

RATIO PRECIO-UTILIDAD COMO PREDICTOR DE LOS RETORNOS DEL IGBVL

MOTIVACIÓN

2

- Se han observado en mercados desarrollados deficiencias que permitirían obtener rendimientos superiores al mercado.
- Al parecer, en Perú, los precios de las acciones se ajustan lento (mercado ineficiente) a la nueva información de estados financieros.
- Menor profundización del mercado bursátil peruano contribuiría a mayores oportunidades de obtener rendimientos superiores al mercado.

Hipótesis de Mercados Eficientes (HME)

3

- Considera que el ajuste en los precios es rápido al incorporar la nueva información disponible.
- Existen tres niveles: Débil, SemiFuerte y Fuerte.
- Según la HME, se debe invertir en estrategias pasivas, buscando las menores comisiones.

Posturas respecto a la HME

4

- A Favor: Fama (1965); Makiel (2003 y 2005).
- En Contra: Shostak (1997); Kahneman y Tversky (1979); Shiller (1996), Campbell y Shiller (2001); Lo, Mamaysky y Wang (2000); Fama y French (1992); Elleuch (2009).

En muchos casos, se apoyan en las finanzas del comportamiento.

Hechos en los que la literatura se ha enfocado:

5

Estrategias que aprovechan Patrones de Inversionistas sin incurrir en riesgos adicionales

Estrategias	Grupos de Acciones		Experimento (observar rendimiento)	Repeticiones	Resultados (medido en retornos)
	A	B			
a) Reversiones de largo plazo (<i>long term reversals</i>).	de bajo rendimiento en los últimos 3 años	de alto rendimiento en los últimos 3 años	en los próximos 3 años	cada 3 años por varias décadas	A > B (en promedio)
b) La prima de valor (<i>the value premium</i>).	con valores bajos en indicadores de valorización*, en el último año	con valores altos en indicadores de valorización*, en el último año	en el próximo año	cada año por varias décadas	A > B (en promedio)
c) Momento (<i>momentum</i>).	de alto rendimiento en los últimos 6 meses	de bajo rendimiento en los últimos 6 meses	en los próximos 6 meses	cada 6 meses por varias décadas	A > B (en promedio)
d) Ganancias derivadas con posterioridad de anuncios (<i>post-earnings announcement drift</i>).	con sorpresas buenas noticias en sus más recientes anuncios de utilidades	con sorpresas malas noticias en sus más recientes anuncios de utilidades	en los próximos 60 días	cada trimestre por varias décadas	A > B (en promedio); obviamente las acciones también subieron (bajaron) inicialmente cuando ocurrió el anuncio

* Indicadores como precio/utilidad, precio/valor en libros, entre otros.

Fuente: Elaborado en base al documento de Barberis, Shleifer y Vishny (1998).

Sesgos Psicológicos

6

- **Representatividad:** sugiere que inversionistas suelen esbozar rápidamente inferencias de lo que observan en la información (explica las reversiones de largo plazo y prima de valor).
- **Conservadurismo:** sugiere que inversionistas pueden ser lentos en analizar información o que los modelos no se actualizan rápido con la nueva información (explica ganancias posteriores a anuncios y momento).

Representatividad versus Conservadurismo

7

- Ambos sesgos son opuestos. Estos predominan si los inversionistas observan:
- Un buen resultado aislado (conservadurismo).
- Periodos seguidos de buenos resultados (representatividad).

En mercados menos desarrollados las deficiencias serían mayores.

8

- La baja profundización de la BVL contribuiría a mejores resultados.

Indicadores de Renta Variable de las Bolsas de Valores Latinoamericanas (Diciembre de 2010)

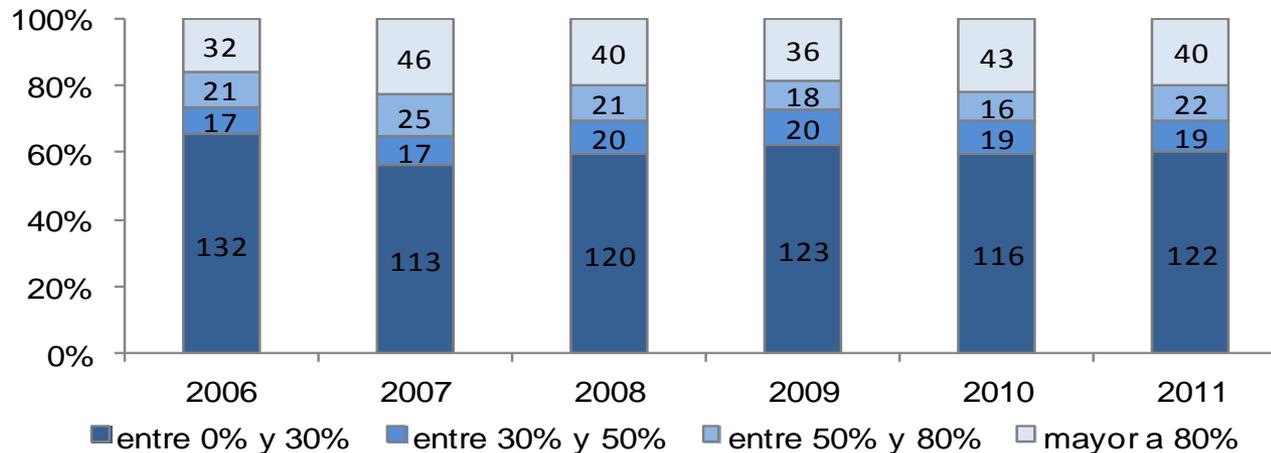
Indicadores (% del PBI)	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
A. Capitalización Bursátil	76,3	181,3	73,6	44,3	67,1
B. Valor Negociado	42,9	28,6	10,0	11,6	3,3
C. Número de Acciones Listadas	381	231	86	427	248
D. Turnover Velocity (B/A)	56,2	15,8	13,6	26,2	4,9

Fuente: Reporte de Estabilidad Financiera del BCRP.

Características de las acciones de la Bolsa de Valores de Lima

9

Número de Acciones según Frecuencia de Negociación



Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

- Pocos Reportes de Valorizaciones de Acciones.
- Amplia disparidad en la presentación de información de las empresas peruanas.

Análisis Fundamental (EE.FF.)

10

- Value Investing: Se enfoca en hallar el valor intrínseco (de largo plazo).
- Growth Investing: Determina el crecimiento potencial de la empresa.

Inclusive puede pagar un precio mayor que el establecido por el Value Investing.

Investigaciones respaldan value investing

12

- Inversionistas de growth investing suelen sobreestimar el crecimiento de las acciones.
- Sin embargo, en el periodo de fines de los 90, el growth investing generó mejores resultados.

* Debido a que el sentimiento de los inversionistas alcanzaron niveles exagerados de optimismo (empresas de tecnología, media, telecomunicación), fuera de toda lógica económica.

PER, indicador más usado en las bolsas

13

Ventajas y Desventajas del PER

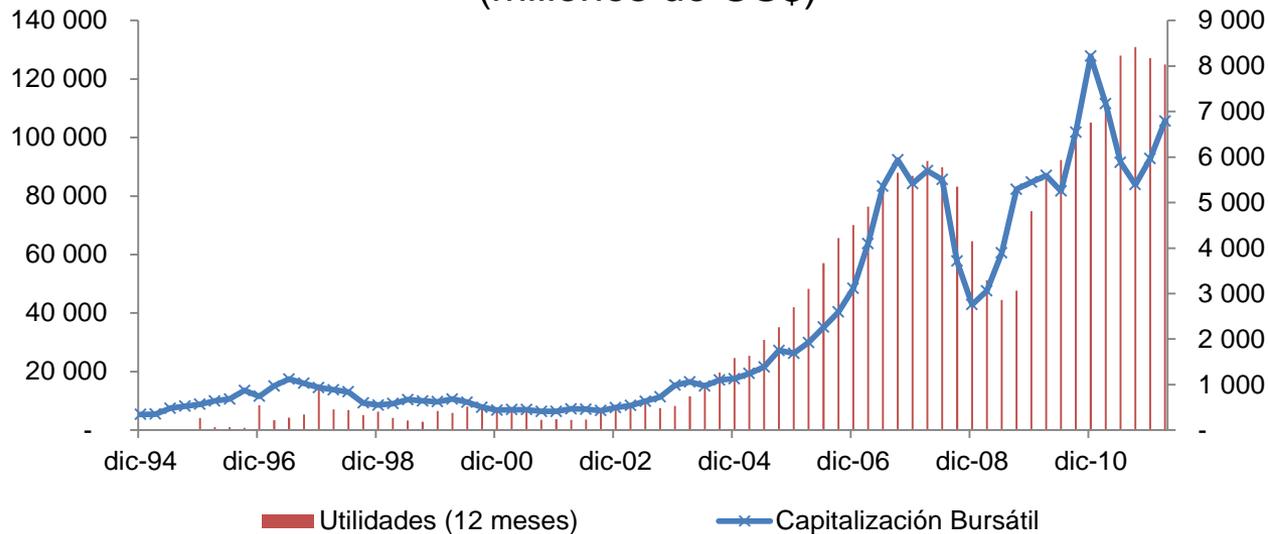
Ventajas	Desventajas
<ul style="list-style-type: none">• Proporciona una medida normalizada de compra de una acción al señalar el número de utilidades que se paga por la acción.	<ul style="list-style-type: none">• No considera el valor del dinero en el tiempo.
	<ul style="list-style-type: none">• No necesariamente toda la utilidad se reparte a los accionistas (por dividendos).
<ul style="list-style-type: none">• Es muy simple de calcular e incurre en menos supuestos que otros modelos (como el de Gordon).	<ul style="list-style-type: none">• No tiene algún significado si la empresa registra pérdidas.
	<ul style="list-style-type: none">• No constituye una medida de riesgo.
<ul style="list-style-type: none">• Permite comparar las acciones, principalmente las del mismo sector.	<ul style="list-style-type: none">• Depende de convenciones contables para la utilidad; aunque, los EE.FF. cada vez más están estandarizados internacionalmente.
	<ul style="list-style-type: none">• Una elevada volatilidad de las utilidades hace que el PER cambie significativamente.

Fuente: Elaboración Propia.

Componentes del indicador PER guardan estrecha relación . . .

14

Utilidades y Capitalización Bursátil del IGBVL*
(millones de US\$)



* Información correspondiente a las empresas que conforman el IGBVL a 2012-II.

Fuente: Económica

Objetivo de la tesis

16

- Obtener una estrategia explícita que genere alpha, que comprenda periodos donde la BVL generó ganancias así como pérdidas.
- Exceso de retorno medido económicamente y no estadísticamente.
- Lo que está detrás es que los inversionistas no aprovechan totalmente la información gratuita y el ajuste es lento (no se cumple la HME SemiFuerte).

Estrategia de inversión empleada

17

- Se construyen PER con información de los EE.FF (rezago trimestral) y se selecciona el portafolio según 3 criterios.

Criterios para la Selección del Portafolio

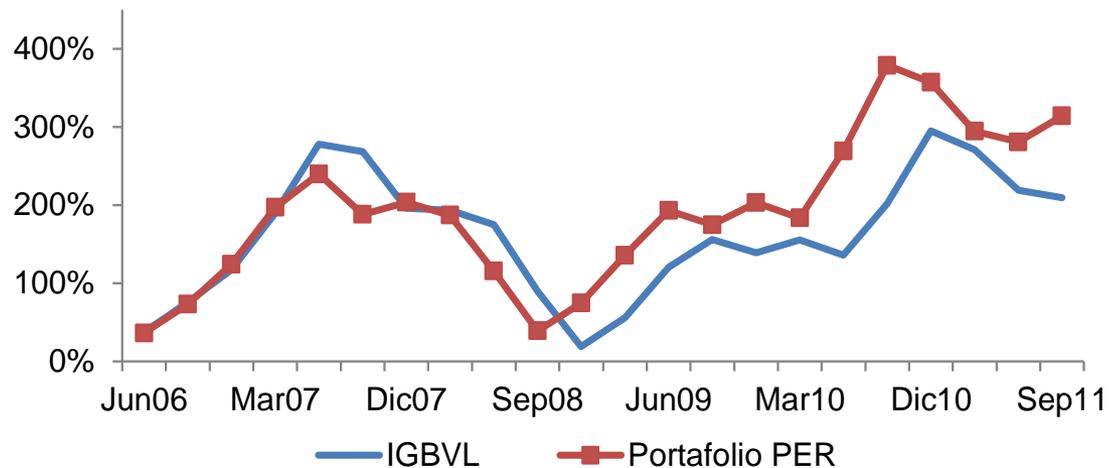
Criterio	Asignación de Puntajes	
	Caso Verdadero	Caso Falso
a) Si $PER_t < PER_{t-1}$ y $PER_t > 0$	10	1
b) Si $PER_t > 0$ y $PER_{t-1} < 0$	10	1
c) Si $PER_t < \text{factor} * PER_{t-1}$ y $PER_t > 0$	10	1
d) Si $PER_t < PER_{\text{umbral}}$	10	1
e) Si $PER_t < 0$	0	-

Fuente: Elaboración Propia.

Se genera alpha en el periodo; aunque no en cada trimestre.

19

Portafolio PER versus IGBVL (Retornos Acumulados)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Sigue siendo mejor el Port. PER después de ajustar por costos.

20

Portafolio PER versus Portafolio IGBVL (2006-2011)

Indicadores (en %)	Portafolios		Spread
	PER	IGBVL	
Retorno Acumulado			
- <i>Portafolio PER</i>	314,1	209,6	104,5
- <i>Portafolio PER ajustado*</i>	238,2	209,6	28,6
Riesgo Acumulado	42,4	46,3	-3,9

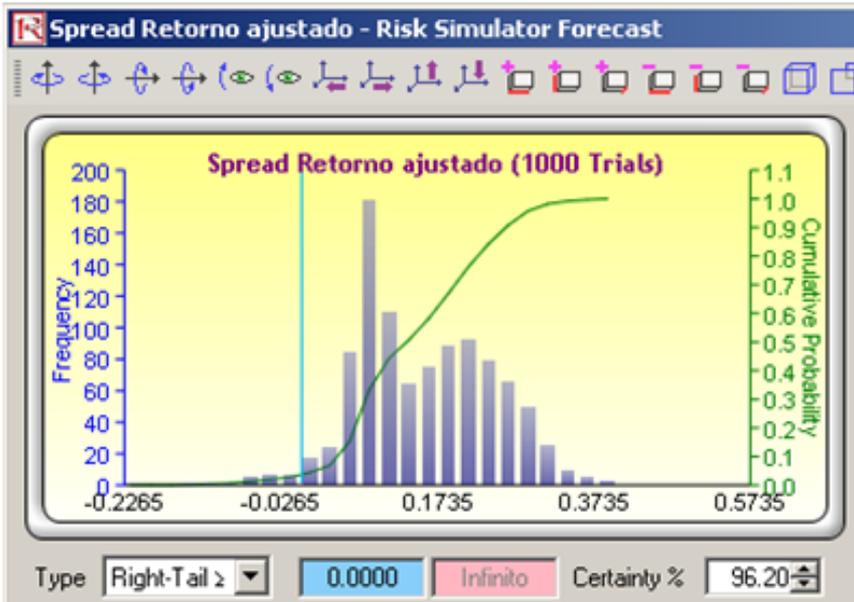
* Ajustado por los costos de transacción.

Fuente: Elaboración propia.

Estresando, en un 96,2% de las veces el retorno es superior . . .

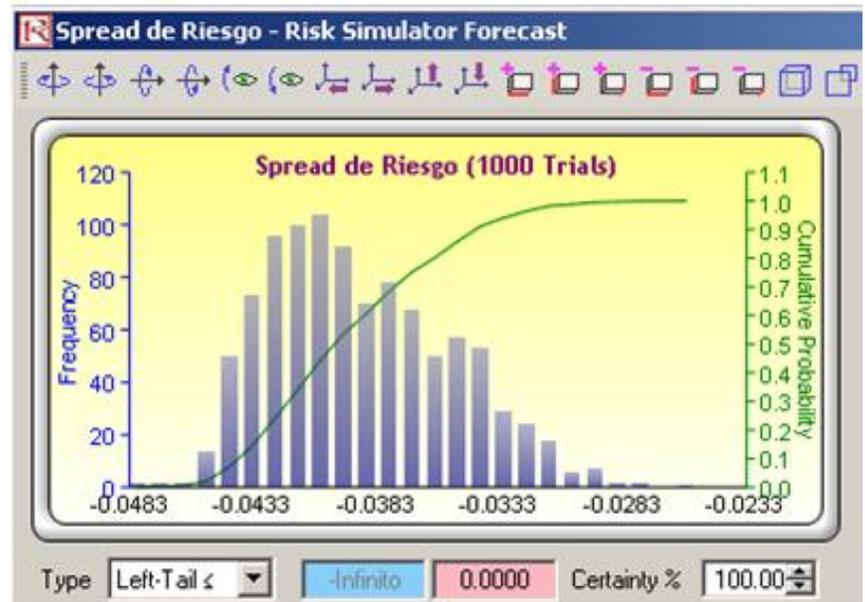
21

Spread entre Retorno del Portafolio PER y el IGBVL



Fuente: Elaboración Propia.

Spread entre Riesgo del Portafolio PER y el IGBVL



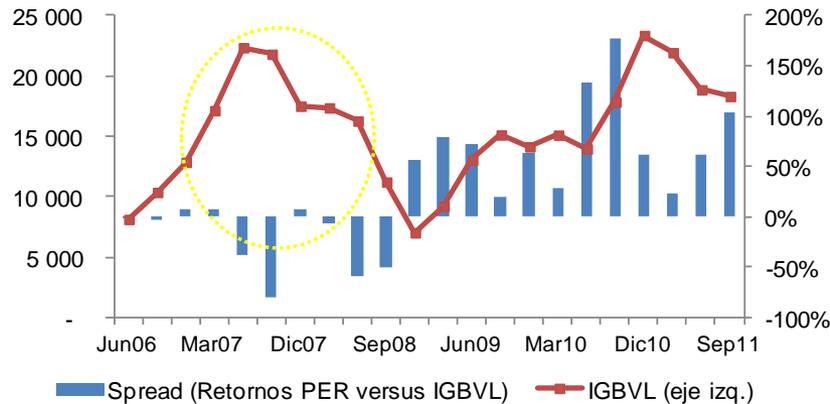
Fuente: Elaboración Propia.

. . . Y siempre con un menor nivel de riesgo.

La estrategia fue deficiente entre junio-07 y setiembre-08, periodo de elevado sobreoptimismo . . .

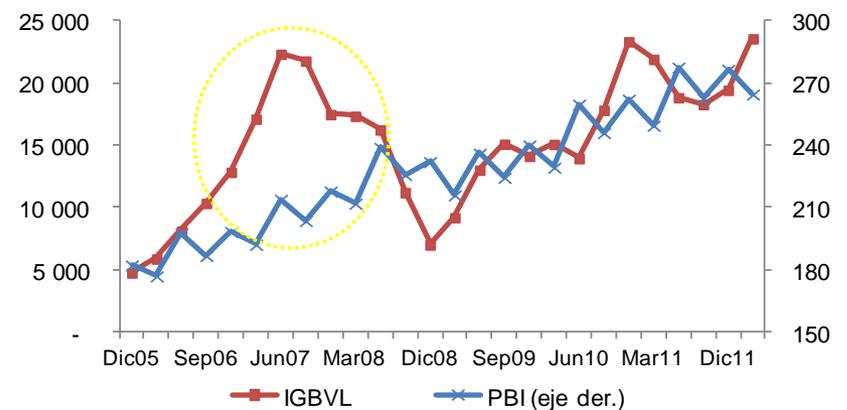
Análisis de los Retornos de los Portafolios y del PBI

Spread de los Retornos PER versus IGBVL



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

IGBVL versus PBI (año base dic-91)



Movimientos de la BVL dependen de factores especulativos. En línea con lo encontrado en la burbuja tecnológica.

Pese a ello, es superior al retorno que ofrecen los fondos mutuos.

23

Rentabilidad de los Fondos Mutuos de Renta Variable (%)

Tipo de Fondo Mutuo	2007	2008	2009	2010	set-2011	Acumulado	Acumulado según Periodo	
Renta Variable Dólares							IGBVL	Portafolio PER
BCP Acciones	38.7	-49.5	73.4	69.5	-28.6	46.9	51.1	51.5
BBVA Agresivo 1/	-	-	-	42.2	-24.8	6.9	28.7	25.6
ING Mercados Integrados 2/	-	-	-	-	-15.9	-15.9	-2.9	8.7
Renta Variable Soles							IGBVL *	Portafolio PER *
ING Renta Acciones	38.3	-50.3	55.5	58.9	-25.9	26.0	31.1	31.4
Scotia Fondo Acciones 3/	-	-31.4	50.5	46.4	-25.7	12.3	6.5	15.9
Promoinvest Incasol 4/	-	-32.5	45.3	39.3	-24.3	3.4	1.7	38.2

1/ Empezó a operar en abril de 2010.

2/ Empezó a operar en junio de 2011.

3/ Empezó a operar en abril de 2008.

4/ Empezó a operar en agosto de 2008.

* Ajustados por la variación del tipo de cambio, ocurrida según el periodo de inversión.

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores.

Aunque no se cuenta con información para comparar los niveles de riesgo.

Conclusiones y Limitaciones

- La estrategia generó retornos superiores al IGBVL, ajustado por costos de transacción y riesgo.
- EL peor desempeño estuvo ligado a cuando la BVL estuvo con aparentes niveles de sobreoptimismo.
- Queda pendiente extender el periodo de análisis y utilizar más información de EE. FF.
- Hacer la estrategia más invertible y poder desarrollar indicadores que identifiquen sobrerreacción de la BVL.

RATIO PRECIO-UTILIDAD COMO PREDICTOR DE LOS RETORNOS DEL IGBVL