3. Las medias móviles.....	200
8.4. La media móvil centrada.....	212
8.5. La persistencia	220
8.6. La memoria a largo plazo	226
9. Cuarto: y entonces, ¡tratemos de comprender algo!	237
9.1. Figuras.....	237
9.2. Los osciladores y el coeficiente beta	246
9.3. El filtro RC	260
9.4. <i>Swing, stop loss</i> y <i>patterns</i>	264
9.5. <i>Pivot points</i>	271
9.6. ¿Cómo se aplica el análisis técnico a los CW?	281

10. Quinto: un poco de esoterismo, ¿por qué no?	283
10.1. La teoría de Elliott	283
10.2. Los números de Fibonacci	293
10.3. Los números de Sam	299
10.4. La cinta de Piero della Francesca	303
11. Sexto: los abanicos de Gann	311
12. Séptimo: los ciclos	323
13. Intermarket analysis	341
 PARTE TERCERA	
CÓMO COMPRAR Y VENDER	349
14. ¿Qué es un trading system?	351
14.1. El <i>trading system</i> más simple	351
14.2. Las míticas tortugas	359
14.3. Referencias en los <i>trading systems</i>	364
14.4. Los sitios de Internet	369
15. ¿Cómo se toma una decisión?	379
15.1. Puntuaciones y rango	379
15.2. La teoría de la evidencia	384
15.3. ¿Dejar pasar los beneficios o quedarse con pequeñas ganancias?.....	393
15.4. La estrategia « <i>never take a loss</i> ».....	395
15.5. <i>Penny stocks</i>	404
16. Cómo limitar el riesgo	411
16.1. Operar en más mercados: las coberturas	411
16.2. Aún más sobre el riesgo de cambio	414
16.3. Uso del coeficiente β en cobertura.....	418
16.4. Cobertura del índice y del cambio	420
16.5. La política de la cartera	426
16.6. Los <i>trailing stop</i>	436

PARTE CUARTA

CUÁNTO COMPRAR Y VENDER..... 439

17. Money management..... 441

17.1. Cuántos títulos conservar en cartera 441

17.2. ¿Cuánto invertir?..... 445

PARTE QUINTA

EN QUÉ MEDIDA ES POSIBLE CONFIARSE 465

18. Las valoraciones 46718.1. El diario de *trading*..... 46718.2. Valoración de un *trading system*..... 469

18.3. El factor c..... 480

Bibliografía 491**Conclusión** 499

1

TEMAS PARA LA INTRODUCCIÓN

1.1. A MODO DE INICIO

Este capítulo está dedicado a aquellos que saben poco sobre la Bolsa. Por este motivo, previamente se apunta un simple avance de lo que es necesario saber, dado que todos los temas básicos, así como los aspectos legales y fiscales, se tratan en muchas otras publicaciones (para las cuales se remite a la Bibliografía).

La Bolsa es un lugar, en Milán, Londres, Nueva York y otros lugares, donde algunas personas, empleados y funcionarios del SIM(*) y bancos entre otros (llamados genéricamente en inglés, *brokers*), se cambian títulos: acciones, obligaciones, etc.

Para aclarar estas informaciones preliminares pongamos un ejemplo, el de las acciones (para los otros títulos o *asset* (activos), el planteamiento es similar).

Una acción es un trozo de papel en el que aparece escrito que el señor Giovanni Rossi, su legítimo titular, es propietario de una parte de la empresa (por ejemplo, Fiat) que ha emitido las acciones.

(*) N.T.: Società d'Investimento Mobiliare (Sociedad de Inversión Mobiliaria). Son instituciones creadas al amparo de la Ley de 1991 de reforma del mercado financiero italiano. Las SIM pueden efectuar un amplio abanico de operaciones. Pueden negociar títulos por cuenta de sus clientes (comprándolos o vendiéndolos sobre la base de órdenes recibidas) y también pueden operar por cuenta propia. Pueden gestionar patrimonios de los ahorradores. Pueden ofrecer oportunidades de ahorro al público (ofreciendo, por ejemplo, fondos de inversión, acciones de Sociedades de Inversión de Capital Variable –SICAV–, préstamos y otros productos financieros), asemejándose a las prácticas bancarias. Están sujetas a control de la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB, equivalente de la española Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV) y del Banco de Italia, que tienen el cometido de tutelar en interés del público y garantizar la eficiencia del mercado financiero. La figura correspondiente en España son las Sociedades de Valores (SdV). Ambas figuras, SIM y SdV, responden a la transposición de directivas comunitarias que pretenden armonizar los servicios de inversión en la Unión Europea.

Si Fiat ha emitido 2.340 millones de acciones, Giovanni Rossi es poseedor de una dos mil trescientas cuarenta millonésima parte de Fiat.

¿Cuánto cuesta ese trozo de papel?

Si por la mañana hay 10.000 personas que quieren vender sus acciones de Fiat y solo 5.000 que quieren comprar, el precio de las Fiat ese día descenderá, porque los *brokers* cuyos clientes quieren vender tendrán dificultades para encontrar otros *brokers* que tengan clientes que quieran comprar. Así funciona la Bolsa.

¿Cómo se opera en Bolsa?

Nada es más simple: Giovanni Rossi, por la mañana, va a su banco —o a su SIM— y dice al empleado de la ventanilla «Títulos»: «Hoy por la mañana cómpreme 1.000 Fiat», reservándose la posibilidad de indicar el precio al que quiere comprar. Como alternativa —y aconsejo decididamente elegir esta opción debido a las innumerables ventajas que presenta— Giovanni se conectará a su página web de operaciones electrónicas (*trading online*) a través de internet y dará directamente sus órdenes al mercado.

Las órdenes se pueden seguir *desde la apertura*, es decir, en las primeras contrataciones de la jornada, o bien durante la fase de *bolsa continua*, es decir, en el transcurso de la jornada normal de las contrataciones. Las diferencias técnicas no son para vosotros muy significativas. Mi consejo es fijar siempre y en todo caso el precio al cual estáis dispuestos a comprar o a vender, especificándolo a vuestro banco o introduciéndolo en el formulario dedicado a este fin en vuestra web de operaciones electrónicas (*trading online*). Si no especificáis el precio, la orden se ejecutará al precio al que se encuentre en el mercado en el momento en que se realice y podría ser incluso muy distinto del que pensáis. Por el contrario, especificando el precio, podría suceder que el *broker* no encuentre el título que queréis al precio indicado, y que vuestra orden no se ejecute.

¿Es mejor no ejecutar la orden o ejecutarla mal? Depende de los gustos, pero si aceptamos el hecho de que *es mejor no obtener una ganancia que sufrir una pérdida*, entonces siempre es mejor especificar el precio. La única excepción —no muy probable— es la que corresponde a la circunstancia en la que tenéis títulos de los que queréis liberaros a toda costa: entonces conviene, obviamente, pasar la orden de venta sin precio, aceptando el riesgo.

El banco cobra comisiones por lo que hace, pongamos un 0,7% del valor de la transacción, pero esto depende de la Bolsa con la que operéis, del activo, del *broker*, etc. Informaos bien, porque el panorama es increíblemente variado, y de todos modos recordad que en los bancos todo, o casi todo, es negociable. Con un *broker* electrónico (*on line*), sin embargo, no hay casi nada negociable, porque entre vosotros y él hay solo un contacto electrónico, pero las comisiones normalmente son mucho más bajas.

En general el *broker* también os hará pagar el servicio por la custodia de vuestros títulos, que vosotros no veréis nunca materialmente, pero incluso sobre este punto debéis informaros bien, porque la variedad de comportamientos es infinita.

¿Debéis seguir la cotización de los títulos?

El medio más clásico es *Il Sole 24 Ore*(**) —además de las páginas económicas de todos los otros diarios— si bien ahora es posible encontrar todo en Internet. Difícil, hoy, renunciar a Internet. En centenares de páginas informativas encontraréis escrito cada día cuánto están cotizando vuestras acciones de Fiat, cuántos dividendos da Fiat y otras informaciones que comprenderéis muy bien al finalizar el libro. En Internet encontraréis también una cosa que aprenderemos a apreciar muchísimo, como son los gráficos de la evolución del precio y otras variables importantes.

Me olvidaba: los dividendos es el dinero que las empresas deciden dar cada año a los accionistas.

Estamos verdaderamente en el abc

Pero no es necesario que avance demasiado: al fin y al cabo el empleado de la ventanilla «Títulos» del banco, el promotor financiero o las «ventanas» (que se abren en la pantalla del ordenador) del *broker on line* con sus recursos de información y asistencia, están allí también para explicaros las características operativas que, seguro, todavía se os escapan. No os canséis jamás de preguntar: están allí para contestar.

(**) N.T.: A lo largo de todo el texto, se mantiene la referencia a este periódico en el que el autor ha publicado muchos de sus escritos. En España, los periódicos de carácter económico-financiero son: *Cinco Días*, *La Gaceta*, *El Economista* y *Expansión*.

Fundamentalistas y chartistas

Empecemos ahora con un poco de teoría elemental: los operadores (*trader*) se diferencian a menudo en «fundamentalistas» y «chartistas» (o analistas técnicos). Los primeros creen solo en el llamado «análisis fundamental», mientras que los segundos creen únicamente en el llamado «análisis técnico».

En realidad la oposición clásica entre estas dos escuelas de pensamiento está superada. Años de práctica y de experiencia han demostrado, de hecho, que el buen operador (*trader*) adopta las dos técnicas, a menudo integrándolas, o utilizando de las dos aquella que le permita obtener los mejores resultados. Por este motivo, en realidad, en el comercio moderno se han venido consolidando distintas escuelas, que basan su diferencia precisamente en el modo en el que hacen interaccionar el análisis técnico y el análisis fundamental.

En definitiva, la escuela fundamentalista cree firmemente en los valores «fundamentales»; la pregunta que se hace cualquier analista fundamental siempre es: «¿Existe en el mercado una empresa a buen precio, es decir, una empresa que, por algún motivo, cueste menos de su valor real (o *fair value*)? Porque si es así, seguro que antes o después el mercado se dará cuenta y yo ganaré mucho dinero».

¿Un ejemplo? Durante una de las grandes crisis de la historia, en octubre de 1987, Peter Lynch —un fundamentalista que forma parte de la leyenda y del que hablaremos mucho seguidamente— cuenta que la cotización de Dreyfuss, un importante distribuidor americano de los fondos de inversión y de servicios financieros, perdió de 35 a 16 dólares por acción (a comienzos de 1987 había superado los 42 dólares por acción). ¿El motivo? En principio porque se había desplomado todo. Los índices son casi siempre mentira en parte: se habló de un 20%, pero una gran parte de los títulos bajó su valor a la mitad, como bien sabe quien compró en Italia en los máximos del año 1986 o, más tarde, del año 2000¹. En segundo lugar, porque Dreyfuss distribuía productos financieros al público: ¿os imagináis —se razonaba en aquellos días— que sucederá después de la crisis con todas estas familias que viven de las finanzas? Los suscriptores retirarán su dinero: será el desastre.

Temores comprensibles. Pero atención: ante todo, la realidad de las empresas es siempre menos mala de lo que se pudiera pensar cuando se

¹ Uno de los índices de la Bolsa más importantes, el NASDAQ Composite, rozó niveles superiores a los 5.000 puntos en el 2000, para después desplomarse hasta poco más de 1.000 puntos en el año 2002.

oye hablar mal de ellas (al igual que como, en general, es menos buena de lo que se suele pensar cuando se oye hablar bien de ellas). En segundo lugar, por decirlo con sentido común, «demasiado es malo»^(***): Dreyfuss en ese momento tenía una liquidez (dinero de su propiedad invertido en Bonos del Tesoro americanos, certificados de depósito, etc.) equivalente a 15 dólares por acción netos de débitos a largo plazo. En otras palabras, Dreyfuss en ese momento habría podido, con su liquidez, pagar las deudas y le habrían quedado todavía 15 dólares por acción: pero quien en ese momento se compraba Dreyfuss a 16 dólares estaba comprando el *know-how* de Dreyfuss, la marca de Dreyfuss, su red de venta, la credibilidad de sus profesionales, sus inmuebles, sus oficinas, sus ordenadores..., todo por 1 dólar.

De hecho, ni siquiera tres años después, en 1991, Dreyfuss valía aproximadamente 35 dólares. Quien entonces hubiese tenido la sangre fría de hacer cuentas (y el buen inversor debe ser capaz de tener esta sangre fría), habría invertido, pongamos, 50.000 dólares, ganando en poco menos de dos años aproximadamente 100.000 dólares —pese a que en octubre de 1989 se produjo otra pequeña crisis—. Quien ya sabe hacerse sus cuentas con el ordenador personal puede calcular a qué tasa corresponde la inversión de 16 dólares, con una ganancia de 35,5 después de 26 meses: descubrirá que estamos hablando de más del 3% al mes, es decir, de más del $(3\% \times 12) = ¡36\%$ al año!

Así pues, habréis comprendido: el fundamentalista está al acecho del descuento, el saldo, la ocasión, la ropa en desuso pero todavía en buen estado, todo lo que los otros no comprenden y que están desaprovechando.

Está bien. Pero, ¿es verdad que el mercado antes o después se da cuenta de haber hecho una tontería?

Mi experiencia personal me dice que sí que es cierto: si se tiene desde el primer momento la percepción apropiada, es decir, si es cierto que el mercado está desaprovechando ropa buena y no ropa aparentemente buena pero en realidad apolillada, es cierto también que antes o después el mercado se da cuenta de ello y paga el peaje por su error. Y es también verdad —piensen lo que piensen los economistas ortodoxos— que los mercados se equivocan; normalmente se espantan demasiado por las dificultades y se alegran demasiado por las buenas nuevas noticias. Volveremos a hablar de ello. Esta es la experiencia de todos los fundamentalistas. Lynch (1989) afirma que a veces se necesitan años para que el precio se asemeje al valor de la empresa, y que los periodos de penuria duran tanto tiempo que los

(***) *Il troppo stropia* dicho, de juego de palabras, de la lengua italiana.

inversores dudan que pueda suceder. «Pero el valor vence siempre o por lo menos en un número de casos tal como para que sea conveniente creer en ello firmemente.»

Y con estas palabras de esperanza, suspendemos momentáneamente el discurso por lo que se refiere a los fundamentalistas. Volveremos a hablar de ello extensamente más tarde. Ocupémonos ahora de los chartistas o partidarios del análisis técnico.

Aquí el discurso en cierto sentido es más simple y veremos la forma de profundizar en él: en esencia, quien hace análisis técnico está convencido de que todos los datos fundamentales pueden ser falsos y, sobre todo, que cuando se conocen, es generalmente demasiado tarde porque el mercado lo sabe antes que nosotros y ha actuado ya. ¿Qué hacer entonces? Simplemente tomar nota del hecho de que todo lo que se puede saber de una empresa está reflejado en los movimientos del precio, por lo tanto son estos movimientos (es decir, su gráfico o *chart*) los que se estudian. Los instrumentos, para estudiarlos son conocidos desde decenios, si no de siglos, y encontraremos el modo de examinarlos ampliamente.

Por lo tanto, ahora abrochaos el cinturón: comienza el viaje.

1.2. PREGUNTAS FRECUENTES Y ESTRATEGIAS

Antes de pasar a los distintos análisis, quiero responder a algunas preguntas que me hacen frecuentemente y que, en la medida en que pueden generar dudas, en realidad reflejan temas y contenidos de auténtica estrategia operativa. Todos ellos se tratarán ampliamente, pero aun así, es bueno comenzar a introducirlos, aunque sea de forma elemental.

Para hacerse una idea sobre la dirección del mercado y de los títulos, ¿qué ámbito temporal o frecuencia de registros se debe usar para los gráficos: un gráfico diario, reflejando un precio por día, o bien un gráfico semanal, que refleje un precio por semana (por ejemplo al cierre del viernes)? ¿O bien es mejor seguir los precios en tiempo real (intraday), esperando aprovechar² la más mínima oportunidad de obtener beneficio?

Para el operador de Bolsa «normal» —no para el *day-trader*, es decir, para aquel que opera durante el día (*intraday*) a lo largo de la jornada de la Bolsa— Millard (1993) ha demostrado (y esta es también en parte mi opinión) que cuanto menos se miren los precios, mejor es. Es más, él aconseja usar un gráfico semanal.

² Se dice también que se hace *scalping* («cortar cabelleras»).

Yo aconsejo no exagerar y usar un gráfico diario, en todo caso sin la ansiedad de mirarlo demasiado frecuentemente: un par de veces a la semana puede bastar. De esta manera no perdéis mucha información, porque se observan bien las líneas de soporte y de resistencia y las figuras, entre otros (de estos temas hablaremos más adelante). Pero, al mismo tiempo, no os atenazaré la ansiedad, que os podría hacer cometer graves errores.

Si después actualizáis vuestro gráfico durante el fin de semana, tanto mejor, porque estaréis más relajados y más dispuestos a razonar con calma. Personalmente prefiero —o mejor, preferiría, porque los clientes de los bancos que a su vez son mis clientes, preguntan qué deben hacer cada segundo y no una vez a la semana—, actualizar los gráficos el sábado por la mañana, estudiarlos, después abandonar todo hasta el domingo por la tarde, cuando es el momento de echar cuentas y de tomar una decisión.

Este procedimiento da la posibilidad de decidir, insisto, sin ansiedad.

Muchos están convencidos de que siguiendo las cotizaciones *tick by tick*, es decir, en tiempo real, se tienen más posibilidades de ganar. Mi experiencia dice lo contrario: el gran beneficio (*big money*) se obtiene en las tendencias primarias, aquellas que duran muchos meses, si no años. La tendencia al alza iniciada en marzo de 2003 ha durado hasta mayo de 2006. Y al contrario, operando en tiempo real (*tick by tick*) es fácil no obtener ningún resultado, podéis creerme.

La óptica del *day trader* es particular: trata de ganar para vivir, por así decirlo, «tirando hacia arriba» de los 300 a los 500 euros al día todos los días..., una óptica atractiva para muchos, que sin embargo requiere en parte técnicas distintas y menos probadas de las que trabajan con tendencias primarias. También volveremos sobre este aspecto.

Otro error que debéis evitar es el de combatir la tendencia: «*don't fight the trend, the trend is your friend*» (no luches contra la tendencia, la tendencia es tu amiga), se dice. Y esto es verdad tanto para el operador normal como para el *day-trader*.

El 20 de agosto de 1998, a causa de la crisis financiera de la República Rusa, las Bolsas perdían aproximadamente un 2%; un día después, por la misma razón, la pérdida ascendía a un 3-4%. Un cliente, tesorero de un banco mío, me telefona: «¿no será el momento de comprar acciones de Pirelli?». Pero, ¿por qué precisamente Pirelli?, le digo yo. ¿Y por qué comprar? Todavía puede suceder cualquier cosa después de una caída en picado. ¿Quién ha dicho que el descenso ha acabado?

No es que mi amigo tesorero estuviese equivocado, pero se trataría de pura suerte, porque una tendencia acaba cuando se comienzan a entrever

las oscilaciones alcistas: máximos y mínimos creciendo, por ejemplo, y no antes.

En realidad las cosas han sido así: a mi amigo hacía tiempo que le gustaban las acciones de Pirelli pero no las había comprado porque continuaban subiendo o porque en todo caso le parecían demasiado caras. Después de un descenso como el ocurrido decidió por impulso: ¡compro las Pirelli!

Son estos impulsos los que debéis evitar. Lynch (1989) dice que si una mañana te levantas pensando «hoy compro unas pocas acciones» es mejor que te vuelvas a dormir.

En los días siguientes, la Bolsa continuó descendiendo y el 27 de agosto de 1998 tomó otro «baño» del 4,4% sin dar todavía signos de involución de la tendencia. Los periódicos del 28 de agosto publicaron la noticia de que el genio, en ese momento, de la inversión, Soros, en la crisis rusa perdió 1.700 millones de dólares. Si la noticia fuese cierta, evidentemente ni siquiera él habría vuelto a dormir. También él había tratado de combatir la tendencia.

He comprado determinadas acciones cuando estaban muy altas y ahora estoy perdiendo el 20%: ¿qué hago?

La respuesta espontánea es: pero ¿por qué has esperado tanto? Si hubieses mirado el gráfico y hubieses sido capaz de interpretarlo³, habrías vendido mucho antes.

La cuestión, sin embargo, es otra: la mayor parte de las personas odia vender perdiendo y este es el motivo por el que habitualmente sus pérdidas son finalmente catastróficas. He aquí un vicio del que debéis libraros: si tropezáis con una tendencia a la baja y estáis perdiendo, cuanto más rápido cortéis las pérdidas mejor porque las tendencias tienen la «extraña» predisposición a persistir.

¿Qué puede suceder después de haber frenado las pérdidas? Las posibilidades son dos. Que hayáis tenido razón y la tendencia continúe a la baja; y, si habéis vendido, podéis volver a comprar mucho mejor. O, que os hayáis equivocado, y en este caso volveréis a comprar al alza. Pero esta posibilidad quiere decir que ha terminado una tendencia al alza y ganaréis lo mismo, compensando eventualmente las pérdidas de la operación precedente.

He comprado acciones cuando estaban muy altas y ahora estoy perdiendo: ¿no debería comprar aún más, para hacer el promedio a la baja?

³ Cosa que vosotros sabréis hacer después de leer este libro.

Hacerse esta pregunta es una gran tontería. Actuando así, tendremos una primera partida de acciones con las que continuaremos perdiendo cada vez más si la tendencia persiste a la baja, más una segunda partida de acciones sobre las que también continuaremos perdiendo si la tendencia persiste a la baja.

La verdad es que nos hemos equivocado con la primera compra (y hasta aquí nada malo sucede, ocurre a menudo), después nos hemos equivocado no frenando las pérdidas y, finalmente, hemos continuado con el error comprando aún más acciones en medio de una tendencia a la baja.

El problema, por tanto, es que no hemos identificado la tendencia a la baja.

He comprado determinadas acciones a 20 euros; hoy valen 15 pero no sufro pérdidas hasta que no las vendo.

Una cuestión análoga es: «He comprado estas acciones a 20 euros y hoy cotizan a 15 pero el título es bueno y vale al menos 30, por lo tanto me lo quedo».

La riqueza que uno posee aparece escrita todos los días en *Il Sole 24 Ore* y las pérdidas sobre el papel son pérdidas auténticas. No se puede escapar.

Existe un malentendido sobre el significado de la palabra «valor» en todo esto.

Si compro un terreno a 50 y pienso que vale 100, no vale 100 hasta que no encuentro a alguien dispuesto a pagármelos. El valor del terreno *no* es 100: es la cifra que espero obtener de la venta.

La palabra «valor» está frecuentemente privada de significado. También nosotros usaremos la palabra «valor» cuando hablemos de análisis fundamental, pero tened presente que la utilizaremos siempre en este sentido: *la cifra que verosíblemente todos, o casi todos, estarán dispuestos a pagar por la acción cuando nuestros cálculos sean ampliamente compartidos*. Está implícito el hecho de que hoy nuestros cálculos no se comparten ampliamente.

Queda el hecho inequívoco de que si compramos a 20 y hoy la cotización es de 15, nos guste o no hemos perdido *de verdad* 5. No tomar nota de este hecho puede llevar a graves errores: por ejemplo, no darse cuenta de estar en plena tendencia a la baja, y por lo tanto, encontrarse con un precio de 10.

No sirve eludir la realidad: es necesario admitir que nos hemos equivocado. «Si he dicho que las Fiat suben, quiere decir que deben subir». Cuanto antes os liberéis de esta actitud, mejor será.

¿Es verdad que «the tide lifts all the boats» (la marea hace subir todas las embarcaciones), lo que significa que no vale la pena quebrarse demasiado la cabeza con el stock picking, es decir, con la elección de los títulos, porque cuando la Bolsa sube, sube todo, y cuando la Bolsa baja, baja todo?

En su momento elegí para el caso un ejemplo de treinta títulos americanos provenientes de las industrias más dispares y los he examinado en el periodo 1989-2000 (Di Lorenzo, 2006a). Después he calculado el coeficiente de Spearman⁴ (Spiegel, 1975) entre las variaciones de precio⁵ y los correspondientes P/E⁶.

Bien, ha sido suficiente con echar un vistazo a los resultados para extraer la conclusión de que en los años 1989-2000, salvo en pocas excepciones, las variaciones de precio anuales de las parejas de cada una de las acciones, así como las correspondientes variaciones sufridas por el P/E relativo, no estaban relacionadas en la práctica: los títulos subían y bajaban como les parecía, independientemente del mercado, entendido a su vez como una entidad sobrenatural.

El mercado, por lo tanto, no es otra cosa que una media, no un conductor de autobús.

La conclusión la sabemos en parte todos: cada título tiene su propia historia.

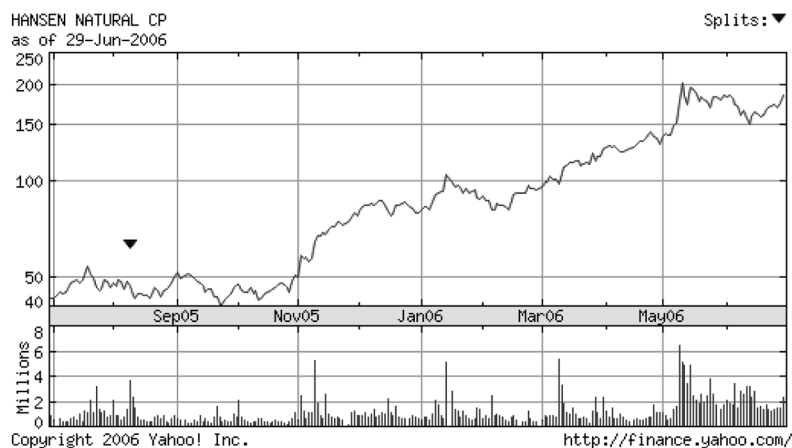


Figura 1.1. Gráfico Hansen.

⁴ Sirve para entender si hay correlación entre dos variables.

⁵ Variaciones anuales, que se calculan basándose en el precio máximo (*high*), sin ningún motivo en particular para cada año.

⁶ Relación entre precio de la acción y beneficios por acción, nos da la información de en qué medida la acción es cara, como veremos seguidamente.



Figura 1.2. Gráfico Coach.

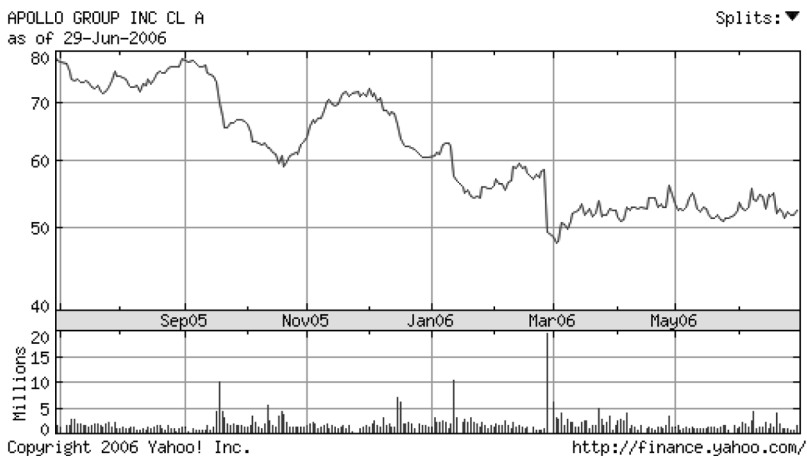


Figura 1.3. Gráfico Apollo Group.

Según se observa en los gráficos de las Figuras 1.1, 1.2 y 1.3, referentes a títulos ampliamente empleados, en el mismo periodo de un año se ponen de relieve los tres tipos posibles de comportamiento: alza, movimiento lateral y baja. Ampliando el análisis se encontrarán siempre títulos pertenecientes a las tres categorías de comportamiento: de hecho, nuestra experiencia es esta, más allá incluso de los resultados de la estadística.

Por lo tanto, no debéis centraros en el mercado, sino en cada uno de los títulos.

Es posible adelantar una objeción a esta afirmación de carácter general y es que, incluso sin referirse al mercado en su conjunto, vale sin embargo la pena centrarse en cada uno de los sectores económicos.

Para verificar esta conjetura he considerado, en la misma circunstancia (Di Lorenzo, 2006a), el sector *apparel* (vestuario) y he examinado los gráficos de *todos* los títulos de ese sector analizados por Value Line, la casa de análisis de la Bolsa más cualificada y fiable que existe. Se ha revelado inútil calcular los coeficientes de correlación mientras que ha resultado evidente «con una simple ojeada» que cada título hace lo que le da la gana.

El enfoque *top-down*, es decir, el que parte de consideraciones macroeconómicas generales sobre la evolución prevista del mercado o, más específicamente, de cada uno de los sectores, para después pasar a *considerar solo los títulos pertenecientes a los sectores más prometedores*, aparece con toda evidencia vacío de cualquier fundamento estadístico. Centrarse en los banqueros o en los aseguradores tendrá tal vez sentido por un día, una semana o incluso por un mes, pero no tiene sentido en general. Sin embargo, partir de los agregados ofrece una ventaja: que hace que os ajustéis a algún paradigma en el que creéis (por ejemplo: «cuando la inflación sube pero no está todavía demasiado alta, la venta al por menor gana más») y esto bien pensado no es poco, porque en realidad para invertir vuestro dinero tenéis necesidad de creer en algún paradigma. Recordad que la confianza psicológica en vosotros mismos es un factor esencial del éxito.

Sin embargo, repito, no deis más peso del que merecen a los sectores de mercancía o, peor, al mercado en general, centraros en los títulos. Es en los títulos sobre los que perderéis o ganaréis dinero, no en los sectores o en el mercado en general.

¿Existe el *monday effect*? (el efecto lunes)

Una sensación difundida entre los *practitioners* (la traducción no es «prácticos o empíricos», sino «aquellos que practican de verdad las finanzas» y no se limitan a hablar de ellas y a vender *trading systems*⁷) es que después de uno o más días de cierre por festividad, los mercados reaccionan de forma sorprendente, insólita e inesperada.

Este efecto se llama *monday effect* (efecto lunes). Existe el convencimiento, por ejemplo, de que si sucede una gran caída o una gran subida del merca-

⁷ Un conjunto de reglas de *trading* realizado mediante un software.

do, ésta se producirá el lunes o, en todo caso, después de un día o más de cierre. Y se recuerdan muchos lunes «negros» olvidando sin embargo —me temo— los viernes o los otros días «negros» que han existido siempre.

Las razones de este fenómeno, si verdaderamente existe, no son difíciles de imaginar: durante una festividad se tiene tiempo de pensar en la dirección a largo plazo que seguirá el mercado; por lo tanto, muchos inversores pueden llegar a la misma convicción sobre dicha dirección y, en consecuencia, pueden decidir todos al mismo tiempo comprar o vender el lunes, provocando variaciones de precio relevantes. Otra razón podría ser que importantes decisiones de análisis de organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional o las reuniones de los bancos centrales, entre otros, se hacen a menudo públicas con la Bolsa cerrada, es decir, durante los días festivos.

Ya he sometido a prueba esta suposición analizando el índice S&P 500 (Di Lorenzo, 2006a). Más concretamente, he investigado si existen diferencias estadísticamente significativas entre el conjunto (técnicamente se dice población) de las variaciones diarias del índice y el conjunto (o la población) de las variaciones del índice entre el lunes (o el día después de un festivo) y el viernes precedente (o el día antes de ese mismo festivo), en los años entre 1995 y 2000. En concreto, la cosa más simple y razonable que se puede hacer es someter a prueba la hipótesis de que los dos valores medios encontrados no son estadísticas significativamente distintas, es decir, que su diversidad es solo debida a factores casuales, como por ejemplo los errores que cometemos siempre que medimos el pasillo de nuestra casa por no haber colocado bien el metro. Queremos comprender, por decirlo de alguna manera, si estos dos valores medios son de verdad distintos.

El resultado es que no existe ninguna diferencia estadística entre los dos valores medios, o sea, las dos medias son distintas solo por factores accidentales pero en realidad son iguales desde el punto de vista estadístico.

No hay, por lo tanto, ninguna evidencia de que existan diferencias entre lo que sucede en los días normales laborales y lo que sucede después de un festivo.

Un operador tiene necesidad de saber qué es cierto y qué no. Y el «efecto lunes» no lo es. No existe, es solo una de tantas impresiones que se presuponen frecuentemente a los mercados financieros en la esperanza de haber encontrado una fórmula mágica simple. Pero podéis estar seguros de que siempre habrá quien no se dé cuenta.

Normalmente es lo que sucede en finanzas cuando nos convencemos de que el propio diagnóstico es acertado: se tiende a considerarlo correcto pese a las evidencias.

¿Queréis una prueba de esto? Hace tiempo me encontraba difundiendo los primeros conceptos financieros a un grupo de jóvenes banqueros y enunciaba una simple afirmación, en mi opinión muy evidente: si yo poseo un título que baja y sé de un título que sube, dado que las tendencias tienden a persistir —y esto lo sabíamos todos— no tiene sentido *no* vender el título con el que perdemos para adquirir aquel con el que tenemos probabilidades de rehacernos. Una joven cajera objetó haber comprado dos años antes títulos de Banca Intesa, los cuales, para su gran desesperación, habían bajado mucho, pero poco a poco habían vuelto a subir para luego (¡después de dos años!) estar de nuevo a la par (igual). Sin embargo, olvidaba (como había dicho poco antes) que poseía también Tiscali, que en aquel momento valían cerca del 20% del precio al que los había pagado y no parecía en absoluto destinados a volver al mismo nivel. Naturalmente, en los dos años en los que la joven cajera había tenido Banca Intesa, otros títulos, por el contrario, habían subido. Qué queréis: así va el mundo. En Bolsa la gente odia admitir el hecho de haberse equivocado.

Arriba y abajo

A menudo se dice que si el mercado desciende por debajo del 50%, la recuperación de las pérdidas es enormemente difícil, porque para recuperarlas el mercado debe volver a subir por encima del 100%.

¿No será una verdad exagerada por quien quiere hacer de gurú a toda costa?

Veamos. Si el precio desde el que baja el mercado es P_f y al que llega es P_i , el descenso porcentual d es:

$$(d / 100) = (P_f - P_i) / P_f$$

y si desde P_i el mercado remonta a P_f , la subida porcentual es:

$$(s / 100) = (P_f - P_i) / P_i$$

Por lo tanto, tendremos:

$$(d / 100) = 1 - (P_i / P_f)$$

$$(s / 100) = (P_f / P_i) - 1$$

o bien:

$$(P_i / P_f) = 1 - (d / 100)$$

$$(P_f / P_i) = 1 + (s / 100)$$

y:

$$[1 - d / 100]^{-1} = 1 + (s / 100)$$

Finalmente:

$$s = [(1 - (d / 100))^{-1} - 1] \times 100$$

Si metemos esta *formulita* en la hoja de trabajo con el título «Abajo y arriba», (solicitar al autor en rdlea@libero.it), nos daremos cuenta de que para pérdidas *normales* (cuando se trabaja sobre las acciones) la situación no es tan dramática. Se obtiene, de hecho, el esquema que se muestra en la Tabla 1.1 y el gráfico de la Figura 1.1.

Tabla 1.1. Relación entre s y d.

d%	s%	d%	s%	d%	s%	d%	s%	d%	s%
1	1,0	11	12,4	21	26,6	31	44,9	41	69,5
2	2,0	12	13,6	22	28,2	32	47,1	42	72,4
3	3,1	13	14,9	23	29,9	33	49,3	43	75,4
4	4,2	14	16,3	24	31,6	34	51,5	44	78,6
5	5,3	15	17,6	25	33,3	35	53,8	45	81,8
6	6,4	16	19,0	26	35,1	36	56,3	46	85,2
7	7,5	17	20,5	27	37,0	37	58,7	47	88,7
8	8,7	18	22,0	28	38,9	38	61,3	48	92,3
9	9,9	19	23,5	29	40,8	39	63,9	49	96,1
10	11,1	20	25,0	30	42,9	40	66,7	50	100,0

Como veis, hasta el 20-25% de pérdida la subida no es numéricamente muy distinta, y lo es todavía menos para pérdidas en torno al 10%. La situación se hace verdaderamente importante solo para pérdidas superiores al 30%. En ese caso el mercado debe efectivamente recorrer mucho más camino en proporción para remontar los precios de partida, y recorrer mucho camino equivale a decir, por norma, que necesitará una tonelada de tiempo.