

*¡El libro para invertir con sensatez para todos!*

# Invertir tus ahorros y multiplicar tu dinero

PARA

# DUMMIES

## Aprende a:

- Diseñar y gestionar tu propia cartera de inversión
- Dominar las estrategias para ganar en bolsa
- Planificar tu jubilación correctamente
- Entender los contratos bancarios, incluida la letra pequeña



**Ángel Faustino**  
*Asesor de inversiones  
y ejecutivo de banca*

**Invertir tus ahorros y  
multiplicar tu dinero**

PARA

**DUMMIES™**

Ángel Faustino





# Índice

---

Portada

El autor

Agradecimientos

Introducción

Parte I: Empieza a pensar como un inversor

Capítulo 1. No es solo dinero

Capítulo 2. La gran verdad de la inversión: rentabilidad y riesgo

Capítulo 3. Por qué la economía clásica no sirve para invertir (pero esta sí)

Parte II: La carta, por favor: clases de activos

Capítulo 4. Cuando tú eres el banco: bonos

Capítulo 5. Luces, cámara... ¡Acciones!

Capítulo 6. Cómo seleccionar acciones ganadoras

Capítulo 7. Inmuebles y otros activos duros

Parte III: ¿Qué envoltorio te gusta más? Productos financieros

Capítulo 8. Los fondos de inversión

Capítulo 9. Planes de pensiones

Capítulo 10. Seguros, una forma de invertir y ahorrar

Capítulo 11. Productos derivados y estructurados

Capítulo 12. Nuevas tendencias de la inversión

Parte IV: Si no sabes qué comprar... ¡compra el índice!

Capítulo 13. Qué es un índice y para qué sirve

Capítulo 14. BRIC, mercados emergentes y mercados frontera

Capítulo 15. Cómo invertir en índices de forma fácil y eficiente

Parte V: Construye tu cartera

Capítulo 16. Gestión de carteras 1.0

Capítulo 17. El secreto de los gestores profesionales: asset allocation

Capítulo 18. Por qué Warren es uno de los hombres más ricos del mundo (y sí, es el Warren que te imaginas)

Capítulo 19. El gran reto que te espera: invertir en un mundo sin crecimiento

Parte VI: Los decálogos

Capítulo 20. Diez hábitos extra que te convertirán en un inversor de éxito

Capítulo 21. Diez reflexiones imprescindibles para una jubilación feliz

Capítulo 22. Diez errores imperdonables de la inversión en bolsa

Capítulo 23. Los diez errores comunes de los inversores españoles

Capítulo 24. Diez fuentes de información tradicionales y online (y alguna más)

## **Apéndices**

[Apéndice 1. El abecé del análisis fundamental](#)

[Apéndice 2. El abecé del análisis técnico](#)

[Bibliografía recomendada](#)

## **Créditos**

**Te damos las gracias por adquirir este EBOOK**

Visita **Planetadelibros.com** y descubre una nueva forma de disfrutar de la lectura

---

**¡Regístrate y accede a contenidos exclusivos!**

Próximos lanzamientos

Clubs de lectura con autores

Concursos y promociones

Áreas temáticas

Presentaciones de libros

Noticias destacadas

**PlanetadeLibros.com**

---

**Comparte tu opinión en la ficha del libro  
y en nuestras redes sociales:**



**Explora Descubre Comparte**



## La fórmula del éxito

Tomamos un tema de actualidad y de interés general, añadimos el nombre de un autor reconocido, montones de contenido útil y un formato fácil para el lector y a la vez divertido, y ahí tenemos un libro clásico de la serie ...*para Dummies*.

Millones de lectores satisfechos en todo el mundo coinciden en afirmar que la serie ...*para Dummies* ha revolucionado la forma de aproximarse al conocimiento mediante libros que ofrecen contenido serio y profundo con un toque de informalidad y en lenguaje sencillo.

Los libros de la serie ...*para Dummies* están dirigidos a los lectores de todas las edades y niveles del conocimiento interesados en encontrar una manera profesional, directa y a la vez entretenida de aproximarse a la información que necesitan.



[www.paradummies.es](http://www.paradummies.es)  
[www.facebook.com/paradummies](https://www.facebook.com/paradummies)  
@ParaDummies

## ¡Entra a formar parte de la comunidad Dummies!

El sitio web de la colección *Para Dummies* está pensado para que tengas a mano toda la información que puedas necesitar sobre los libros publicados. Además, te permite conocer las últimas novedades antes de que se publiquen y acceder a muchos contenidos extra, por ejemplo, los audios de los libros de idiomas.

Desde nuestra página web, también puedes ponerte en contacto con nosotros para comentarnos todo lo que te apetezca, así como resolver tus dudas o consultas.

También puedes seguirnos en Facebook ([www.facebook.com/paradummies](https://www.facebook.com/paradummies)), un espacio donde intercambiar impresiones con otros lectores de la colección, y en Twitter @ParaDummies, para conocer en todo momento las últimas noticias del mundo Para Dummies.

## 10 cosas divertidas que puedes hacer en

**[www.paradummies.es](http://www.paradummies.es) y en nuestra página en Facebook**

1. Consultar la lista completa de libros ...*para Dummies*.
2. Descubrir las novedades que vayan publicándose.
3. Ponerte en contacto con la editorial.
4. Suscribirte a la Newsletter de novedades editoriales.
5. Trabajar con los contenidos extra, como los audios de los libros de idiomas.
6. Ponerte en contacto con otros lectores para intercambiar opiniones.

7. Comprar otros libros de la colección a través del link de la librería Casa del Libro.
8. ¡Publicar tus propias fotos! en la página de Facebook.
9. Conocer otros libros publicados por el Grupo Planeta.
10. Informarte sobre promociones, descuentos, presentaciones de libros, etc.

*Descubre nuestros interesantes y divertidos vídeos  
en nuestro canal de Youtube:*

*[www.youtube.com/paradummies](http://www.youtube.com/paradummies)*

*¡Los libros Para Dummies también están disponibles  
en e-book y en aplicación para iPad!*

## **El autor**

---

**Ángel Faustino** desarrolla su actividad profesional en el sector financiero, donde lleva más de veinticinco años trabajando, en puestos de responsabilidad tanto en banca corporativa como en banca privada.

Especializado en planificación patrimonial y asesoramiento financiero para grupos familiares empresariales, acredita una larga experiencia como gestor de carteras de acciones y de fondos de inversión. En los últimos años se ha centrado en la gestión de carteras con ETF (*Exchange Traded Funds*).

Su formación académica es de primer orden: Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales, PDD por el IESE, Postgrado en Gestión Patrimonial y Banca Privada por el CEU-Universidad Abat Oliba, Posgrado en Dirección Financiera por Idec-Universitat Pompeu Fabra y Executive Program en Financial Planning por el IEB. Además, en 2010 obtuvo la certificación de EFP- European Financial Planner por EFPA España.

En 2012 se incorporó al Comité de Exámenes, que es la organización EFPA España, el organismo encargado de preparar y redactar los exámenes que cada año se convocan para los aspirantes a las certificaciones profesionales que concede esta institución.

Es autor del blog “Aprendiendo a invertir como los profesionales” ([www.angelfaustino.com](http://www.angelfaustino.com)), donde cada semana publica un post sobre algún tema de actualidad financiera. También es autor del libro *Todo lo que tu banco debería contarte antes de invertir* (Gestión 2000, 2012) y ganador del premio EFPA España y Funds People al mejor artículo financiero de opinión del año 2013 con “¿Hacia una (nueva) banca privada de calidad?”.

Ángel Faustino es un gran aficionado al fútbol, deporte al que recurre para extraer ejemplos, como varios de los que encontrarás en este libro, así como al cine. Y aunque pueda sonar extraño, afirma que las finanzas son, además de su profesión, su pasión.

## Agradecimientos

Escribir un libro, aunque sea sobre una materia que te guste, te exprime y presiona y saca lo mejor de ti en forma de capacidad de trabajo y lo peor, en forma de mal humor y ausencias.

Y no me refiero solo a ausencias físicas...

Todo mi agradecimiento para los míos; para mi familia y para mis amigos por su paciencia y cariño. Ya se van acostumbrando a que cuando me toca escribir conviven con un clon que se me parece mucho pero que en realidad no soy yo, porque mi mente vaga por otras latitudes. Mi agradecimiento y cariño para ellos.

También quiero dar las gracias a todos los que a lo largo de mi carrera profesional me han ayudado mostrándome cómo se hacen bien las cosas y confiando en mí. Y, gracias a Dios, son tantos que me faltaría espacio para nombrarlos pero sería injusto no destacar a Teo, Terrafo, Manolete, Patxi, JET, Jaime, Don Manuel, Julián, Maxi, Nacho... y me dejo muchos y muchos más.

Mi agradecimiento a la organización que más está haciendo por la educación financiera de este país, EFPA España, y de la que tengo el honor de formar parte. Quiero dar las gracias, especialmente, al presidente del comité de acreditación y certificación por la responsabilidad que me han concedido dentro del comité de exámenes. Muchas gracias, Alfonso.

Y me dejo para el final a un gran equipo. Mi agradecimiento para el equipo Para Dummies, dirigido por Núria Barba. Sin su trabajo este libro no hubiera sido posible; si hay una colección que por su especial formato exige trabajar en equipo más que cualquier otra es esta. O sea que donde pone autor pueden poner a un servidor y a todos los que forman el equipo de esta colección.

Y por supuesto no me quiero olvidar de la primera persona que confió en mí como autor financiero: Roger Domingo. Todo mi agradecimiento por tu confianza.

## Introducción

---

*Caveat Emptor!*

O, lo que es lo mismo, ¡cuidado, comprador!

Esta cita no es gratuita, no soy de los que van predicando el fin del mundo, pero he querido que este libro sea, en cada uno de sus capítulos, una invitación a la prudencia y la racionalidad.

En nuestro mundo, invertir no es una cuestión optativa. Nos guste o no, nos ha tocado vivir un cambio social complicado y la época en la que el Estado nos aseguraba los ingresos desde que nos jubilábamos hasta nuestro fallecimiento es algo que desaparecerá dentro unos años. El río se está secando y algún día dejará de salir agua del grifo.

Y cuando llegue ese día, ¿qué será de ti? A algunos, les pillará el toro. Otros, como tú, habrán aprendido a invertir. Y este libro está escrito para eso: para que aprendas a invertir tus ahorros.

Invertir bien es uno de los grandes retos de nuestra sociedad. Y la gran paradoja es que, aun sabiendo lo importante que es, apenas hay formación accesible al público en general más allá de algunas iniciativas poco conocidas, como los planes de formación financiera de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y poca cosa más.

Empecemos echando un vistazo a la escuela. En la España de 2015, en los colegios de Primaria y de Secundaria no se estudia nada relacionado con la inversión, y en Bachillerato los alumnos que eligen la rama de Ciencias Sociales tienen un par de asignaturas donde estudian una Introducción a la Economía y a la Economía de la Empresa (los que eligen otras ramas, ni eso). Pero de finanzas personales, nada. No se explican aspectos tan importantes en la vida de las personas como aprender a diseñar una planificación financiera básica, el funcionamiento de los mercados financieros, qué productos de ahorro ofrecen los bancos, cómo funcionan las bolsas o los mercados de divisas o las diferentes formas de preparar la jubilación. Ni siquiera se toca la historia financiera reciente, de la que hay mucho que aprender y que además puede ser incluso divertida de explicar al público adolescente (pagaría por dar una clase mostrando a los bachilleres las andanzas del Lobo de Wall Street o de Gordon Gekko).

Y en las universidades más de lo mismo. Se puede acabar la carrera de Derecho o la de Medicina sin tener idea de cómo funcionan las finanzas. Y déjame ser malo: un economista puede salir de la facultad sabiendo hacer cálculos vectoriales y matrices pero sin tener clara la diferencia entre un fondo de inversión y un ETF, cosa que tú sabrás cuando acabes de leer este libro. Es triste, pero en un país donde un presidente del Gobierno tuvo que aprender economía “en dos tardes”, ¿qué esperabas? Así nos va.

Si de mí dependiera, incluiría en todos los planes de estudio una mínima base de finanzas personales. Cuatro cositas sobre el uso del dinero en Primaria, algo más en Bachillerato y contenido potente y de mayor enjundia en la universidad. Nos iría mejor a todos, le iría mejor al país. Saldrían personas más cultas que sabrían qué es un presupuesto y cómo se maneja, sabrían gestionar y hacer crecer sus ahorros, no serían fácilmente manejables para que comprasen activos financieros tóxicos, sabrían planificar su jubilación y no ataría su suerte a la del “papá” Estado.

Pero como no soy político y el alcance de mi actuación es muy limitado, me dedico a poner mi granito de arena a través de un blog semanal y de libros como el que tienes entre tus manos, que estoy convencido que puede ser una herramienta muy potente para tus finanzas si le das una oportunidad y le dedicas un poco de tiempo.

Es justo reconocer que el mundo de la inversión es complejo, y voy más allá: lo hacemos complejo. Es normal que cuando a un inversor de a pie se le recomienda que invierta en *high yield* o en un fondo de retorno absoluto, se ponga a la defensiva, o peor aún, tome una actitud pasiva y acepte la recomendación de su banquero de confianza sin análisis personal previo alguno. Por mi parte, voy a intentar explicarte todo lo que necesitas (y un poco más) para invertir bien.

Antes de entrar en materia, permíteme volver el inicio de esta introducción y rescatar ese gran consejo que, aunque tiene más de dos mil años de antigüedad, sigue vigente. Sabiduría de la Roma imperial: *Caveat emptor*. Cuida de ti mismo y no permitas que te vendan la moto. Y menos después de leer este libro.

## Sobre este libro

Te voy a contar mis penas: escribir un libro Para Dummies me ha costado más que escribir un libro de mayor complejidad enfocado a inversores expertos o profesionales de la inversión; pero ahí está la gracia y el gran acierto de esta colección:

- ✓ Hay muchos libros con mayor calidad técnica que éste, escritos por profesores de universidad y gestores de carteras de nivel mundial, pero muchas veces quedan fuera del alcance del aspirante a inversor. Son teóricos o muy complejos (o teóricos y muy complejos a la vez) y sirven de poco para quien quiere invertir sus ahorros.
- ✓ También hay muchos libros sobre la inversión que son accesibles, pero que se quedan en panfletillos que no ayudan mucho. Todo lo que prometa ganar mucho en poco tiempo, hacerte rico trabajando pocas horas, el sistema de inversión que te hará batir al mercado y ganchos por el estilo no son más que *matarratos* que te pueden hacer gracia pero poco más.

Lo que he intentado escribir es un libro que te ofrezca lo siguiente:

- ✓ Un marco intelectual desde el que plantear tus inversiones. Vale, eso de “marco intelectual” suena pedante pero créeme que no es la intención. Quiero que antes de empezar a mover tu dinero pienses en los porqué. ¿Por qué inviertes? Dicen que quien tiene un porqué siempre encuentra el cómo. Encuentra tu cómo.
- ✓ Una herramienta que abarque con rigor, pero de forma desenfadada, una amplia variedad de aspectos. No es un libro de bolsa, pero toca lo necesario de la bolsa. No es un libro de renta fija, pero enseña bastante más de lo imprescindible sobre este tema. No es un libro de fondos de inversión o de planes de pensiones, pero también los verás en profundidad. No hay lagunas. No solo te explico lo básico desde el inicio, sino que entrará en aspectos tales como qué es un índice bursátil o un mercado emergente. Y no me quedo en la teoría, también te explico cómo puedes invertir en ellos de forma práctica. Y no dejaré de lado los seguros de vida, el *crowdfunding* o la inversión a través de *bitcoins* (y sí, también hay espacio para las inversiones éticas). Incluso he incluido un apéndice introductorio de análisis fundamental y otro de análisis técnico... ¡Si es que por el precio de un libro te llevas la biblioteca entera de finanzas ☺!

## Qué es lo que no vas a encontrar

- ✓ Éste es un libro de conocimientos y método, no de predicciones. Tampoco he incluido análisis sesudos sobre qué mercados podemos esperar que funcionen bien en los próximos años.
- ✓ Aunque el tema esté de moda, no es un libro de *trading* ni de especulación. Vuelve a leer el título; pone “Invertir”, y de eso va. Aprovecho para advertirte que la especulación en bolsa o en el mercado de divisas no está al alcance de todo el mundo (aunque te quieran convencer de lo contrario). Pero la inversión sí. Y te lo dice un *trader*.

- ✓ La verdad de la buena es que un inversor particular que se dedica a gestionar sus ahorros no necesita saber muchas mates ni mucha economía. Sin embargo, verás que he dedicado dos capítulos a estas materias y te recomiendo que los leas, pero no necesitas aprenderte las fórmulas que te doy, salvo que tengas un especial interés en ello (si es así, ¡háztelo mirar!). Los he incluido por dos motivos:
- El de los números te ayudará a entender la relación rentabilidad-riesgo, que es el *quid* de la cuestión, y en el de economía me gustaría que te centraras en la curva de tipos y lo que hacen los bancos centrales con ella, que realmente es un concepto importante.
  - El segundo motivo es que tengo que parecer un tipo serio y poner fórmulas ayuda.

## Convenciones usadas en este libro

La lógica de estilo de los libros Para Dummies es muy sencilla y no hay que entretenerse demasiado en su explicación. Sin embargo, hay algunos puntos que me parece importante indicarte:

- ✓ En este mundillo de la inversión y las finanzas, los reyes de la fiesta son los estadounidenses y a ellos debemos gran parte del vocabulario que utilizamos los profesionales de este sector. Cuando existe, te he puesto el término en español junto al inglés (en cursiva), pero cuando no es el caso, solo encontrarás la expresión americana y, si ya es de uso común, la he dejado en redonda.
- ✓ Pongo en negrita los conceptos clave en las enumeraciones.
- ✓ Las direcciones de internet las reconocerás fácilmente porque están en esta fuente.

## Algunas suposiciones

He escrito este libro pensando en distintas tipologías de lector:

- ✓ No has invertido jamás más allá de la cuenta a plazo fijo del banco y ahora que ya no te pagan nada quieres saber cómo puedes hacer crecer tu dinero.
- ✓ Has invertido sin demasiada suerte en fondos de inversión u otros productos financieros que te recomendaba tu banco y te gustaría aprender lo suficiente para invertir por tu cuenta (y cambiar tu suerte).
- ✓ Has invertido en bolsa de forma intuitiva y, tras algún leñazo, crees que ha llegado la hora de aprender algún método profesional o algo que se le

parezca antes de quedarte sin un céntimo.

- ✓ El futuro te preocupa y has decidido aprender a invertir para tener un patrimonio a largo plazo.

Quizá todo sea más sencillo y, siguiendo el título del libro, eres un lector que, simple y llanamente, quiere multiplicar su dinero. Pues sí, este libro también es para ti.

## Cómo está organizado este libro

Este libro consta de seis partes y dos apéndices. La idea es que cada parte tenga vida propia y aglutine parcelas de conocimiento relacionadas entre sí. Veámoslo:

### **Parte I. Empieza a pensar como un inversor**

Te sonará exagerado, pero para mí el primer capítulo es el más importante del libro. Mi objetivo es hacerte pensar, que te plantees cómo es invertir y por qué debes hacerlo. El resto del libro es técnica. Los dos capítulos que siguen son los dos pilares sobre los que basarás tus decisiones financieras: la relación rentabilidad- riesgo y algo de economía básica.

### **Parte II. La carta, por favor: clases de activos**

Imprescindible. Uno de los grandes errores de los inversores y, peor aún, de algunos asesores financieros, es recomendar productos financieros sin saber en qué activos hay que invertir. Tienes todo lo que necesitas y más sobre bonos, acciones y activos alternativos.

### **Parte III. ¿Qué envoltorio te gusta más? Productos financieros**

Fondos y planes de pensiones son los reyes de este jardín, pero no pierdas de vista lo bien que te pueden ir los seguros y, si eres un *geek*, no dejes de revisar cómo funcionan los *bitcoins*.

### **Parte IV. Si no sabes qué comprar... ¡compra el índice!**

Un inversor particular como tú tiene pocas posibilidades de acertar qué acciones van a subir (lo siento, la vida es dura). Es más fácil acertar con los mercados, y la forma de comprar un mercado, es comprar su índice. Y se puede. A partir de este momento, los ETF entrarán en tu vida financiera. También conocerás países muy

lejanos en los que, si compras el índice, invertir es más fácil.

## Parte V. Construye tu cartera

Un libro para inversores particulares no tiene que enrollarse demasiado en la gestión de carteras académica, pero debe ofrecerte sus aplicaciones. Y lo tienes en esta parte, en la que además aprenderás a invertir como el genio de la bolsa, Warren Buffett. Para cerrar este bloque, te ofrezco unas pautas para invertir en el nuevo mundo que viene: un mundo sin inflación.

## Parte VI. Los decálogos

Es una tradición de los libros Para Dummies cerrarlos con una serie de decálogos. Por si los de mi propia cosecha no te sirven, te he incluido también uno serio: el que elaboró hace pocos años la EFPA España. Y esta gente sí que sabe sobre inversiones.

Además he añadido un par de apéndices introductorios un poco más sesudos, el primero sobre el análisis fundamental y el segundo sobre análisis técnico. Y cuando digo introductorios exagero, porque no llegan a serlo. Pero te darán una idea para que te suene la música.

## Iconos utilizados en este libro

A lo largo del libro verás que he marcado algunos párrafos con iconos. Los he puesto para ayudarte a encontrar la información que buscas de manera más rápida o para señalarte a qué creo que debes prestar más atención.



Cuando encuentres este ícono, lee atentamente. Lo he reservado para marcar toda la información que creo que debes recordar.



He usado este ícono para señalar los párrafos en los que defino un concepto clave que seguro que te será útil.



Este ícono te marcará consejos o ideas para invertir tus ahorros. Mi intención es que todos los consejos que leas sean útiles y se puedan aplicar fácilmente, pero seguirlos o no es cosa tuya.



Como bien dice la sabiduría popular, “una imagen vale más que mil palabras”. Este ícono no marca imágenes, sino ejemplos que te ayudarán a entender la información y que espero que valgan más que mil palabras.



Ten especial cuidado con la información que acompaña a este ícono, ya que lo he reservado para aspectos de la inversión que te pueden traer problemas si no los planteas bien.

## Cómo seguir a partir de aquí

Una de las gracias de esta colección es que cualquier capítulo se puede leer de forma aislada, es decir, el libro se puede leer sin seguir un orden concreto. Por ejemplo:

- ✓ ¿Que te interesa invertir a largo plazo a través de seguros de vida? Ve al capítulo 10. Los tienes todos, explicados uno a uno y con las ventajas fiscales de la inversión en seguros detallada.
- ✓ Si lo tuyo es la bolsa, puedes construirte un itinerario particular con los capítulos 5 (que trata aspectos generales de la bolsa), 6 (que ofrece pautas para crear un método objetivo para invertir) y 18 (que te explica cómo invierte Warren Buffett).
- ✓ Si quieres aprender sobre renta fija, pasa directamente al capítulo 4.
- ✓ Aunque el libro está diseñado para ser leído en el orden que prefieras, déjame que te dé un primer consejo: si eres nuevo en esto de las inversiones, lo mejor es que empieces por el capítulo 1, luego por el 2 y así hasta el final. Saldrás ganando.

## **Parte I**

---

**Empieza a pensar como  
un inversor**

## **En esta parte...**

Decía el gran maestro de la inversión André Kostolany que “no es necesario saberlo todo, sino entenderlo todo”. Y de eso va esta parte. Para mí, el primer capítulo del libro es el más importante con diferencia: te proporcionará el marco conceptual adecuado para afrontar el proceso de invertir tus ahorros.

Si aprendes a pensar como un inversor y orientas bien tu plan de inversiones, la parte más técnica no debería preocuparte demasiado. Ten en cuenta que, además de una buena mentalidad, las otras dos patas del pensamiento inversor son dos: la primera, tener algunas ideas muy claras sobre economía, pero no sobre la economía del telediario, sino sobre la que te interesa para invertir; y la segunda, controlar la rentabilidad y el riesgo, lo que podría resumirse en una frase que te ayudará a no cometer grandes errores (cuando la leas, sabrás a qué me refiero). Y aunque esa frase te será muy útil, no está de más profundizar en esa gran verdad que se desprende del binomio rentabilidad-riesgo, que es de lo que realmente va este juego.

## **Capítulo 1**

---

### **No es solo dinero**

---

#### **En este capítulo**

- ▶ Te guste o no, estás obligado a invertir
  - ▶ El tiempo importa (casi) tanto como el dinero
  - ▶ Amigos y enemigos: interés compuesto, inflación e impuestos
  - ▶ Por qué necesitas a un asesor financiero certificado
- 

“Empieza haciendo lo necesario, luego aquello que sea posible y acabarás haciendo lo imposible.”

SAN FRANCISCO DE ASÍS

Si relacionas la inversión con un señor con chistera que se fuma un puro, te equivocas...

Si relacionas la inversión con ricos que quieren ser mucho más ricos, te equivocas...

Si relacionas la inversión con especuladores y brokers de Wall Street, te vuelves a equivocar...

A efectos prácticos quedémonos con la idea que invertir es colocar nuestro dinero en diferentes clases de activos a cambio de obtener una rentabilidad a lo largo del tiempo; para entendernos: invertir significa poner a trabajar tu dinero. ¿Y qué se invierte? Pues normalmente dinero o patrimonio. En cualquier caso, en este libro trataremos de la inversión de dinero o de bienes que tengan un valor monetario. ¿Y cuáles son esos activos en los que invertimos dinero para obtener una rentabilidad? Pueden ser activos financieros, como la deuda del Estado, por ejemplo, unas acciones de una empresa o activos reales, como inmuebles.

### **Invertir no es una afición**

En nuestra sociedad, invertir no debería ser una actividad opcional. Es una necesidad. En cada época de la historia hay aspectos que requieren la atención de la sociedad, y dadas las características estructurales de nuestra población, invertir es, y todavía lo será más, una cuestión prioritaria. En una sociedad desarrollada en la que la esperanza de vida aumenta con cada nueva generación y en la que algunos países carecen de un sistema de pensiones, invertir debería ser lo normal, como ir a comprar al súper.

## Católico o protestante

En el mundo anglosajón, la iniciativa privada tiene más tradición que en el nuestro, y por ello nos llevan muchísimos años de ventaja en cuanto a cultura inversora. Un trabajador estadounidense sabe, desde que empieza a trabajar, que debe ahorrar e invertir para hacer frente a su jubilación. Habitualmente se utilizan unos planes llamados “401k”, similares a un plan de pensiones privado que se hacen en las propias empresas para sus trabajadores y al que el empleado destina una parte de su sueldo todos los meses, y al cual, si así se ha acordado, la empresa también contribuye. También existe la opción de suscribir un IRA (Individual Retirement Account), que sería, más o menos, equivalente a nuestros planes de pensiones.

Esto no implica que en los países donde prima la iniciativa privada no existan las pensiones públicas que, aunque muy reducidas, existen. Significa que la gente no deja su bienestar futuro en manos del Estado. En España todavía tenemos un largo camino por recorrer. Las inversiones a largo plazo destinadas a cubrir la jubilación son muy pequeñas si se comparan con otras economías más avanzadas. Nuestra mentalidad sigue siendo la del siglo pasado. Seguimos confiando en que la Seguridad Social se hará cargo de nuestra pensión y podremos pasar una fantástica vejez haciendo gimnasia durante todo el año en las playas de Benidorm. ¿Sí? ¿Seguro? Pues será mejor que le eches un vistazo al recuadro gris “¿Quién pagará tu pensión?”...

### ¿Quién pagará tu pensión?

Sobre las pensiones opina todo el mundo: el gobierno, los sindicatos, la oposición, los institutos de economía... Nosotros vamos a ser serios y no opinaremos; simplemente vamos a valorar los datos que nos ofrece el Instituto Nacional de Estadística (INE) en su trabajo sobre la “Proyección de la población de España 2014-2064” publicado el 28 de octubre de 2014. De acuerdo con el INE, debemos tener en cuenta que:

- ✓ Si se mantienen las tendencias demográficas actuales, España perderá un millón de habitantes en los próximos 15 años y 5,6 millones en los próximos 50 años.
- ✓ El porcentaje de población mayor de 65 años, que actualmente se sitúa en el 18,2 %, será del 24,9 % en 2029 y del 38,7 % en 2064.
- ✓ El número de nacimientos seguirá reduciéndose en los próximos años, siguiendo la tendencia iniciada en

2009. Así, en los quince años que van de 2014 a 2028 nacerán unos 5,1 millones de niños, un 24,8 % menos que en los quince años anteriores. Eso nos planta en 2029 con una cifra anual de nacimientos de 298.202, un 27,1% menos que en la actualidad.

- La edad media para ser madre, que actualmente se sitúa en los 31,7 años, seguirá creciendo hasta acercarse a los 33 años al final del periodo.
- En 2064, la esperanza de vida de las mujeres será de 95,8 años (frente a los 87,9 años de 2014) y la de los hombres de 92,4 (actualmente es de 84). Eso significa que una mujer que se jubile a los 65, tendrá por delante 30,8 años de vida, y un hombre que se jubile a los 65, vivirá de media otros 27,4 años más.
- En el año 2029, en España residirán 11,3 millones de personas mayores de 64 años, 2,9 millones más que en la actualidad (un 34,1 % más). Y esta cifra se incrementará hasta 15,8 millones de personas (un 87,5 % más) hacia el año 2069.

En conclusión:

- En España seremos menos, pero a largo plazo seremos muchísimos menos.
- La población envejece; España se convertirá en un país de muchos viejos y pocos jóvenes.
- Como aumenta la esperanza de vida, el periodo entre la edad de jubilación y el fallecimiento es cada vez mayor.

A simple vista, se ve que la pirámide de población se tambalea. Como su nombre indica, debería tener forma de pirámide, pero ¿la tiene? La base (gente joven y de mediana edad) cada vez es más estrecha y el ápice (población mayor de 45 años) cada vez es más ancho. Se está desequilibrando, y ya sabéis qué pasa con las construcciones cuando se desequilibran: se desmoronan.

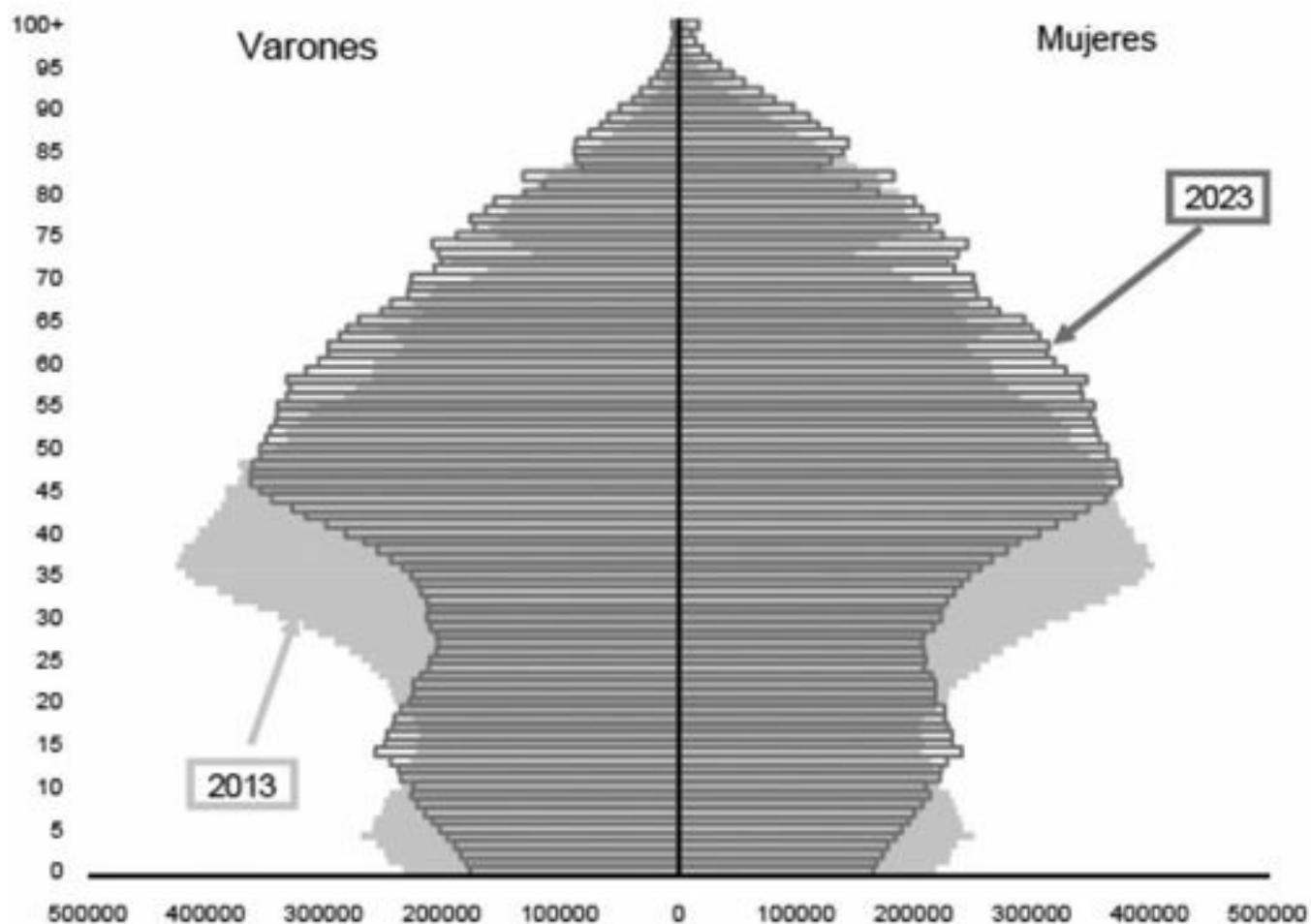
## Quién trabaja aquí



La *tasa de dependencia* relaciona la población que no tiene edad para trabajar con la población activa (la que tiene edad para trabajar, que en España se encuentra entre los 16 y 64 años).

En 2013, la tasa de dependencia era del 51 %. De cada 100 personas, 51 no estaban en edad de trabajar, bien porque eran niños, bien porque eran jubilados.

**Pirámide de población. Años 2013 y 2023**  
**España**



**Figura 1-1**

Piramide poblacional española 2013-2023 INE “Proyección de la población española a corto plazo 2013-2023”

**Tabla 1-1. Tasas de dependencia INE “Proyección de la población española a corto plazo 2013-2023”**

Años	Mayores de 64 años (%)	Menores de 16 años (%)	Total (menores de 16 y mayores de 64 años) (%)
2008	24,2	23,0	47,2
2009	24,5	23,2	47,7
2010	24,9	23,5	48,4
2011	25,5	23,8	49,3
2012	26,1	24,1	50,1
2013	26,7	24,3	51,0
2014	27,6	24,6	52,2
2015	28,4	24,9	53,3
2016	29,1	25,0	54,1
2017	29,8	25,0	54,8
2018	30,6	25,1	55,7
2019	31,4	25,0	56,5
2020	32,2	24,9	57,1
2021	33,1	24,6	57,7
2022	34,0	24,4	58,4
2023	35,1	24,1	59,2

Fuente: 2000-2013. Indicadores demográficos básicos: 2014-2023. Proyección de población a corto plazo.

En 2023, la tasa de dependencia prevista es del 59 %. De cada 100 personas, 59 no estarán en edad de trabajar. De cada 100 españoles, solo 41 podrán trabajar y cotizar en la Seguridad Social. Ya no quiero incluir en la ecuación el alto nivel de paro estructural, porque, si de cada 100, solo pueden trabajar 49, y de esos 49 hay casi 10 en paro (20 % tasa de desempleo) la conclusión es “apaga y vámonos” porque este país no es viable.

Fíjate en la columna “Mayores de 64 años”. Como ves, pasa del 26,7 % en 2013, al 35,1 % en 2023. Cada vez vivimos más, y eso es una gran noticia para todos excepto para las finanzas públicas. Según la estructura actual, no podremos aguantar este ritmo de aumento de la esperanza de vida.



Y no estoy subiéndome al tren de la demagogia barata del político de turno. En la versión digital del periódico *ABC* del 22 de julio de 2014, en un artículo de Javier González Navarro, podemos leer el siguiente titular:

*La “hucha de las pensiones”, en su nivel más bajo desde 2007.*

*Después de las últimas disposiciones, el Fondo de Reserva se queda con 48.722 millones de euros. La Seguridad Social ha sacado 24.651 millones desde 2012.*

La cuenta atrás ha empezado. El gobierno español ya está usando nuestros ahorros para pagar las pensiones de hoy. Y no sirve decir eso de “algo haremos”. Haremos ¿el qué? ¿Qué crees que pasará cuando la hucha se vacíe?

### Puedes preocuparte o puedes ocuparte

Ante esta situación, tienes dos opciones: ir al supermercado y agotar las existencias de pañuelos de papel para secarte las lágrimas, o poner a trabajar tu plan de inversiones que, por modesto que sea, te garantizo que es mejor que cruzarse de brazos. El gobierno de turno hará lo que pueda, pero los números son tozudos y los ahorros dan para lo que dan. Es el momento de poner tu dinero a trabajar. Y yo te ayudaré con la parte difícil.

Ya llegas tarde... ¡espabila!

## Los grandes errores de los inversores novatos



Hay distintas maneras de empezar a invertir y todas pueden ser válidas. Pero te voy a decir cómo no debes empezar. Si evitas estos errores típicos, estarás bien encaminado:

- ✓ No empieces a invertir siguiendo las recomendaciones de los medios de comunicación.
- ✓ No empieces a invertir sin tener un plan sobre qué quieres conseguir y cómo hacerlo.
- ✓ No metas tu dinero en el producto de moda si no has hecho un análisis previo.

- ✓ Ni se te ocurra invertir en cosas que no entiendas a la perfección.
- ✓ No empires a invertir en productos que ofrecen rentabilidades anormalmente altas (y si la oferta te llega por medio de una llamada de teléfono o un anuncio en internet, sal corriendo).
- ✓ No te dejes seducir por los “amables” y *gratuitos* consejos que te dan en tu banco para que inviertas. Aunque te inviten a café o a almorzar, si tu cuenta lo merece...
- ✓ No empires a invertir porque tienes un amigo que tiene un amigo que está en el paro y se ha hecho agente financiero o corredor de seguros y necesita clientes (y como tú eres buena gente no le vas a decir que no...).
- ✓ Y regla final: no empires a invertir si no tienes unos conocimientos mínimos sobre inversiones.

Pero no te asistes, la buena noticia es que el libro que estás leyendo tiene un único objetivo: que entres en el mundo de la inversión cometiendo el mínimo de errores posibles (porque, no te engañes, errores cometerás, como todo el mundo). Acertar no es solo tener conocimientos, que en este libro tienes todos los que necesitas y más, sino saber cómo enfocar un proceso inversor y adaptarlo a tus circunstancias personales.

## **La mejor inversión no es la que más acierta: es la que menos errores comete**

Hay personas que miran las cotizaciones del Ibex en internet y creen que con eso y su capacidad para distinguir una buena empresa de la que no lo es (todo sin consultar cifra ni análisis alguno, ¿para qué?) saltan al campo de juego. Y digo “campo de juego”, porque, al final, los mercados no son más que un gran campo de juego. Lo malo es que este juego no tiene normas fijas, son muy cambiantes y no se hacen distinciones entre profesionales y aficionados, entre grandes tiburones y *pezqueñines*. Y tú ya sabes en qué equipo estás, ¿no?

Imagínate que en lugar de jugar el partidillo con tus compañeros de trabajo, donde no desentonas o incluso juegas bien, sales a un campo de fútbol a jugar contra Cristiano Ronaldo o Messi... ¿Seguirías jugando bien? No pongo en duda tus habilidades futbolísticas, pero a no ser que te llames Andrés y seas natural de Fuentealbilla, provincia de Albacete, la respuesta es un gran no (me refiero a Andrés Iniesta, claro). Que me dispensen los futboleros, pero el ejemplo es válido para cualquier actividad: si tu deporte es el tenis, ¿te jugarías la cena contra Nadal? En ese caso, tus posibilidades de cenar gratis son menos que cero. Cuando inviertes, te encuentras con mucho pardillo como tú, pero también te metes en la cancha con los “Nadales” de la inversión. Y no suelen ser tan majos como el de verdad: ellos quieren tu dinero.

Aunque el ejemplo te parezca exagerado, es lo que te encontrarás en el mundo de la inversión: profesionales muy preparados. Ya no oigo risas. Eso de tener que enfrentarse a un lobo de Wall Street, que sabe más que tú, con más medios que tú, que lleva toda la vida estudiando finanzas y que dedica toda su jornada laboral a los mercados ya no es tan divertido...

En los mercados financieros entrarás a jugar con profesionales y debes estar preparado para hacerlo bien y cometer el menor número de errores posibles.

Y vuelvo a esa escuela de vida que es el deporte: “El fútbol es un juego de errores. Y gana el equipo que menos errores comete”, Johan Cruyff. Cambia la palabra *fútbol* por *inversión*. Es una afirmación válida al ciento por ciento.



La inversión es un juego de errores, y gana el inversor que menos comete.

La respuesta a la pregunta ¿cómo se empieza a invertir? no es “invirtiendo” sin más. Al menos no en la fase inicial. Como te he dicho, se trata de cometer los menos errores posibles y eso solo se consigue con preparación: estudiando todo lo posible sobre inversiones, leyendo la prensa, familiarizándote con los mercados y con el tipo de productos en los que vas a invertir y, sobre todo, pensando, que alguien dijo que es el ejercicio más duro que existe. Y cuando tengas esos conocimientos básicos, lo siguiente es organizar tu plan de inversiones y seguirlo con cierta periodicidad, como te explico en el siguiente apartado.

## **Inversión = dinero + tiempo**

Aunque en la definición que te daba al principio del capítulo te explicaba que invertir es destinar un bien, dinero, en nuestro caso, a un activo para conseguir un beneficio, en realidad he omitido el otro sumando de la ecuación: el tiempo.

## **Más vale tarde que nunca**



Empieza a definir tu plan de inversiones como si fuera un objetivo personal. Ya has visto que probablemente necesitarás un plan de pensiones privado. A lo mejor quieres cambiarte de casa o ahorrar para la educación de tus

hijos, invertir en un negocio propio... cada uno tiene sus objetivos.

Haz el ejercicio de convertir tus objetivos personales en objetivos financieros y establece tu hoja de ruta para alcanzarlos; eso marcará los rasgos principales de tu plan de inversión. Un plan de inversión se basa en situar objetivos financieros en el tiempo.

Tu plan de inversión no tiene por qué tener un único horizonte temporal, pues puedes tener distintos objetivos en diferentes momentos de tu vida. Quizá tengas un plan de inversiones para cambiar de casa en cinco años, y eso no debería afectar a tu plan a largo plazo de ahorro para la jubilación. Puedes y debes tener un horizonte temporal distinto para cada objetivo.

El tiempo disponible te ayudará a decidir si un objetivo de inversión es o no razonable. No tiene sentido que quieras jubilarte a los 50 años si empiezas a invertir a los 45. Pero si empiezas más joven y con un plazo de entre 25 y 30 años, hay muchas posibilidades de que lo consigas.



Nunca tenemos suficiente tiempo para todo lo que queremos hacer y siempre es más tarde de lo que creemos, pero, como dice la sabiduría popular, más vale tarde que nunca. Lo único que debes hacer es ser realista con el tiempo que te queda como inversor activo y marcarte objetivos realizables.

Si tienes 55 años y te quedan 10 hasta la jubilación, puedes diseñar el mejor plan de inversión del mundo... para un horizonte temporal de 10 años. No busques imposibles, porque raramente funcionan.

## **Lo que no puede ser no puede ser (y además es imposible)**



¿Qué es un imposible? Diseñar un plan de inversión sin el beneficio del tiempo y contar con rentabilidades anormalmente altas.

Si tu plan de inversión se basa en conseguir un 35 % anual compuesto (ya te explicaré qué es esto de “compuesto” un poco más adelante, en este capítulo) a lo largo de los próximos doce años porque es la rentabilidad que necesitas, te lo digo ya: no lo conseguirás. Es más, si buscas esa rentabilidad, es probable que asumas unos niveles de riesgo inadecuados y tu plan de inversiones se hundirá.

El papel lo aguanta todo y un Excel todavía más, pero tu plan de inversiones tiene que ser realista y basarse en rendimientos razonables y alcanzables según el rendimiento promedio que han dado los mercados a lo largo del tiempo.



La clave del éxito en un plan de inversión que dispone del tiempo suficiente para madurar no es tanto ser un gurú de las finanzas sino tener un plan sólido y disciplina para seguirlo. Mucha disciplina.

## **Sin jardinero no hay jardín**

Otro aspecto relacionado con el tiempo, y que a menudo los inversores no suelen tener en cuenta, es el tiempo que van a dedicar a seguir ese plan de inversión.

Dime una cosa, ¿verdad que cuando te cambias de coche, antes de tomar cualquier decisión, te compras revistas especializadas, consultas información y comparativas en internet y buscas opiniones? Sabes qué es el ABS, el ESP, los caballos que tendrá tu coche nuevo y cuánto tarda en alcanzar los 100 km por hora.

Y ¿qué haces cuando te vas de vacaciones? ¿Quién no mira Trip Advisor o algún foro de viajeros para ver qué no hay que perderse, cuáles son los precios, los mejores medios de transporte, la previsión del tiempo y hasta la valoración de la limpieza del hotel?

Con tus inversiones... dime, ¿qué fuentes de información consultarás? ¿Compararás las recomendaciones de tu banco con las de otros expertos? ¿Cada cuánto te sentarás a ver cómo evoluciona tu cartera? ¿Cada cuánto valorarás alternativas mejores a lo que tienes?

El jardín son tus inversiones y el jardinero eres tú. Si no cuidas de tu jardín, tus plantas no crecerán... Pues con tus inversiones puede llegar a pasar exactamente lo mismo: se marchitarán.



Mi recomendación es que cudes de tu jardín una vez a la semana. No tiene por qué ser un trabajo intenso. Se trata de ver la evolución de tu cartera y si las cosas marchan según lo previsto o hay que hacer algún ajuste. Cuando diseñas tu cartera es importante que te lo pongas fácil. Lo simple funciona. Una cartera de cuatro acciones bien escogidas puede funcionar mejor que el producto

estructurado más complejo del mundo construido con derivados. La simplicidad te permitirá, además, un seguimiento asequible.

Como dicen en inglés: “*KISS, keep it simple, stupid!*” (¡Simplifica, guapete!).

## “La culpa fue del cha cha cha...

... que tú me enseñaste a bailar”... ¡Céntrate, hombre, que esto es serio! ¿Cómo puedes estar tatareando una canción mientras estudias finanzas?

Si tu plan de inversiones no acaba de funcionar no es culpa del gobierno, de los mercados o de los “malditos especuladores”, ni siquiera de tu banco. Dedica tiempo a tus inversiones y, si tienes la mala idea de crear un plan de inversiones complejo, deberás dedicarle muchísimo más tiempo.



Recurro a un ejemplo no tan lejano: seguramente hayas oído que han surgido muchas quejas (y demandas) por la comercialización de participaciones preferentes de bancos islandeses (en el capítulo 4 te explico qué es un producto complejo de renta fija, ese que los bancos islandeses tuvieron la mala idea de ofrecer con unos intereses muy altos, intereses que luego no pagaron ni tampoco devolvieron la inversión). Desde luego, no voy a defender la venta de estos productos, pero te diré que en el folleto con la información legal sobre el producto había 11 páginas que alertaban de los riesgos de esta inversión que, como podrás imaginar, era muy rentable. ¿Crees que alguien, y lamentablemente incluyó a los profesionales, se leyó las once páginas de pe a pa (en inglés, además)? ¿O crees que en su momento nos quedamos deslumbrados con la rentabilidad que ofrecían y ya está?



Tú eres el responsable final de tus inversiones.

Ya te he dado dos consejos clave para invertir que valen mucho más que “encontrar el próximo Apple...” (cosa que, además, nadie puede prometerte aunque te quiera vender la moto):

- ✓ Invierte a la defensiva: es más importante no cometer grandes errores que buscar grandes aciertos.
- ✓ Lo simple funciona: hazlo fácil e invierte en aquello que entiendas.

Si sigues estos consejos a rajatabla, podrás sobrevivir en la jungla financiera, así que si las cosas te salen mal por no seguirlos, no busques culpables fuera. Te lo repito: solo tú eres responsable de tus inversiones.

## Te tienes que aburrir

Aunque los límites entre invertir y especular suelen ser difusos, invertir es más aburrido que especular, pero más seguro. Para que todos lo tengamos claro, voy a definir los tres perfiles básicos de los aspirantes a inversor:

### Inversor

Como te adelantaba al inicio del capítulo, invertir consiste en colocar un patrimonio en algún activo con el fin de mantener su valor y hacerlo crecer con el paso del tiempo.

De esta definición me gustaría destacar tres aspectos:



- ✓ Los activos pueden ser financieros o reales. Puedes comprar acciones del Ibex 35 o invertir en un pequeño negocio; puedes invertir en bonos del Estado o comprar plazas de parking en tu ciudad. Todo son inversiones, pero nosotros nos centraremos en la inversión financiera.
- ✓ Busca “mantener el valor”. No pienses en términos nominales, hazlo en términos reales. Tu patrimonio vale cada día menos debido a la inflación. Cien euros de hace veinte años (vale, eran pesetas, pero para el ejemplo nos sirve) no valen hoy cien euros, valen menos.
- ✓ “A lo largo del tiempo”: un plan de inversión bien desarrollado (como el que tú harás cuando acabes de leer este libro) implica planificar unos objetivos y seguirlos con disciplina a lo largo de los años. Disciplina y años. Años y disciplina. Eso es invertir.

Por mi experiencia profesional puedo asegurarte que hay multitud de inversores equivocados en cuanto a su planteamiento financiero. Creen que invertir es una continua sucesión de especulaciones y se pasan el día buscando oportunidades de comprar barato y vender caro. También favorecen una continua rotación entre distintas clases de activos y buscan el que creen que se comportará mejor el mes que viene. Cambian la cartera mes a mes según la que tiene mejor pinta. Si estás en esta división de inversores, pasa a la siguiente definición.

## Especulador

Especular también es una forma de invertir nuestro dinero, pero aquí, a diferencia de lo que sucede con la inversión, es muy importante el factor tiempo. El especulador busca obtener alta rentabilidad en un tiempo muy corto. Se podría decir que la especulación es conseguir que poco dinero se convierta en mucho en poco tiempo. Y si pensamos en los especuladores de postín, se trata de que mucho dinero se convierta en cantidades obscenas de dinero, como consiguió el especulador financiero estadounidense George Soros en 1992, que ganó más de 1.000 millones de dólares en su ataque contra la libra esterlina, que provocó la quiebra del Banco de Inglaterra. O el grupo de banca de inversión Goldman Sachs en 2007, que ganó 11.600 millones de dólares cuando el resto de bancos perdían dinero gracias a una estrategia bajista (ya te explicaré en qué consiste en el capítulo 17) sobre los productos *subprime* y sobre las acciones de las empresas financieras más expuestas al mercado hipotecario *subprime*.

¡Especular mola! No hay nada más divertido en las finanzas que especular. El *boom* que vive el mundo con el *daytrading* o con la inversión en Forex (mercado de divisas) es una muestra de ello. Además, la especulación hace promesas muy atractivas: “trabaja pocas horas al día”, “gana dinero sin esfuerzo”.



En el mundo del dinero, como en la vida, cuando algo parece demasiado bueno para ser verdad... es que no lo es.

La parte positiva de la especulación te la acabo de contar: es divertida y hay reclamos que afirman que se puede vivir muy bien con muy poco esfuerzo. La verdad es que los especuladores profesionales son verdaderos estudiosos de la inversión que dedican muchas horas a su oficio (porque la especulación profesional es un oficio a tiempo completo). Los especuladores son verdaderos expertos en análisis técnico, conocen en profundidad el funcionamiento de la economía financiera, dedican mucho tiempo a analizar los mercados y las relaciones entre ellos (bolsa-bonos, bonos-materias primas, cruces de divisas, etc.) y, además, tienen un conocimiento sobre tecnología y sistemas informáticos muy por encima de la media. Lo único a lo que los especuladores dedican pocas horas al día es a salir a comer, ya que el mercado americano abre entre las 14.30 y las 15.00 horas y suelen estar al pie del cañón. Te aseguro que las jornadas de trabajo de los especuladores no son cortas y la fortaleza mental que requiere la especulación no se consigue sin el entrenamiento adecuado.



Invertir está al alcance de todo el mundo. Especular no. Si algún día te tientan los cantos de sirena de la especulación y no puedes (ni quieres) resistirte, aparta un capital que no afecte al grueso de tus inversiones. Quizá lo pierdas todo, pero te habrás divertido (y aprendido) a base de bien.

## Jugador

Todo el mundo debe invertir, es una necesidad. Los más preparados pueden especular, si quieren y si realmente saben lo que tienen entre manos. Pero lo que nunca se debe hacer, nunca, nunca, es jugar.

Te propongo una definición casera para el perfil del jugador financiero: “Dícese del homínido que coloca su dinero en activos, en general arriesgados, porque su inteligencia natural, sus dotes innatas para las inversiones o sus fuentes de toda solvencia lo han llevado a alguna de las siguientes situaciones”:

- ✓ Ha recibido un soplo que solo él y unos pocos elegidos más conocen.
- ✓ Su olfato natural le ha llevado a decidir, tras un análisis de unos 7 segundos, que determinada inversión tendrá éxito. Los motivos pueden ser tan variopintos como que le guste el nombre de un fondo llamado “Strategic Return European Overseas Enhanced Mode” o tras un argumento tan contundente como “es una buena empresa”.



Ya te lo dijo tu madre: nadie da duros a cuatro pesetas. Y el mundo de la inversión no es diferente, nadie regala nada y siempre hay algún primo que paga las fiestas: la fiesta de las *puntocom*, de las *subprime*, de las preferentes, de los estructurados... Puedes ser mejor o peor inversor, pero jamás cojas el rol del primo que paga el pato. ¡Eres mi lector, mi amigo, así que te prohíbo que hagas el burro y te arruines haciendo el tonto por ahí!

## El bueno, el feo y el malo

En este apartado te presentaré a los artistas invitados que estarán siempre presentes en tu plan de inversiones. Son los acompañantes inseparables de tu dinero, su séquito. Empecemos.

## El bueno



El bueno es el **interés compuesto**. Es el arma más potente para aumentar tu patrimonio. Consiste en que los rendimientos que arroja tu inversión se suman a la misma y cada vez generan mayores rendimientos. Es lo más parecido a un círculo virtuoso. Inviertes 100 y consigues un 5 %, tienes 105, al año siguiente vuelves a ganar un 5 % pero ya no ganarás 5, ganarás 5,25 ya que la base ha cambiado (ya no partes de 100, sino de 105) y así año tras año. A lo largo del tiempo los resultados son espectaculares.

**Tabla 1-2. Valor de 100.000 euros a 10, 20 y 30 años a diferentes tasas de interés compuesto**

	5%	10%	15%	20%
Inicio	100.000	100.000	100.000	100.000
10 años	162.889	259.374	404.555	619.173
20 años	265.329	672.749	1.636.653	3.833.759
30 años	432.194	1.744.940	6.621.177	23.737.631

## El feo



El feo es la **inflación**. Consiste en el aumento generalizado del nivel de precios y afecta directamente a tu patrimonio porque merma tu poder adquisitivo. La mejor forma de entender qué es la inflación es con situaciones reales.



Este es un anuncio de venta de una casa en Madrid publicado en el diario *ABC* el sábado 10 de marzo de 1984: “Boadilla: unifamiliar, cinco dormitorios, tres salones, piscina iluminada, parcela 1.500 m, calefacción central, 20.000.000 [pesetas]”. Una vivienda unifamiliar en Boadilla (una buena zona de las afueras de Madrid) con piscina costaba 120.000 euros. Como inversor, el razonamiento es que lo que en 1984 comprabas por 120.000 euros no lo compras en 2014 ni en broma. Si en 1984 no invertiste tu dinero, tu capacidad de compra ha disminuido de forma notable. Y ya tienes otro motivo para entender que invertir

no es una opción.

**Tabla 1-3. Cómo la inflación erosiona tu riqueza. Pérdida de poder adquisitivo de 1.000 euros**

(cifras en euros)	2%	3%	4%	5%
Inicio	1.000	1.000	1.000	1.000
10 años	820	744	676	614
20 años	673	554	456	377
30 años	552	412	308	231



La **rentabilidad nominal** es la que obtienes en euros corrientes y la rentabilidad real es la que obtienes una vez descontada la inflación.

La forma correcta de calcularlo es la siguiente:

$$Ir = \frac{1 + In}{(1 + g)} - 1,$$

y el resultado lo damos en porcentaje. Sustituye *In* por interés real y *g* por inflación y seguro que ya entiendes la fórmula, ¿verdad?

Si tu cartera te ha dado un interés nominal del 10 % y la inflación es del 0,03 %, tu rentabilidad real será de:

$$Ir = \frac{(1 + 0,10)}{(1 + 0,03)} - 1 = 6,80 \%$$

(este cálculo se efectúa en tanto por uno, tal como te explico en el capítulo 2).

Esta es la forma complicada de calcularlo, pero existe un atajo que seguro que se te habrá ocurrido:

$$10 \% - 0,03 \% = 7 \%$$

¡Es lo que hace todo el mundo! Y se aproxima bastante al resultado real.

## El malo

El malísimo. Los **impuestos**. Te guste o no, siempre tendrás un socio en tus inversiones, el gobierno, y este socio es como ese amigo que cuando tiene dinero en el bolsillo no sabemos de él y cuando está sin blanca nos lo encontramos cada día. Cuando tus inversiones vayan mal, tu socio impositivo no te ayudará mucho (aunque es cierto que, con límites, las perdidas son deducibles) pero cuando te vayan bien... cuando te vayan bien te pegará un sablazo de los buenos y no podrás hacer nada por evitarlo.

En función de la legislación fiscal vigente en cada momento (ya sabes que las tradiciones más arraigadas en nuestro país son los toros y cambiar la normativa fiscal cada año) pagarás entre un 20 % y un 24 % (tipos marginales para las rentas integradas en la base imponible del ahorro para 2015).



Supongamos que en la inversión anterior te ha tocado pagar un 20 % de impuestos. Al principio, tú eras un tipo feliz que había ganado el 10 %, la rentabilidad promedio de las bolsas ¡bien! Pero llega la hora de pagar impuestos y, con el 20 % que has pagado, se te queda en un 8 %. No está nada mal, pero ¿y ahora qué? La inflación. Haciendo la cuenta de la vieja, sé que a mi 7,5 % le tengo que restar el 3 %, con lo que al final me queda un 5 % de rentabilidad real. Y eso en un año bueno y asumiendo los riesgos que requiere buscar un 10 %. En resumen, has pasado de un flamante 10 % nominal a un escuchimizado 5 % real.



Atosigando a tu inversión siempre tendrás dos pajarracos que atacan directamente a su rentabilidad. Uno son los impuestos; el otro, la inflación. Parte del éxito de algunos productos financieros son las ventajas fiscales que ofrecen: para que te vayan sonando los nombres, te adelanto que los fondos de inversión te permiten diferir el pago de impuestos (personas físicas residentes) y los planes de pensiones y los PPA (Planes de Previsiones Asegurados, un producto financiero similar a los planes de pensiones) te permiten pagar menos impuestos a corto plazo (reducción de las bases imponibles). Lo verás en el capítulo 10.

## Tu peor enemigo eres tú

La inflación y los impuestos son un juego de niños al lado de los jueguecitos mentales que tu ingenio activará en cuanto diseñes un plan de inversiones. Tu

vocecilla interior te puede regalar lindezas como estas:

“Ponle más bolsa, so bobo, pareces una abuela”.

“Cuidado, no vayas a perder lo poco que tienes, un depósito y a correr”.

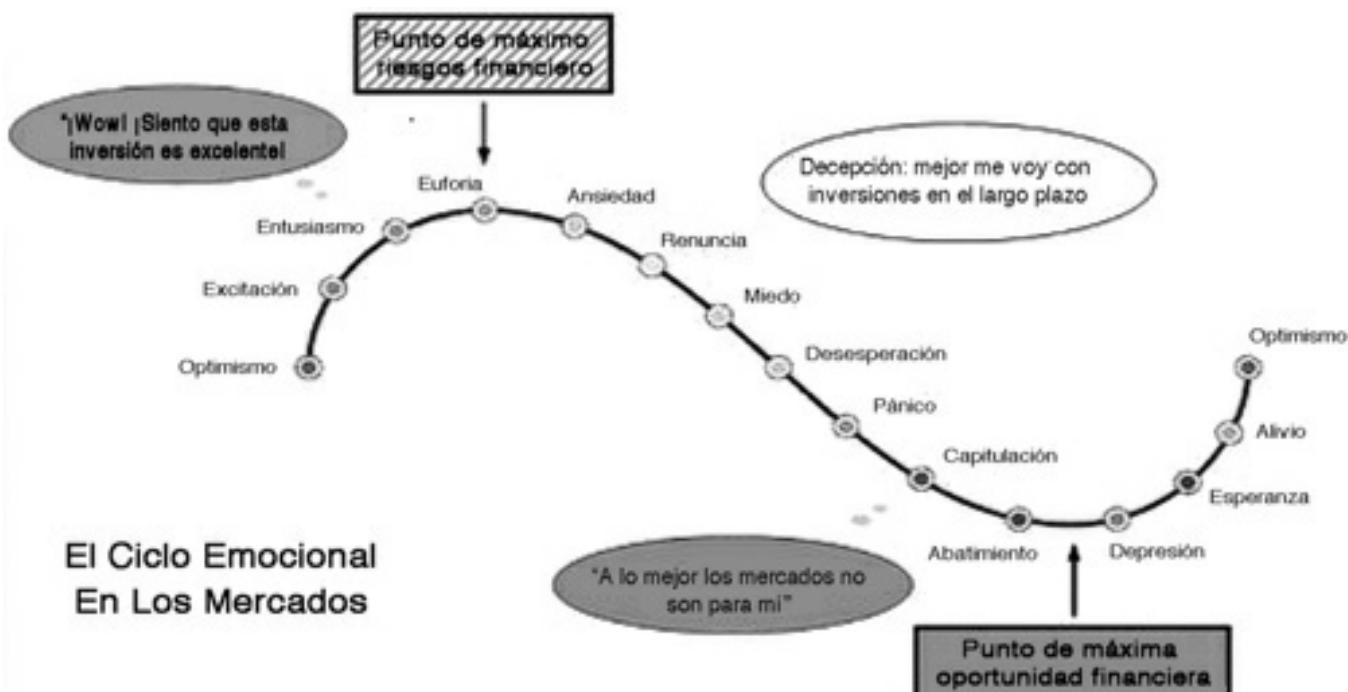
“Esta vez no puedo fallar, el mercado me lo debe”.

Benjamin Graham, maestro del gurú de las inversiones Warren Buffett y considerado el creador de la inversión en valor (*El inversor inteligente*, publicado en español por Deusto, es imprescindible), afirma que “el principal problema del inversor —e incluso su peor enemigo— suele ser él mismo”. Y no puedo estar más de acuerdo.

Por mi profesión, me he encontrado con muchísima gente que, cuando estaba en una inversión conservadora, quería cambiar a una inversión arriesgada si esta iba bien. Y cuando estaba en la arriesgada, al mínimo contratiempo quería volver a la conservadora de nuevo. Esto es vivir en una continua montaña rusa de emociones y así no se puede gestionar un plan de inversiones. Los gestores de la multinacional de servicios financieros Fidelity Investments se dieron cuenta de esto hace mucho y, con la facilidad que tienen los americanos para explicar las cosas serias de forma divertida, crearon un gráfico que representa “la evolución del sentimiento bursátil” de Fidelity Investments (adaptado al español).



Cuando tomamos decisiones de inversión con la amígdala estas suelen ser de las malas. Tranquilidad y disciplina inversora.



**Figura 1-2**

Evolución del sentimiento bursátil

### Lo malo de las emociones es que ¡no podemos evitarlas!

Las emociones se localizan en la parte más primitiva de nuestro cerebro, en el cerebro reptiliano, concretamente en una zona que se llama amígdala. Antes te he recomendado “pensar” sobre tu plan de inversiones. No es que esto de las inversiones sea filosofía zen o física cuántica, sino que la neurociencia ha descubierto que las decisiones se toman a través de dos canales: uno lento y preciso que se basa en la lógica, y otro rápido y vago que se basa en las emociones. Cuando estamos relajados y disponemos de tiempo, nuestro cerebro suele recurrir al método pausado para tomar decisiones, pero cuando estamos estresados y no pensamos con claridad se impone la amígdala.

Antes hemos hablado de la especulación, estresante profesión donde se toman decisiones de inversión en cortos lapsos de tiempo. ¿Sabes cuál es el principal factor del éxito en la especulación? ¿Saber mucho de finanzas? No. ¿Estar todo el día delante de la pantalla? No. ¿Tener una intuición sobrenatural? No. El factor número uno de éxito en la especulación es tener un plan previo y cumplirlo a rajatabla. Es la red de seguridad de los especuladores para no suicidarse financieramente. En la inversión tenemos más margen, pero recuerda que te he insistido en tener un plan previo y poner las cosas fáciles.



Como inversor, sufrirás episodios en los que las emociones te invadirán e incitarán a salir de tu plan de inversiones previsto. Si las cosas te van muy bien, querrás asumir más riesgos y, si te van muy mal, querrás tirar todo tu plan a la basura. Haz un esfuerzo e intenta que la parte lógica del cerebro se imponga a la reptiliana. No tomes decisiones importantes en caliente, primero medita y valóralas con tranquilidad y tiempo.

### Necesitas un socio

Vale, el objetivo de este libro es que aprendas a invertir tus ahorros, pero tener el apoyo de un experto es una buena idea... siempre y cuando actúe a tu favor.

Si lo intentas en plan llanero solitario y no eres muy cuidadoso, acabarás incluyendo tus inversiones en una lista como esta:

- |                                  |       |
|----------------------------------|-------|
| ✓ Compra del supermercado:       | 87 €  |
| ✓ Suscripción plan de pensiones: | 250 € |

✓ Entradas del cine:	28 €
✓ Abono dividendos plan de inversiones:	1.300 €
✓ Comida a domicilio:	43 €

Y te acabarás liando o tendrás que dedicar más tiempo del que querías a aclarar tus cuentas.



Te recomiendo que diferencies las cuentas que usas para tus inversiones y no las mezcles con las destinadas a tus gastos habituales. O, mejor aún, déjate asesorar por un especialista.

No hay normas para escoger socio. En España la proximidad de la oficina bancaria sigue siendo un factor fundamental, pero tiene los días contados. Toda una generación de nativos digitales operará (en realidad ya lo hace) a través de internet. Entonces, ¿quién te puede ayudar a gestionar la cartera?

Debes valorar tres factores:

- ✓ Oferta de productos.
- ✓ Capacidad tecnológica.
- ✓ Calidad del asesoramiento financiero.



En cuanto a la oferta de productos, la clave es que ofrezca arquitectura abierta de verdad. **Arquitectura abierta** significa que puedes acceder a todo tipo de productos financieros, no solo a los de tu banco. Se suele asociar a los fondos de inversión, y cada vez es más común que cualquier banco te ofrezca fondos de inversión de las principales gestoras de fondos del mundo. Se trata de escoger en cada momento el producto financiero óptimo para tu cartera, aunque sea de un banco distinto de aquel en el que tienes tu cuenta. Y cuando digo “arquitectura abierta de verdad” me refiero a que no deben existir límites. Hoy por hoy, en los planes de pensiones apenas hay arquitectura abierta en España, otras veces se reduce a una serie restringida de productos que suelen tener unas comisiones muy altas. Esto no es arquitectura abierta. Por suerte, hay bancos y agencias de valores que ofrecen una gama de productos de alcance mundial que cubren las necesidades que pueda tener un inversor particular.

Sobre la capacidad tecnológica no hay mucho que decir: el banco que no invierta en ello y ofrezca en cada momento la mejor tecnología disponible se quedará sin clientes a medida que se produzca el relevo generacional.

Por lo que respecta a la calidad del asesoramiento financiero, existe una forma de asegurar una mínima competencia. Todos los bancos dicen que sus asesores son estupendos profesionales y que nos van a dedicar mucho tiempo. También presumen de que están “excelentemente formados” y mil cosas más. No te fíes. Las cosas se hacen, no se dicen.

Desde un punto de vista técnico y objetivo, lo único que puedes valorar es si tu asesor financiero dispone de una certificación profesional de prestigio. Si tiene certificación profesional, habrá superado unos exámenes y cumplirá unos mínimos. Punto. Más objetividad y menos palabrería. En el mundo anglosajón hace mucho tiempo que esto lo tienen claro: o se supera un examen de conocimientos y se firma un código ético o no se puede ejercer la profesión de asesor financiero.



En España, la organización de más prestigio y con mayor número de asociados es EFPA España (*European Financial Planning Association*), filial de EFPA Europe (la mayor asociación europea de asesores financieros, presente en 12 países). En nuestro país cuenta con 10.500 profesionales certificados (teniendo en cuenta que es un sector en el que trabajan 200.000 profesionales, 10.500 no es mucho, pero por algo se empieza).

La EFPA ofrece dos certificaciones profesionales:

- ✓ Asesor Financiero Europeo o EFA (*European Financial Advisor*). Este certificado avala la aptitud profesional para ejercer tareas de asesor financiero a particulares en cuestiones de banca personal o privada.
- ✓ Planificador Financiero Europeo o EFP (*European Financial Planner*). Certifica la idoneidad profesional para ejercer tareas de planificación financiera integral de alto nivel de complejidad y volumen en banca privada o *family offices*, las plataformas de inversión de los grandes patrimonios. En general, estos profesionales ofrecen servicios de consultoría para patrimonios elevados.

En la web de EFPA España <[www.efpa.es](http://www.efpa.es)> encontrarás un buscador de asociados y, si pones el nombre de tu asesor, te dirá si tiene una de estas dos certificaciones. Si no aparece, no tiene ninguna. No sé, quizás te plantees en echar un vistazo, no vaya a ser que...

Además de las certificaciones de EFPA España, existen otras certificaciones de gran prestigio a nivel mundial aunque con un número muy limitado de profesionales ejerciendo en España. Y, cómo no, Estados Unidos se lleva la palma. En ese país se exige tener la Serie 7 (equivalente al EFA) para trabajar como asesor financiero. Otras certificaciones relevantes son las estadounidenses CAIA, CFA y CFP y las europeas CEFA/CIIA.

EFPA España acredita que tu asesor tiene los conocimientos necesarios para realizar su tarea y que debe cumplir un estricto código ético, pero invertir no solo son conocimientos. La experiencia también cuenta, y si tu asesor peina canas (o ya no le queda nada que peinar) mejor.

## El antivirus de tus inversiones: Mifid

Supongo que no hace falta que te explique que debes colocar tu dinero en inversiones que se adecuen a tus conocimientos y experiencia inversora. Pues te equivocas. Sí que te hace falta. Y te hace tanta falta que no te lo digo yo: te lo dicen hasta las autoridades europeas.

Como las autoridades no se fían ni del supuesto buen juicio de los inversores (ni de la supuesta buena fe de los asesores financieros), han establecido unas medidas para protegernos de nosotros mismos:

- ✓ Mifid.
- ✓ El semáforo de la CNMV.

Mifid (*Markets in Financial Instruments Directive*) es la directiva de Mercados de Instrumentos Financieros vigente en toda la zona euro y funciona desde 2007. Básicamente, clasifica los productos financieros según el nivel de riesgo que presentan y clasifica a los inversores con el fin de determinar el grado de protección que deben recibir de su entidad financiera. En román paladino, si eres un inversor minorista, no te pueden ofrecer un producto complejo de alto riesgo para inversores profesionales.

Para determinar tu nivel Mifid te harán un test: hazlo bien. Sin prisas. Piensa en lo que respondes porque es tu chaleco antibalas. Y, sobre todo, hazlo tú: si el del banco se ofrece amablemente a completarlo para ahorrarte tiempo, da un “no” tajante por respuesta. Haz el test sin prisas, sin timidez y de la forma más sincera posible. La Mifid, como medida de protección, ha sido revisada por las autoridades europeas. En su nueva versión (Mifid II), está tomando más protagonismo y realmente ayudará a proteger tus inversiones (siempre y cuando respondas a conciencia).



Si en un momento dado quieres contratar un producto que no se adecua a tu perfil Mifid, deberás firmar un *disclaimer* o cláusula de descargo en la que dejas claro que es un producto con un riesgo elevado y que eres consciente y responsable del mismo (y te lo harán firmar de tu puño y letra). Si es tu decisión, adelante, pero si te acostumbras a firmar *disclaimers*, seguramente no has hecho bien el test o no estás invirtiendo dentro de los parámetros de riesgo aconsejables a tu nivel.

Como, por mucho test europeo que nos pongan delante, la CNMV sabe que somos un país poco dado a la letra —que pena, ¿verdad?— nos lo pone más fácil y ha ideado un sistema basado en colorines, como si fuese para niños: un semáforo. Los productos financieros se clasifican desde el verde intenso (nivel A), los productos financieros de menor riesgo, y va subiendo la escala a B (verde descafeinado), C (amarillo), D (naranja, selección holandesa) y hasta un nivel E (color rojo fuego), los que implican mayor riesgo (y ya sabes que quien juega con fuego...). El color y la letra se complementa con signos de admiración (dos signos de admiración juntos significan “Instrumento especialmente complejo cuya adquisición no se considera adecuada para inversores no profesionales”) y con candados (hay advertencias con uno, dos y hasta tres candados). Si quieres ver el detalle completo, la CNMV publicó una nota de prensa el 9 de septiembre de 2014 a la que puedes acceder por internet.



Por mucho que te enamore un producto financiero, si es rojo, tiene nivel E y dos signos de admiración, ¿qué harás? (aunque te lo recomiende el del banco).

## Capítulo 2

# La gran verdad de la inversión: rentabilidad y riesgo

---

### En este capítulo

- ▶ Cómo calcular la rentabilidad de tus inversiones
  - ▶ Qué es el riesgo y cómo se cuantifica
  - ▶ Valor del dinero en el tiempo (VDT)
- 

“La gente subestima la importancia de unas pocas buenas ideas simples. La lección es que unas pocas buenas ideas simples realmente funcionan.”

CHARLIE MUNGER

Si has leído la introducción, sabrás que he prometido ayudarte a invertir tus ahorros sin que tengas que aprender fórmulas matemáticas ni complejos conceptos de economía, lo que no quita que tanto unas como otros deban aparecer en un momento u otro de este libro. Por ejemplo en este capítulo, que es en el que hay más matemáticas de todo el libro. Pero no te asustes, no tengo un especial interés en que te aprendas las fórmulas o su aplicación. El esfuerzo que te pido es mucho más simple: quédate con los conceptos. En estas páginas encontrarás los conceptos base de las finanzas y te servirán en todas las decisiones de inversión que tomes.



Este capítulo, pues, es fundamental porque, a la hora de invertir, más allá de los productos, los adornos y la película que te cuenten, todo se reduce a valorar dos dimensiones:

- ✓ Qué rentabilidad esperas.
- ✓ Qué riesgo estás dispuesto a asumir para obtenerla.

Y da igual si hablamos de invertir en acciones de Telefónica, en bonos del Estado

o en apartamentos en la costa... ¿Qué rentabilidad esperas y qué riesgo vas a asumir a cambio?

Si la parte numérica de la inversión se te hace muy cuesta arriba, no te preocupes. El gran Warren Buffett (considerado uno de los mejores inversores de todos los tiempos y a quien dedicamos todo el capítulo 18) dijo una vez: “Si el cálculo o el álgebra fuesen imprescindibles para ser un buen inversor, tendría que volver a ser repartidor de periódicos”. En todo caso, no olvides el trato que acabamos de hacer: solo tendrás que aprenderte los conceptos.

## La palabra fascinante: rentabilidad

Antes de adentrarnos en este capítulo, creo que estamos de acuerdo en que la rentabilidad es el beneficio que obtienes por el dinero que inviertes. ¿Y cuál es el valor de esa rentabilidad? Seguro que estás pensando: “¡Venga, hombre! ¿Cómo no voy a saber la rentabilidad de mi inversión si me la pone el banco en la información que me envía?”. Pues bien, ¿quieres que nos apostemos algo? Te acepto la apuesta. Y vas a perder.

### Lo más intuitivo: la rentabilidad simple



Imagina que hace un año compraste una acción a 25 euros que hoy vale 30 euros. A la cuenta de la vieja has ganado 5 euros sobre una inversión de 25:

$$\frac{5}{25} \times 100 = 20\% \text{ (siempre te daré los resultados en porcentaje).}$$



Acabas de aplicar el cálculo de rentabilidad simple. Si es una acción, seguramente te habrán pagado un dividendo (en el capítulo 5 verás qué es esto de los dividendos). Supón que te han pagado 0,10 euros de dividendo, pues prepárate que aquí llega una formulita que te valdrá para cualquier cálculo.

$$\frac{(Precio Final - Precio Inicial) + Dividendo}{Precio Inicial}$$

En nuestro ejemplo:

$$\frac{(30 - 25) + 0,10}{25} = 0,204 \text{ en porcentaje} = 20,4\%$$

## Un poco más sofisticado: la rentabilidad compuesta



Ahora supón que vas a un banco y te ofrece un depósito a plazo fijo al 6 % a un año. Como ya sabes calcular la rentabilidad simple, es fácil, pones 100 euros y dentro de un año tendrás 106.

Pero vas a otro banco y te ofrece algo nuevo. Te dice que también te paga un 6 % a un año pero con rentabilidad compuesta trimestral. Lo que te están diciendo es que los intereses no te los pagarán a un año, sino que el banco los liquidará cada trimestre y se irán sumando a la base de cálculo (recuerda el interés compuesto del capítulo 1). Veamos cómo se calcula:



Rentabilidad compuesta:

$$C_n = C_o \times (1 + I_m)^{T \times m}$$

Donde:

- ✓  $C_n$  = Capital final.
- ✓  $C_o$  = Capital inicial.
- ✓  $I_m$  = tipo de interés nominal / frecuencia de capitalización.
- ✓  $m$  = frecuencia de capitalización: número de veces que se liquidan intereses.  
Si la liquidación es anual  $m = 1$ ; si es semestral,  $m = 2$ ; si es cuatrimestral,  $m = 3$ ; si es trimestral,  $m = 4$ ; y si es mensual,  $m = 12$ .
- ✓  $T$  = tiempo en años.

$$\text{En nuestro ejemplo: } Cn = 100 \times \frac{(1 + 0,06)^{1 \times 4} - 1}{0,06} = 106,14.$$

El “0,06” es el tipo de interés expresado en tanto por uno, que es la forma que se utiliza para hacer cálculos. Un 15 % expresado en tanto por uno sería 0,15, un 3 % expresado en tanto por uno es 0,03. La frecuencia “m” es de cuatro, ya que el banco nos liquida intereses de forma trimestral, es decir, cuatro veces al año.

*Et voilà!*, la magia del interés compuesto. Pagándonos lo mismo, un 6 % anual, el hacerlo con interés compuesto en lugar de simple hace que nuestra rentabilidad mejore y pase de un 6 a un 6,14 %.



Cuanto mayor sea la frecuencia de capitalización (las veces que te pagan los intereses durante la vida de tu inversión) más alta será la rentabilidad efectiva. Al 6,00 % anual que te pagan los dos bancos de los ejemplos anteriores se le llama Tipo de Interés Nominal, que verás en la publicidad de los bancos como TIN. Al tipo de interés que realmente obtienes (el 6,14%) se le llama Tipo de Interés Efectivo o TIE, y, por si querías más conceptos de tres letras, recuerda que, cuando contrates un depósito, las entidades tienen la obligación legal de darte la TAE, Tasa Anual Equivalente. La TAE indica la rentabilidad efectiva de un depósito (el TIE) incluyendo el impacto de las comisiones y los gastos (en la práctica no se suelen aplicar gastos y comisiones a un depósito o imposición a plazo fijo, por lo que la TIE casi siempre coincide con la TAE).



Cuando evalúes distintas ofertas bancarias para tus depósitos debes invertir en el que te ofrezca la TAE más alta... siempre y cuando la inversión sea al mismo plazo o similar. El cálculo de la TAE parte de la hipótesis de que los intereses pagados se reinvertirán al mismo tipo que el interés del depósito durante un año y eso, en la vida real, no funciona así. Una oferta tipo “depósito a tres meses TAE 3,25%” puede estar muy bien, pero fíjate en que la normativa legal obliga a dar el cálculo anualizado (tasa anual) como si el depósito fuese a durar un año, independientemente de cuál será su vencimiento real. Así que ojo con comparar un depósito a tres meses con un depósito a un año. No funciona. Compara depósitos con el mismo plazo.

**¿Te acuerdas del ca-rre-te?**

Ya has visto dos formas de calcular la rentabilidad: la forma básica o rentabilidad simple y la compuesta. Todavía quedan algunas fórmulas por ver, y lo cierto es que a partir de aquí se complica un poco la cosa (solo un poco). En medio de tanta fórmula, me gustaría recordarte el famoso “carrete”, que es lo que, al fin y al cabo, utilizan en los bancos cuando te liquidan los intereses, tanto de las imposiciones a plazo fijo como de los créditos.

$$\text{Carrete} = \frac{(\text{Capital} \times \text{RÉdito} \times \text{Tiempo})}{36.500}$$



(La cifra de 36.500 del denominador se explica porque el 100 del porcentaje del crédito se multiplica por los 365 días del año.)



Supón una imposición a plazo fijo de 3.000 euros que te paga el 5 % a 90 días. La forma de calcularla sería:

$$\frac{(3.000 \times 5 \times 90)}{36.500} = 36,98 \text{ euros}$$

Si eres un lector *dummy* perspicaz, te darás cuenta de que no te acaba de cuadrar: si te pagan el 5 % anual sobre 3.000 euros, son 150 euros anuales; como 90 días es un trimestre, una cuarta parte del año, si divido 150 entre 4 el resultado es 37,5 euros, entonces, ¿por qué salen 36,98 en nuestro cálculo?



Por el *cambio de base*. Es un concepto algo complejo y, si te pierdes con la explicación, no importa, es una herramienta de nivel profesional, aunque su lógica es básica: si un banco te aplica como base el año natural, puede perfectamente aplicar 365 días, lo que supone un divisor de 36.500, pero si aplica el año comercial, son 360 días, esto es, 36.000. Pudiera ser, y solo digo pudiera ser, que, cuando te liquiden un crédito, la base sea el año comercial (denominador menor, es decir, menos base, por lo tanto, resultado mayor, o sea, más intereses para el banco) y que cuando te paguen los intereses de una cuenta de ahorro a plazo fijo utilicen el año natural, 36.500 (denominador mayor, o sea, resultado más pequeño y, por lo tanto, menos intereses para ti). ¿Creías que los bancos son

tontos o qué?

## Cómo calcular la rentabilidad durante varios períodos

Ya hemos visto cómo calcular la rentabilidad simple de un periodo (un año, por ejemplo). Pero si tu inversión dura varios períodos y tienes la rentabilidad simple de cada uno, es muy sencillo calcular la rentabilidad total. Simplemente debes multiplicar (en tanto por uno, no te olvides) la rentabilidad de cada año.

Así, si en tres años has obtenido un 10 un 12 y un 6 % (en tanto por uno, 0,10, 0,12 y 0,06), tu rentabilidad acumulada es del:

$$R = [(1 + 0,10) \times (1 + 0,12) \times (1 + 0,06)] - 1 = 0,30592, \text{ y en porcentaje}$$

30,59 %

Esta forma de mostrar la rentabilidad es válida, aunque tiene sus inconvenientes. De hecho, cuando veamos los fondos de inversión (llegaremos a ellos en el capítulo 20) verás que uno de los datos que se dan es la “rentabilidad acumulada de los últimos tres años”, en este caso, el 30,59 %. Pero los datos acumulados tienen una pega: no nos sirven para hacer demasiadas previsiones. Por ejemplo, hay períodos de cinco años en los que la bolsa ha arrojado ganancias acumuladas del 80 % y más, y otros en los que ha arrojado pérdidas acumuladas del 70 % y más.



Estos bloques de rentabilidades acumuladas de varios años son poco manejables, y no podemos utilizarlos para hacer previsiones basadas en probabilidades.

## Rentabilidad media aritmética

Pensaba Aristóteles que la virtud consiste en saber encontrar el término medio entre dos extremos, y así debes ver la rentabilidad media aritmética.



La rentabilidad media aritmética es, simplemente, la suma de las rentabilidades dividida por el número de observaciones. Por ejemplo: mi cartera a lo largo de cinco años ha arrojado un 12, un 8, un 7, un -10 y un 3,5 %. La rentabilidad media aritmética será:

$$\text{Rentabilidad media aritmética} = \frac{R1 + R2 + \dots + Rt}{t}$$

donde  $R1$  es la rentabilidad del año 1, etc., y  $t$  el tiempo en años.

En nuestro caso:  $\frac{12 + 8 + 7 - 10 + 3,5}{5} = 4,10\%$

Recuerda este concepto, pues es una de las bases de la gestión de carteras que verás en el capítulo 16.

La media aritmética es una forma óptima de medir la rentabilidad media que has obtenido en un periodo de tiempo concreto. Además, es uno de los dos componentes básicos en la teoría moderna de carteras (te mueres por saber qué es eso, lo sé, pero paso a paso. Si no puedes esperar, consulta el capítulo 16).

Sin embargo, ¿estás seguro de que es una forma óptima para calcular la rentabilidad a lo largo del tiempo?



Vamos a comprobarlo con un ejemplo: supongamos que inviertes 100 euros y lo haces tan bien que el primer año ganas un 50 %. El segundo año la cosa pincha y pierdes un 50 %. Tu rentabilidad parece que sería nula, es decir, del 0 %, porque  $(+50 + -50) / 2 = 0$ . Lo comido por lo servido. Pues intenta ir a sacar los 100 euros que pusiste... ¡no los tienes! Solo te quedan 75 euros. Efectivamente, es así: invertiste 100 euros, ganaste un 50 %, por lo que tu saldo era de 150 euros ( $100 + 50$ ), y luego esa inversión cayó un 50 %, por lo que tienes 75 euros ( $150 - 75$ ). La media aritmética está bien calculada y no tiene ningún secreto, pero no muestra la realidad de lo que ha pasado.



Veámoslo con un ejemplo un poco más complejo. Supón una inversión con fuertes movimientos en su rentabilidad en la que has invertido 100 euros hace tres años. El primer año pierdes un 70 %, el segundo ganas un 266,67 % y el tercero pierdes un 54,55 %.

Es un valor que se mueve mucho, pero te ha ido muy bien. Tu gestor bancario te ha explicado que la rentabilidad media de la cartera es de nada más y nada menos que de un 47,37 % ( $-70 + 266,67 - 54,55 / 3$ ). ¡Champán para todos! Un 47,37 % de rentabilidad media dobla la que consiguen los mejores gestores de carteras del

mundo.

Pero tras el champán viene la resaca. Como puedes ver en la tabla 2-1, pusiste 100 euros y acabas con 50. ¿Qué ha ocurrido? Pues exactamente lo mismo que has visto en el caso más sencillo del +50 y del -50. La rentabilidad media aritmética da un resultado que no tiene nada que ver con la rentabilidad real que has obtenido.

**Tabla 2-1. Ejemplo de una inversión con tres rentabilidades distintas**

Año	Valor de la inversión	Rentabilidad
0	100	—
1	30	-70 %
2	110	266,67 %
3	50	-54,55 %

Está claro que la rentabilidad media aritmética no muestra de forma adecuada la evolución de una inversión a lo largo del tiempo.

## Rentabilidad media geométrica



La forma correcta de medir la rentabilidad de una inversión a lo largo del tiempo es a través de la media geométrica, y hay dos formas de calcularla:

- ✓  $GM = [(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots \times (1 + R_T)]^{1/T} - 1$ , donde  $R$  es la rentabilidad anual y  $T$  es el tiempo.

Sustituyendo los conceptos por los datos de la tabla 2-1 vemos que:  $GM = [(1 - 0,7) \times (1 + 2,6667) \times (1 - 0,5455)]^{1/3} - 1 = -0,2063$ , que en porcentaje es -20,63 %.

- ✓ También hay una fórmula más corta:  $GM = (Pf/Po)^{1/T} - 1$ ; donde  $Pf$  es el valor final de la inversión y  $Po$  es el valor inicial de la inversión. Si volvemos a nuestro ejemplo:  $GM = (50 / 100)^{1/3} - 1 = -0,2063$ , que en porcentaje es -20,63 %.

La forma de interpretar estos datos es que nuestra inversión nos ha dado una pérdida anual compuesta del 20,63 % anual.



Para obtener la rentabilidad real de tu inversión debes aplicar la rentabilidad media geométrica, también llamada rentabilidad compuesta media. Y no te asistes, que no estás solo a la hora de hacer estos cálculos, ya que las hojas de cálculo de Excel te proporcionarán la forma automática de hacerlo a través de la función *geomean*; las calculadoras financieras están programadas para ello.

## La regla del 72

Por el momento, vamos a dejar de lado las fórmulas complejas y te voy a explicar un pequeño truco que te permitirá saber rápidamente cuánto tiempo necesitas mantener una inversión para doblar tu capital ¿Quién no quiere doblar su capital?

Hay una curiosidad matemática con el tipo de interés compuesto y es que, haciendo un cálculo simple con el número 72, podemos determinar el número de años que necesitamos para doblar nuestra inversión.

$$\text{Años para doblar tu inversión} = \frac{72}{\text{tipo de interés}}$$

Así, si tu inversión crece al 4 % anual, la doblarás en 18 años ( $72 / 4$ ), pero si consigues que crezca al 12 % podrías conseguirlo en 6 años ( $72 / 12$ ).

Y si doblar te parece poco no hay problema, también tengo la regla del 115 para quien quiera jugar fuerte y triplicar su dinero. Tienes que hacer el mismo cálculo pero sustituyendo el 72 por 115. Si tu rentabilidad es del 12 %, tardarías 9 años y medio en triplicar tu inversión.

$$\frac{115}{12} = 9,58$$

Fácil, ¿verdad?

## Qué es el riesgo



La doctrina oficial dice que (léelo de carrerilla): el riesgo de una inversión corresponde exactamente a la volatilidad de las rentabilidades,

entendida esta como la medida estadística conocida como desviación estándar (a veces la encontrarás como desviación típica) o lo que es lo mismo, la raíz cuadrada del desvío cuadrático medio con respecto a la rentabilidad media aritmética (ya puedes respirar).

Para saber cuál es el riesgo de una inversión, debes hacer algo tan “intuitivo” como aplicar la fórmula de la desviación estándar que te indico a continuación:

$$\text{Varianza} = S^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_i - \tilde{x})^2$$

por lo que la desviación estándar será  $S = \sqrt{S^2}$

En esta fórmula,  $X_i$  son cada una de las observaciones,  $\tilde{x}$  es la media aritmética del conjunto de observaciones analizado y  $n$  el número total de observaciones. Pero ¿de verdad alguien se acuerda de hacer raíces cuadradas? La fórmula anterior no debe preocuparte, en productos financieros como los fondos de inversión, los planes de pensiones o los ETF (capítulos 8, 9 y 15) es un dato que te vendrá dado en la información comercial del producto y si alguna vez se te ocurre hacer de estadístico por tu cuenta, tanto en Excel como en las calculadoras financieras y científicas ofrecen el cálculo de la desviación estándar de forma automática.

¡Eooooo! ¿Sigues ahí o el libro ha salido volando por la ventana? No te asustes, esta frase podría resumirse más o menos diciendo que el riesgo de una inversión depende de lo fuertes que sean las subidas y bajadas de su rentabilidad. ¿Verdad que así se entiende mejor?

Pero vayamos por partes.

- ✓ Lo que has leído antes es verdad y lo encontrarás en todos los libros de finanzas que traten sobre gestión de carteras.
- ✓ Pero también es verdad que lo que has leído no le sirve para nada a un inversor particular (a un profesional sí). Llevo muchos años en el mundo del asesoramiento financiero y nunca me ha venido a ver un inversor que me haya pedido que le diseñe una cartera “con poca desviación estándar” y gracias a Dios tampoco me ha preguntado “qué desviación estándar” tiene su cartera.



Más que ver fórmulas respecto al riesgo (la parte más técnica la encontrarás en el capítulo 16, dedicado a la gestión de carteras), lo mejor que puedes hacer es entenderlo: el riesgo es la probabilidad de que una inversión pierda valor. Si tienes claros los riesgos que asumes, no es tan importante conocer el número concreto que da la fórmula anterior.

Para acabar de entender qué es el riesgo nos ayudarán más los académicos de la Real Academia Española que la fórmula que has visto antes. *Riesgo* es “contingencia o proximidad de un daño” y *contingencia* la definen como la “posibilidad de que algo suceda o no suceda”. Y esto ocurre porque el proceso de invertir consiste en estimar el futuro, y como el futuro nadie lo conoce, nuestras inversiones siempre comportarán un determinado nivel de riesgo.

La clave es entender el riesgo, pensar y reflexionar sobre los distintos escenarios que pueden darse y cómo podrían afectar a tus inversiones.

### No es “el riesgo”, son “los riesgos”

Reducir el riesgo a un único cálculo es un error. La volatilidad (la inestabilidad de la rentabilidad de un activo) es uno más de los muchos riesgos que podemos identificar en una inversión. Pero hay otros:



- ✓ **Riesgo de cambio:** tu activo es bueno y solvente pero está invertido en dólares americanos. Si el dólar cae un 10 % ese año, tienes un problema.
- ✓ **Riesgo de contraparte:** es el caso típico de los famosos productos estructurados (te los explico en capítulo 11 sobre los productos derivados). Tienes un estructurado referenciado a la cotización de un banco español, fabricado con un bono de Lehman Brothers y, como sabes, Lehman quebró. O con un bono islandés... lo de Lehman no fue un caso único. En estos casos, tu estructurado cae en picado y acabas con unas pérdidas muy elevadas.
- ✓ **Riesgo de liquidez:** tienes un bonito bono de una pequeña empresa que ha hecho una pequeña emisión (si la empresa es pequeña ¿cómo va a ser la emisión? Pues pequeña). Resulta que esa emisión apenas cotiza en el mercado, no es que algunos días no mueva mucho volumen, es que la mayor parte de días ni siquiera cruza una operación. Pero necesitas vender con urgencia. Y vender con urgencia algo poco líquido es difícil. Problema

gordo.

- ✓ **Riesgo de crédito:** compraste un bono (para saber más sobre los bonos consulta el capítulo 4) o una acción de una empresa que ha quebrado. Si la empresa quiebra, tu bono o tu acción son papel mojado.
- ✓ **Riesgo operacional:** cuando explotó el caso Madoff, muchos inversores se dieron cuenta de que no había separación entre el gestor y el depositario, saltándose así todas las normas de control interno que marca la ley sobre separación de funciones (la gestión de activos debe estar separada del depósito de los mismos. Una misma persona no puede gestionar a la vez el capital del fondo y dar fe del valor del mismo; la valoración le corresponde a un tercero).
- ✓ **Riesgo geoestratégico:** compras acciones de una buenísima compañía rusa y a los pocos días se desata el conflicto bélico con Ucrania. Tu acción cae.
- ✓ **Riesgo del equipo directivo:** en julio de 2014 las acciones del banco portugués Espírito Santo cayeron más de un 70 % en un mes y acabaron siendo excluidas de la bolsa de Portugal. La razón fue la discutible gestión de los directivos (que también eran accionistas), lo que acabó con un banco centenario.
- ✓ **Riesgo de catástrofe:** en marzo de 2011, un terremoto y el posterior tsunami afectó a la seguridad de la central nuclear de Fukushima en Japón. Después de eso, la bolsa japonesa cayó un 16 % en dos días.
- ✓ **Riesgo de inflación:** inviertes de forma muy conservadora con un rendimiento inferior a la inflación. Pierdes capacidad adquisitiva (observa la tabla 1-3 para salir de dudas).

## La pareja del año: rentabilidad y riesgo

Espero y deseo que este libro te aporte muchas cosas, pero si tuvieras que quedarte con un único concepto, solo uno y nada más que uno, por favor, que sea este. Te aseguro que habrás amortizado con creces el precio del libro:



No hay rentabilidad sin riesgo.

Las distintas clases de activos ofrecen diversas combinaciones de rentabilidad y riesgo. Veamos un ejemplo con las tres clases de activos tradicionales: liquidez, como un depósito bancario; renta fija, como un bono de una empresa; y renta variable, como una acción cotizada en bolsa. Entre esas tres podemos decir, sin temor a equivocarnos, que la acción tiene más riesgo que el bono y este, a su vez, más riesgo que un depósito bancario. En el caso del mercado español podemos

ver la relación entre la rentabilidad y el riesgo del Ibex 35 y el del bono a 10 años:

**Tabla 2-2. Rentabilidad y riesgo en el mercado español**

	2011	2012	2013	2014 (agosto)
<b>Rentabilidad</b>	5,50 %	5,34 %	4,14 %	2,26 %
<b>Bono 10 años</b>				
<b>Riesgo</b>	12,15 %	17,71 %	14,40 %	15,61 %
<b>Bono 10 años*</b>				
<b>Rentabilidad</b>	13,10 %	4,70 %	21,40 %	8,20 %
<b>Ibex</b>				
<b>Riesgo Ibex</b>	-13,10 %	-4,70 %	22,60 %	18 %
<b>35*</b>				

\* Riesgo como rentabilidad histórica a tres meses.

Fuente: [www.bde.es](http://www.bde.es)



Apúntatelo en tu cuaderno de inversiones, ponte un *post-it* o tatúatelo en el antebrazo para tenerlo siempre presente: no hay rentabilidad sin riesgo.

La forma rápida de “calcular” la fórmula de la desviación estándar (que es la medida del riesgo, como te decía en páginas anteriores) sin calculadora es la siguiente: si una inversión promete una rentabilidad del 10 y otra del 5 %, te puedo asegurar que la del diez tiene más riesgo que la del cinco. A mayor rentabilidad, más riesgo.

Repite en voz alta (en serio): no hay rentabilidad sin riesgo, no hay rentabilidad sin riesgo, no hay... ¿lo estás diciendo en voz alta? No hay rentabilidad sin riesgo, no hay...

## Pero sin riesgo tampoco hay rentabilidad



Amigo, pensabas que esto era fácil y que se trata de invertir en activos de bajo riesgo, ¿verdad? Pero la clave para invertir bien y cumplir tus objetivos como inversor es hallar la combinación de rentabilidad y riesgo adecuada para ti.

Y encontrar el equilibrio no es fácil.



En el apartado anterior te he dicho que “no hay rentabilidad sin riesgo” y te he pedido que lo memorices. Pero para encontrar la combinación adecuada de rentabilidad y riesgo también debes recordar que sin riesgo no hay rentabilidad.



Nos viene muy bien la tabla 2-2, que compara el Ibex 35 y el bono español a 10 años. Es una serie muy corta pero muestra el concepto que estamos tratando. En 2012, los inversores de la bolsa española asumieron un riesgo (volatilidad) muy elevado, del 31 %, para acabar el año con pérdidas de casi un 5 %. Pero al año siguiente esa inversión de riesgo proporcionó más de un 21 % anual, una rentabilidad magnífica. Por el contrario, los inversores en bonos no sufrieron la volatilidad de los inversores en bolsa, y ambos años obtuvieron beneficios. Haciendo el cálculo de la rentabilidad de varios períodos que ya conoces, los inversores en bolsa española obtuvieron una rentabilidad acumulada en ese periodo (2012-2013) del 15,69 %, mientras que los inversores en bonos ganaron un 9,70 %. El que quiso ganar más, tuvo que arriesgar más.



El “trabajo” de un inversor es asumir riesgos inteligentes y obtener un beneficio por ello.

Una muestra de que la volatilidad es buena y necesaria para que tu cartera de inversión alcance sus objetivos nos la ofrecen los gestores profesionales. En una entrevista que publicó la revista profesional *Funds People* en febrero de 2011, a uno de los mejores gestores de renta variable de España, Francisco García Paramés, este dijo: “Yo pongo una velita a mis santos favoritos para que aumente la volatilidad, cuanta más volatilidad a corto plazo, más rentabilidad a largo plazo. Lo decía Warren Buffet: prefiero un 10 % anual volátil que un 3 % sin volatilidad”. Y los gestores de Metagestión, en un comunicado a sus clientes publicado en la comunidad de profesionales de la inversión *Funds People*, en febrero de 2012, afirmaban que “la volatilidad tiene que ser nuestra aliada, no nuestra enemiga”.

Cuando vayas a invertir te harán un test para determinar tu nivel de riesgo, y seguro que te preguntan algo parecido a esto:

- ✓ “¿Su nivel de conocimientos financieros es alto, medio o bajo?”. Como, en general, los españoles tenemos un pavor absoluto a hacer el ridículo, solemos sobrevalorar nuestro nivel de conocimientos. Además, si eres varón, de mediana edad y tu gestora de inversiones es un bellezón diez años más joven que tú (otra muestra de que los bancos no son tontos), ni te explico la de batallitas que vas a contarle mientras haces el test. Todo para acabar asegurándole que pones “alto” porque no hay *cum laude* (en esto de controlar el sentido del ridículo hay que reconocer que las mujeres nos llevan ventaja).
- ✓ “En caso de perder más de un 20 %, ¿cómo actuaría?”. Te ofrecen dos opciones:
  - a) Lo pensaría con detenimiento y, dado que mi inversión es a largo plazo, mantendría la calma.
  - b) Liquidaría mi inversión inmediatamente.

Tú, como eres una persona formada, elegante, con estilo y con mucha experiencia como inversor, por supuesto eliges la a)... y un cuerno.

Aunque estos test son la principal herramienta para calificar tu nivel de riesgo, tienen un gran inconveniente: no recogen el factor emocional. Cuando pierdes un 20 % en tus inversiones, dejas de pensar de forma racional. En general, lo primero que hace nuestra amígdala es buscar un culpable: la culpa es de los mercados, seguro que están manipulados. O del tío del banco que me invitaba a cafés para colocarme esta basura. ¡No! La culpa es del dichoso gobierno que permite esto y además les voy a poner una demanda porque esto a mí no se me hace. ¿Dónde queda el elegante inversor que “Lo pensaría con detenimiento y, dado que mi inversión es a largo plazo, mantendría la calma”? En la teoría, en el test.

El control de las emociones es fundamental para que tus inversiones tengan alguna posibilidad de éxito.

## Cómo calcular el riesgo de tus inversiones

Ahora sí. Ya podemos entrar en cálculos para ver plasmado en números lo que espero que conceptualmente tengas claro. Me refiero al nivel de riesgos de tu cartera de inversión. Algunos conceptos que siempre debes tener presentes a la hora de invertir son:



- ✓ Concepto 1: Riesgo = probabilidad de que tu inversión pierda valor.
- ✓ Concepto 2: No hay rentabilidad sin riesgo.
- ✓ Concepto 3: Sin riesgo no hay rentabilidad.
- ✓ Concepto 4: El buen inversor es el que asume riesgos inteligentes a cambio de retornos adecuados.
- ✓ Concepto 5: El control del riesgo es más importante que la búsqueda de rentabilidades altas.

Me voy a detener un momento en el último concepto: control de riesgo frente a búsqueda de rentabilidad.



Supongamos que tienes una cartera que vale 100 y has tenido tan mala suerte que cae un 50 %. Te tranquilizas y quizás piensas: “Bueno, como tengo tiempo por delante, se trata de ser paciente porque si ha caído un 50 puede subir otro 50”. ¡Error! (Algo que ya sabías por el cálculo de la rentabilidad media geométrica que hemos visto antes.) Has caído en una trampa de percepción en la que absolutamente todos los inversores hemos caído en algún momento: la asimetría entre beneficios y pérdidas. Es muy sencillo: si inviertes 100 euros y la rentabilidad cae el 10 %, te quedas con 90 euros. Si más tarde la rentabilidad sube un 10 %, esos 90 euros se convertirán en 99, algo menos que los 100 que invertiste al principio. Así pues, si te has quedado en 90 y quieres volver a tus 100 iniciales, la rentabilidad tendrá que ser del 11,11 %. Observa la tabla 2-3:

---

**Tabla 2-3. Porcentaje de recuperación necesario para recuperar una inversión**

<i>% de caída</i>	<i>Valor de la cartera</i>	<i>% de recuperación</i>
0	100	0
10 %	90	11,11 %
20 %	80	25 %
50 %	50	100 %

---



La asimetría entre beneficios y pérdidas nos enseña que si tu inversión cae un 50 % no necesitas otro 50 % para recuperarte: necesitarás un 100 % y obtener ese tipo de rentabilidades no es tarea fácil.

## Hay dos clases de inversiones: la conservadora y la mala

El título de este apartado es contextual. No estoy diciendo que todo el mundo deba ser conservador en extremo. Dependiendo del contexto de cada inversor y de sus circunstancias personales (como el horizonte temporal, el objetivo buscado y el nivel de riesgo asumible) debe escogerse la inversión más conservadora posible y no buscar atajos que incrementen innecesariamente el nivel de riesgo. Si, después

de valorar todos los factores, una cartera de inversión debe tener un máximo de un 50 % de bolsa, según la visión conservadora de ese perfil, lo que no debe tener es un 80 % porque “creo que este año va a subir” o porqué el gurú de turno ha dicho que es el año de la bolsa.



Ante todo, control del riesgo.

Como has visto, hay muchos tipos de riesgo, pero la forma de materializar el nivel de riesgo de una inversión es valorar lo volátiles que son las rentabilidades que proporciona a lo largo del tiempo. Este es el concepto clave que se maneja en la gestión de carteras. Cuanto más varía el precio de un activo a lo largo del tiempo, mayor es la incertidumbre de su valor futuro, mayor es su volatilidad y, por tanto, también lo será su riesgo. Para calcular esas variaciones se aplica una medida de dispersión estadística como la desviación estándar sobre las rentabilidades que proporciona dicho activo. Ahora, si quieres, puedes volver al principio del capítulo y aprenderte la fórmula de memoria (aunque no te lo recomiendo). En la tabla 2-4 te presento un ejemplo de aplicación del concepto de desviación estándar.

---

**Tabla 2-4. Rentabilidad y riesgos de dos carteras de inversión:  
Cartera Mou y Cartera Pep**

---

	<i>Cartera Mou</i>	<i>Cartera Pep</i>
Rentabilidad año 1	3 %	10 %
Rentabilidad año 2	2,5 %	-3 %
Rentabilidad año 3	3,2 %	12 %
Rentabilidad (media aritmética)	2,90 %	6,33 %
Riesgo (desviación estándar)	0,36 %	8,14 %

---



La desviación estándar mide la dispersión de las rentabilidades respecto de su valor medio y, a mayor dispersión, mayor riesgo. Puedes visualizarlo como la distancia media entre cada rentabilidad y su media. Imagínate la media como un camino: cuanto más se alejan las rentabilidades del camino, mayor es la dispersión, la incertidumbre sobre los resultados futuros y, por lo tanto, también el riesgo.

Según la tabla 2-4, la cartera Mou (los nombres los he tomado de una entretenida competición entre dos carteras de fondos que publiqué en mi blog durante un año entero) es más conservadora, así que asume menos riesgo. Un 0,36 % es nada, pero a cambio renuncias a rentabilidad potencial. Por otro lado tienes la cartera Pep con un riesgo veintidós veces superior al riesgo Mou, pero ofrece una mayor rentabilidad potencial.



Estas dos carteras muestran la gran verdad de la inversión, que no me cansaré de repetir, aun a riesgo de hacerme pesado: no hay rentabilidad sin riesgo.

## Time is money (pero no al revés)

Si las fórmulas te agobian, no sigas leyendo. Mi objetivo con este capítulo es aclarar la relación entre rentabilidad y riesgo, y eso seguro que ya lo sabes.

Pero si no sigues leyendo te perderás de lo bueno lo mejor: cómo transformar euros del futuro en euros de hoy y viceversa, euros de hoy en euros del futuro. Te perderás la magia de las finanzas. Y si no sigues leyendo tampoco sabrás cuál ha sido el fichaje más caro de la historia del fútbol. Si fuera tú no me lo pensaba dos veces y seguiría leyendo. Ni que sea por el fútbol.

## Valor del Dinero en el Tiempo (VDT)

¿Quieres tener hoy 100 euros en tu bolsillo o prefieres tenerlos dentro de un año? (Si tu respuesta es “dentro de un año” ¡háztelo mirar!)

Un euro recibido hoy tiene más valor que un euro recibido en el futuro (en el capítulo 1 encontrarás un ejemplo muy ilustrativo sobre una casa en Boadilla). ¿Por qué? Pues porque:

1. A mayor plazo, mayor incertidumbre. Si le das 100 euros a tu amigo Juan hasta el próximo sábado es una cosa; si te dice que te los devolverá dentro de 10 años... ¡Quién sabe lo que habrá ocurrido en ese tiempo! Cambia a tu amigo Juan por el producto financiero que quieras. Un depósito a plazo fijo a 3 meses tiene menos incertidumbre que el mismo depósito en el mismo banco a cinco años. Es el mismo producto financiero y del mismo banco, pero amigo, recuperar el dinero a los tres meses no es lo mismo que esperar cinco años.
2. La inflación, que, como hemos visto en el capítulo 1, es nuestro enemigo

natural y recorta nuestra capacidad de compra.

3. El euro que tenemos hoy podemos reinvertirlo y generar beneficios adicionales, teniendo más de un euro en el futuro.



Una inversión a largo plazo debe ofrecernos una promesa de rentabilidad mayor que una inversión de riesgo similar a corto plazo.

## Valor presente y valor futuro



Ambos conceptos derivan del Valor del Dinero en el Tiempo (VDT) del que te acabo de hablar. El valor futuro de una inversión que se realiza hoy depende del tipo de interés que te den y del plazo transcurrido. Se expresa así:

$$VF = VP \times (1 + I)^T$$

La fórmula puede parecer complicada pero deja de serlo si entiendes su lógica:

- ✓  $VF$  = valor futuro, lo que tendrás.
- ✓  $VP$  = valor presente, lo que inviertes hoy.
- ✓  $I$  = tipo de interés expresado en tanto por uno (un 5 % es un 0,05, un 15 % es un 0,15).
- ✓  $T$  = tiempo en años. Si es inferior a un año puedes expresarlo en forma de fracción en días. De este modo, un mes sería 30 / 360.



Para facilitarlo un poco, te pondré un ejemplo. ¿Cuál es el valor futuro de una inversión de 100 euros a tres años en la que obtengo un 4 % anual? Pues algo como esto:

$$VF = 100 \times (1 + 0,04)^3 = 112,49$$



Con el valor futuro nos movemos de hoy hacia delante. En términos

financieros, esto se llama *capitalizar*. Transformo euros de hoy en euros futuros.

Pero también puedes hacer lo contrario, traer euros del futuro a euros de hoy o, como dicen los financieros, *descontar*. Sé que necesito que, dentro de tres años, mi plan de inversiones sea de 112,49 euros y tengo una inversión que promete un 4 % a tres años. De la formulita anterior podemos deducir lo siguiente:

$$VF = VP \times (1 + I)^T \rightarrow VP = \frac{VF}{(1 + I)^T}$$

En nuestro ejemplo, y para calcular cuánto necesito invertir hoy para obtener 112,49 euros dentro de tres años, el valor presente será igual a

$$VP = \frac{112,49}{(1 + 0,04)^2} = 100$$



Resumiendo, puedes hacer simulaciones sobre tus planes de inversión de forma muy fácil con estos dos conceptos:

- ✓ Capitalizar: llevar dinero de hoy al futuro.
- ✓ Descontar: traer dinero del futuro a hoy.

Tenlos presentes porque son básicos en el arte de la inversión.

## Una herramienta de cálculo



Los conceptos anteriores me vienen muy bien para presentarte una herramienta de cálculo imprescindible en el mundo financiero como es el modelo de descuento de flujos de caja o DCF, *discounted cash flow* del que derivan el valor presente o actual, y la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR), la piedra angular de la inversión. Este tipo de cálculo es fundamental tanto en renta fija (bonos) como en renta variable (acciones), ya que nos permite valorar ambos tipos de activos. No dejes que los nombres compuestos te amedranten, pues desde un punto de vista práctico no son más que operaciones aritméticas básicas que se pueden sacar con facilidad en un Excel y en las calculadoras financieras.

La fórmula general del descuento de flujos nos indica que el valor de un activo viene dado por dos factores:

- ✓ **Los ingresos que me proporciona cada año.** Técnicamente se les llama *cash flows* (flujos de caja). Si un año no da nada, a efectos de cálculo se computará un ingreso cero.
- ✓ **La tasa de descuento.** Viene a ser la rentabilidad que pretende obtener el inversor por poner su dinero en ese proyecto. Es el interés al que aspira el inversor.

## Cuando 100 euros no valen 100 euros...

Si nos complicamos la vida con esto es por la realidad que muestra el valor del dinero en el tiempo. No podemos comparar euros percibidos en distintos momentos, ya que tienen diferente capacidad de compra (recuerda el efecto de la inflación que te explicaba en el capítulo 1). No podemos sumar euros a recibir dentro de un año con euros a recibir dentro de diez sin homogeneizarlos... Y ahí entra el cálculo del valor presente que te he explicado antes.

Fíjate en la siguiente fórmula:

$$\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Para acabar de entender la fórmula, ten en cuenta que *CF* es aquí el flujo monetario (*cash flow*) que produce la inversión en cada periodo, mientras que *r* es la tasa de descuento (la rentabilidad, el tipo de interés que le pedimos a esa inversión) y *t* es el tiempo.



Imagina que una inversión nos promete un pago el primer año (flujo de caja o *cash flow*) de 150 euros y el segundo año de 500, con una tasa de descuento del 6 % (te recuerdo que los tipos de interés se indican en tanto por uno, en este caso, 0,06).

$$VP = \frac{150}{(1+0,06)^1} + \frac{500}{(1+0,06)^2}; VP = 586,51$$

El ingreso total que nos proporciona el activo es de 650 euros (150 y 500) pero, aplicando la tasa de descuento que, para este activo, consideramos del 6 %, el

valor presente, el valor de ese activo hoy es de 586,51 euros. Matemáticamente, la conclusión es que nos da igual recibir hoy 586,51 euros que 150 dentro de un año más 500 euros dentro de dos. Como te he dicho en el apartado anterior, el paso del tiempo afecta al valor del dinero.



Y sigamos con las fórmulas, porque de la del valor actual se deduce otra básica en la valoración de inversiones que es el Valor Actual Neto (VAN). El único elemento nuevo que incorpora es la inversión realizada o *CF<sub>0</sub>*:

$$\text{Valor Actual Neto} = -CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

El *CF<sub>0</sub>* o *cash flow cero* es la inversión inicial y va con signo negativo, pues no es algo que ganes, sino el punto de partida. Supón que, en el caso anterior, la inversión ha sido de 500 euros.

$$\text{Valor Actual Neto} = -500 + \frac{150}{(1+0,06)^1} + \frac{500}{(1+0,06)^2}; VP = 86,51$$



La regla general es que si el VAN es mayor que cero, la inversión nos aporta valor y es positiva para nuestro patrimonio. Si es menor que cero, no hay que invertir.

## Una vieja conocida, la TIR



Y por fin llegamos a la llave inglesa de las finanzas, a la Tasa Interna de Rentabilidad o TIR. Acabamos de explicar el VAN y has visto que debemos aplicar una tasa de descuento (rentabilidad libre de riesgo + prima de riesgo). Pues bien, la Tasa Interna de Rentabilidad es la tasa de descuento que hace que el Valor Actual Neto de la inversión sea cero (VAN = 0). La fórmula es la misma que usamos para calcular el VAN pero, para hacerlo gráfico, vamos a cambiar la tasa de descuento *r* por la TIR. ¡No te lías! Es lo mismo que veíamos más arriba, simplemente es para que lo veas de forma más clara.

$$0 = -CF_0 + \frac{CF_1}{(1 + TIR)^1} + \frac{CF_2}{(1 + TIR)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1 + TIR)^t}$$

Con los datos del ejemplo anterior:

$$-500 + \frac{150}{(1 + TIR)^1} + \frac{500}{(1 + TIR)^2}, TIR = 16,12 \%$$



La regla general es que si la TIR es mayor que la tasa de descuento, la inversión nos interesa y, si es inferior, no. Si nos hubiese salido una TIR del 2 % cuando nuestra exigencia para esta inversión es de un mínimo de un 6 % no deberíamos invertir, mientras que un 16,12 % es un inversión que, si analizamos la TIR, nos conviene.

Otro uso estupendo que tiene la TIR es calcular la rentabilidad de una inversión activa.



Imagínate que compras acciones de una compañía por 500 euros. Como va bien y te gusta, inviertes 3.000 más, luego vendes una parte por valor de 1.500 euros y al final, viendo que ya ha subido mucho, decides liquidar tu inversión y sacas 4.500. ¿Qué rentabilidad te ha dado? Con la TIR es muy fácil plantear el cálculo:

$$0 = -500 - \frac{3000}{(1 + TIR)^1} + \frac{1500}{(1 + TIR)^2} + \frac{4500}{(1 + TIR)^3} = 33,13 \%$$

No te quiero engañar. Así como el cálculo del VAN no es complicado, sacar la TIR es algo más complejo. Pero recuerda, un Excel o la calculadora financiera te serán de gran ayuda.

La TIR es básica para determinar rentabilidades, especialmente en el ámbito de la renta fija (bonos), aunque es aplicable a cualquier tipo de inversión y su uso es continuo en el ámbito profesional.

Es posible que tanto en calculadoras financieras como en algún texto te encuentres con la expresión NPV, *Net Present Value*, que es nuestra VAN, y también con IRR, *Internal Rate of Return*, nuestra TIR.

## **¿Cuál ha sido el fichaje más caro de la historia del fútbol?**

Te invito a un pequeño juego que te ayudará a descubrir cómo a veces la verdad no es lo que parece, o, cuanto menos, es discutible. Sobre todo cuando se trata de números.

Cualquier aficionado al fútbol te dirá que el fichaje más caro de la historia es el de Cristiano Ronaldo. El Real Madrid pagó 94 millones de euros por él en 2009. Pero los futboleros de mayor edad recordarán que el fichaje récord en su día fue el de Maradona. El astro argentino le costó al F. C. Barcelona 7,2 millones de euros (1.200 millones de pesetas) del año 1982. Otro fichaje que rompió récords en su momento fue el de Zinedine Zidane, que le costó 70 millones al Real Madrid en 2001. ¿Cuál ha sido más caro? Si no homogeneizamos los pagos no podemos comparar euros de 1982 con euros de 2001 ni de 2009.

Vamos a aplicarle a Maradona una tasa de descuento del 10 %. Eran los años en que las hipotecas estaban a un interés del 17 %. Los euros de Maradona llevados a 2009 a una tasa del 10 % durante 27 años nos dicen que en 2009 hubiese costado 94 millones de euros. Efectivamente,  $VF = 7.200.000 \times (1 + 0,10)^{27} \approx 94$  millones de euros (el símbolo  $\approx$  es “aproximadamente”).

A Zinedine Zidane le podemos aplicar un 5 %, con lo que su fichaje llevado del 2001 al 2009 tendría un coste de 103 millones de euros.

La tasa de descuento es orientativa pero ya vemos que cuando se hacen cuatro números se puede llegar a la conclusión que Zidane ha sido, técnicamente hablando, más caro que Cristiano Ronaldo.

Los más futboleros se preguntarán por qué no he incluido en este estudio a Neymar... Pues porque hay misterios que ni las matemáticas pueden desentrañar.

## **Capítulo 3**

---

# **Por qué la economía clásica no sirve para invertir (pero esta sí)**

---

### **En este capítulo**

- ▶ Nociones de economía para inversores
  - ▶ Las escuelas económicas más seguidas por los gestores: austriacos *versus* keynesianos
  - ▶ El ciclo económico y la curva de tipos
- 

“Hay dos tipos de economistas: los que trabajan para hacer más ricos a los ricos y los que trabajamos para hacer menos pobres a los pobres.”

JOSÉ LUIS SAMPEDRO

Algunos estudios indican que hasta el 80 % de la variación de una cartera se debe a la evolución de la economía y no a la selección de inversiones concretas. En cambio, un gestor estrella como Peter Lynch afirma: “Dedico unos 15 minutos al año al análisis económico”, y Lynch sabe de lo que habla: fue el gestor del fondo de Fidelity Magellan Fund entre 1977 y 1990, con el que obtuvo una rentabilidad media superior al 20 % anual.

Pero como tú no eres Peter Lynch, te recomiendo que aprendas cuatro nociones de economía. El conocimiento del entorno económico te ayudará a seguir los razonamientos de la prensa económica. Pero no te hagas ilusiones: hay truco. Los mercados son un mecanismo de descuento: anticipan el futuro y eso nunca ha sido fácil. Para que te hagas una idea, siempre miran hacia delante y, cuando la noticia ya es pública y esperada, ya está reflejada (descontada) en el precio de los activos.

Para simplificar las explicaciones, vamos a seguir la simbología de los economistas. Como verás, facilita la tarea de relacionar unas variables económicas con otras. En economía se dan múltiples relaciones causa-efecto: una variación en una magnitud puede tener implicaciones en muchas otras y la forma

fácil de verlo es esta:



- ✓ ↑ Significa “incremento”.
- ✓ ↓ Significa “decremento”.
- ✓ ⇒ Significa “implica”.

Para practicar, vamos a usar esta simbología con tu economía doméstica:

↑ gastos y a la vez ↓ ahorro ⇒ ↓ liquidez

La interpretación oficial sería que si en casa “incrementas” tus gastos y “decrementas” tu ahorro, “implica” que “decrementas” tu liquidez. La interpretación real es que si eres tan inconsciente como para “incrementar” tu tren de vida y “decrementar” el ahorro para tu jubilación, “implica” que tendrás un problema serio dentro de unos años, cuando te jubiles.

Ahora que ya nos hemos puesto de acuerdo en el lenguaje gráfico que vamos a utilizar, podemos pasar sin más preámbulos al tema de este capítulo, las nociones indispensables de economía para que entiendas, en la medida de lo posible, la lógica de los mercados.

## Indicadores de coyuntura



Los indicadores de coyuntura son unas variables económicas que nos explican cómo ha evolucionado la actividad económica de un país o de cualquier zona económica particular, ya sea la Unión Europea, Francia, La Rioja o tu ciudad.

De estas variables, más que conocer su evolución pasada (que también puede ser útil) nos interesa conocer el pronóstico, los datos que se esperan para el futuro próximo, que son los que mueven a los mercados (es un mecanismo de descuento, *remember*). Estas previsiones, dicho sea de paso, tienen la mala costumbre de incumplirse. No vamos a verlos todos, pues para eso puedes consultar *Economía para Dummies* y *Cómo funciona la economía para Dummies*, en esta misma colección. Solo te voy a explicar los dos indicadores más importantes para cualquier inversor: el Producto Interior Bruto (PIB) y la inflación.

## Producto Interior Bruto (PIB)



El Producto Interior Bruto (por sus siglas, PIB; en inglés, GDP, *Gross Domestic Product*) es un indicador macroeconómico que mide la actividad económica de un país y comprende los bienes y servicios producidos en él durante un periodo de tiempo determinado. También se puede calcular el PIB sobre territorios mayores, como la Unión Europea, o puede desgranarse a nivel de agregado más pequeño como una comunidad autónoma, región e incluso ciudad. El PIB se publica trimestralmente, pero el dato más importante es el cierre anual, la madre del cordero en cuestiones económicas.

Sin embargo, si lo tomamos de forma aislada, no podemos valorarlo. Aunque, obviamente, nos interesa saber si un país crece o no, igual de importante es saber en qué medida lo hace respecto a su entorno económico. Me explico, puede estar muy bien que España crezca un 1 %, pero si el promedio de países de la zona euro crece un 2,75 % ¿nuestra economía lo está haciendo bien o mal? Crecer, sí que crece, y eso es positivo, pero quizás no estemos gestionando los recursos tan bien como nuestros vecinos.



Y con esto te acabo de desvelar uno de los aspectos más complicados de la economía: todo es relativo. La información económica siempre debe valorarse en su contexto temporal y geográfico. Si un país crece un 2,8 % diríamos que lo está haciendo bien, pero si ese país es Brasil y su grupo de países comparativos (los BRICS, de los que te hablaré en el capítulo 14) está creciendo a un promedio de casi un 7 %, ¿cómo lo está haciendo Brasil?

En la tabla 3-1 puedes ver las cifras de la evolución del PIB de los años 2008-2014 de la economía española, de la Unión Europea y de China.

**Tabla 3-1. Evolución Producto Interior Bruto de España, la UE y China en el periodo 2008-2014**

Año	España	Unión Europea	China
2008	0,9 %	1,2 %	9,9 %
2009	-3,8 %	-4,1 %	8,5 %
2010	-0,2 %	1,9 %	10,3 %
2011	0,1 %	1,5 %	9,2 %
2012	-1,6 %	-0,5 %	7,8 %
2013	-1,2 %	-0,4 %	7,7 %
2014 previsión	1,4 %	1,1 %	7,0 %

Podemos ver que la evolución del PIB español y el de la Unión Europea, con la que compartimos características (países de larga tradición industrial, fuerte presencia del sector servicios y mercados muy regulados) tienen una evolución parecida. Excepto en los años 2010 y 2011, el resto de años la evolución es pareja. Por otro lado, tenemos los datos de la gran potencia emergente. ¿Podemos comparar los datos de China con los de España? Claramente no, su entorno y situación histórica son totalmente distintos, por lo que es bueno saber leer entre líneas y no quedarse con el dato aislado. Que la previsión de crecimiento en China sea de un 7 % es bueno. Que la serie histórica de los últimos tres años sea descendente (7,8 %, 7,7 %, 7,0 %) hace pensar que la cosa quizá no vaya tan bien.



No te olvides de que todo dato económico es relativo.

No sé si te habrás fijado, pero no he puesto la fuente de la información de la tabla 3-1. Y lo he hecho a propósito, porque la economía no es una ciencia exacta y cada institución, sea el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Central Europeo (BCE) o el servicio de estudios de un banco, hace sus propios cálculos, que casi nunca coinciden. Además, según los últimos datos, las estimaciones se modifican de vez en cuando. Esos datos modificados son las famosas “revisiones” con las que nos suelen obsequiar varias veces al año.

### Cómo se calcula el PIB

Existen diversos métodos para calcular el PIB, pero el que se basa en el gasto es el más intuitivo y con él vamos a trabajar:

$$\text{PIB} = C + I + G + (X - M)$$

O lo que es lo mismo:

$$\text{PIB} = \text{Consumo} + \text{Inversión} + \text{Gasto público} + \text{Exportaciones netas} \\ (\text{exportaciones}-\text{importaciones})$$

El PIB incluye todos los sectores de la economía: el sector privado, con el consumo y la inversión; el sector público, con el gasto público, y el sector exterior con las exportaciones netas. En las economías desarrolladas, como es el caso de España, el factor más importante, con diferencia, es el consumo, que suele representar entre el 65-70 % del PIB.

### **Dos claves sobre el PIB que controlan los buenos inversores (como tú)**

En esta vida hay dos clases de inversores: los de telediario y los inteligentes. El inversor de telediario es el que se queda con el dato aislado “España va bien, el PIB ha subido”, pero el inversor inteligente (como llegarás a ser tú) ve más allá y, antes de tomar cualquier decisión, analiza los siguientes parámetros:

- ✓ La relación entre producción y ventas.
- ✓ Las causas de los datos del PIB.

Vamos a verlos en detalle.

Al calcular el PIB, la producción de un país se contabiliza en el momento en que se “fabrica”, no cuando se vende.



En 2005, España tuvo un crecimiento económico del 3,4 % (cuando hablo de crecimiento económico también me refiero al PIB). Vamos a exagerar y a imaginarnos que todo ese PIB se debió a la construcción (quizá tampoco exageramos tanto). Aunque en 2005 no se hubiese vendido una sola casa de las que se construyeron, el hecho de construirlas implica contabilizarlas en el PIB de ese año, 2005. ¡Qué bien! El mero hecho de apilar ladrillos y cemento nos convierte en un país de alto crecimiento económico. Aunque luego nadie quiera lo que hemos construido y nos lo comamos con patatas.

Ahora imagina que esas casas se empiezan a vender en 2013. Pues resulta que la venta de esas casas no tiene incidencia en el PIB del año 2013 porque no se permite contabilizar dos veces un mismo bien. Ya se contabilizaron en el PIB de

2005 y no pueden volver a contabilizarse en el de 2013. Esto es muy importante.



Un PIB alto solo significa que se está produciendo mucho, pero no necesariamente que las empresas vendan mucho. De entrada, indica una cosa: acumulación de existencias. Ahora ya no te resultará tan extraño que un país entre en recesión después de un PIB anormalmente alto porque conoces el motivo: acumulación de existencias. Para predecir crisis futuras es más adecuado prestar atención a la acumulación de inventarios que al PIB trimestral.

Y antes de que me lo preguntes: la evolución de los inventarios se refleja en la letra I de la ecuación del PIB que has visto: en la Inversión. Porque los bienes que se producen y no se venden se contabilizan en los inventarios de las empresas.



La creencia (tan seguida por los gestores de carteras) de que un crecimiento del PIB siempre implica que las empresas vayan a ir mejor y, por lo tanto, la bolsa vaya a subir no es cierta en todos los casos. Si el PIB crece por acumulación de inventarios ¡ten cuidado!: la recesión está cerca, y probablemente la bolsa se adelantará y caerá (y ese será el momento en el que los lectores que se hayan saltado este capítulo dirán “no entiendo cómo puede caer, con lo bien que va la economía”, porque no sabrán que los mercados son un mecanismo de descuento).

Vuelvo aquí al segundo punto que tienen en cuenta los buenos inversores cuando analizan el PIB: las causas que subyacen a ese indicador. Recuerda lo que te he dicho en el apartado anterior: el PIB aumenta en el momento de la producción. Supongamos que se produce una catástrofe natural que se lleva por delante una ciudad entera. A medida que esa ciudad se reconstruya, el PIB aumentará. Piensa también en los altos niveles de polución que existen en algunos países emergentes por una falta de regulación y todo para que la industria crezca sin límite. En ambos casos el PIB crece, en uno a costa de reconstruir una ciudad arrasada y en otro a costa de la salud de sus ciudadanos. Que el PIB crezca es bueno, pero ¿a cualquier precio?

Y es que el PIB también puede crecer por malas razones.

**“España va bien”**

¿Qué pasa cuando la economía crece? Lo siguiente:

$\uparrow \text{PIB} \Rightarrow \uparrow \text{Inversión} \Rightarrow \downarrow \text{Desempleo}$

Si lo has leído bien, entenderás que un incremento del PIB implica un incremento de la inversión (si no le ves la lógica, repasa el apartado anterior), lo que provoca un decrecimiento del desempleo. Cuando la economía crece, los empresarios invierten para producir más y que los empresarios inviertan es una gran noticia para toda la sociedad: hay más trabajo y baja el desempleo. Por desgracia, cuando hay una recesión pasa lo mismo pero al revés: los empresarios dejan de invertir, se produce menos, hay menos trabajo y se incrementa el desempleo, o dicho de otra forma:

$\downarrow \text{PIB} \Rightarrow \downarrow \text{Inversión} \Rightarrow \uparrow \text{Desempleo}$

Estamos acostumbrados a ver que el PIB sube, pero también se producen ciclos en los que la economía, en vez de crecer, se encoge (y los hemos vivido hace muy poco) y entra en lo que se llama *recesión*.



Técnicamente hablando, una economía está en recesión cuando presenta dos trimestres consecutivos con PIB negativo.

Quien mejor definió lo que es una recesión fue el presidente norteamericano Harry Truman, quien dijo aquello de que “hay una recesión cuando tu vecino pierde su empleo. La crisis se produce cuando tú pierdes el tuyo”.

## Inflación



La inflación es el aumento generalizado de los precios.

Por lo que se refiere al ámbito de gestión de tus inversiones es, seguramente, la variable más importante que debes controlar. De hecho, la principal preocupación del Banco Central Europeo es mantener la estabilidad de los precios con una inflación objetivo fijada en el 2 % anual.

### Cada maestrillo tiene su librillo

Si sueles seguir la información económica en los medios de comunicación, quizás te hayas preguntado alguna vez por qué el banco central norteamericano (conocido como Reserva Federal o FED) emite tanto dinero y parece que se preocupa menos de la inflación que su homólogo europeo. Muy sencillo: la regla de la FED no es

el riguroso control de la inflación, sino que su principal objetivo es el mantenimiento del pleno empleo. No es que a los estadounidenses no les preocupe la inflación, que les preocupa, y mucho, pero en su escala de prioridades la primera está clara: el pleno empleo de la población. Los yanquis piensan que si la gente tiene trabajo, el resto de problemas se irán solucionando... y razón no les falta.

## Quien dice dinero, dice patatas



Si un gobierno emite dinero en exceso, los precios aumentan y se genera inflación.

El que controla la llave del grifo del dinero es el gobierno a través del banco central. Cuando hablamos de un “banco central” nos referimos a la institución pública que actúa como autoridad monetaria en un país (o zona geográfica, como es el Banco Central Europeo) y es responsable de la ejecución de las políticas monetarias —ahora lo veremos— que legisla el gobierno.

Sé que es difícil ver el dinero como cualquier otro producto, pero es así: cuando hay mucho de algo, cuando sobra, ese algo vale menos y, cuando hay poco, cuando falta, vale más. Donde pone “algo” puedes poner lo que quieras: patatas, lechugas, platino... o dinero.

- ✓ Cuando hay poco dinero en circulación (la oferta monetaria es escasa), cada unidad monetaria es muy valiosa. El valor del dinero es alto y, por lo tanto, se pueden comprar muchas cosas con él.
- ✓ Cuando hay mucho dinero en circulación, cada unidad monetaria vale menos y es necesario más dinero para comprar bienes.



La oferta monetaria —cantidad de dinero disponible en una economía— y la inflación mantienen una relación directamente proporcional: cuanta más cantidad de dinero pone un gobierno en circulación, más alta es la inflación.

Cuando se habla de “políticas monetarias” no pienses que el gobierno hace cosas muy complicadas. Es tan sencillo como regular la cantidad de dinero en circulación —oferta monetaria— y determinar los tipos de interés, que no dejan de ser el precio del dinero. Así, se habla de:

- ✓ Políticas monetarias expansivas: aumentar el dinero en circulación y reducir el precio del dinero (bajar los tipos de interés).

- ✓ Políticas monetarias restrictivas: lo mismo pero al revés; retirar dinero de la economía y hacerlo más caro (subir los tipos).

### Por qué a los gobiernos les gusta tanto darle a la manivela

Ahora ya entiendes que si se fabrica más dinero del necesario se genera inflación. Entonces te preguntarás por qué a un gobierno le da por imprimir más dinero del que necesita si sabe que va a “fabricar” inflación. Pues pueden tener varios motivos:

- ✓ El país está muy endeudado y el gobierno busca una alta inflación para pagar las deudas con mayor facilidad. Igual que la inflación erosiona el valor del patrimonio, también erosiona las deudas. Si un gobierno debe hoy 100 y la inflación es del 10 % anual, en un año su deuda en términos reales será de 90. La inflación disminuye el valor de la deuda en términos reales.
- ✓ El país no genera suficientes ingresos a través de los impuestos y se dedica a imprimir dinero para pagar sus gastos. Esta práctica suele acabar en lo que se conoce como *hiperinflación*, tasas de inflación muy elevadas de incluso el 50 % mensual o más. En el periodo 1972-1987, algunos países de América Latina experimentaron tasas medias de inflación anual tan escandalosas como un 3.710 % en México o un 2.789 % en Perú. Imagínate cómo estaba la cosa que decían que cuando ibas a comer a un restaurante, los precios de los platos subían en el tiempo que duraba una comida (el truco estaba en comer muy rápido).
- ✓ Para combatir una recesión estimulando la economía a través de políticas monetarias. El famoso QE (*Quantitative Easing* o programa de flexibilización monetaria) puesto en marcha en 2013 por la Reserva Federal de Estados Unidos es una clara muestra de política monetaria expansiva, de la que te he hablado en el apartado anterior.

### Cómo se mide la inflación: IPC

Existen diversos indicadores económicos para medir la inflación, pero el más utilizado es el IPC o Índice de Precios al Consumo.



En España, el IPC muestra el incremento de precios de una cesta tipo formada por 471 productos y elaborada con datos proporcionados por 29.000 establecimientos distribuidos en 130 municipios y se ajusta anualmente. Para cada grupo se decide la importancia o peso (la ponderación) que tiene en el conjunto de la cesta. En el caso español, esta es la composición de 2013 y de 2014:

**Tabla 3-2. Ponderaciones IPC español años 2013 y 2014**

<b>Grupos</b>	<b>Ponderación 2013</b>	<b>Ponderación 2014</b>
1. Alimentos y bebidas no alcohólicas	18,26 %	18,95 %
2. Bebidas alcohólicas y tabaco	2,82 %	2,81 %
3. Vestido y calzado	8,09 %	7,61 %
4. Vivienda	12,43 %	12,46 %
5. Menaje	6,54 %	6,36 %
6. Medicina	3,18 %	3,26 %
7. Transporte	15,23 %	15,33 %
8. Comunicaciones	3,82 %	3,74 %
9. Ocio y cultura	7,45 %	7,27 %
10. Enseñanza	1,45 %	1,54 %
11. Hoteles, cafés y restaurantes	11,37 %	11,22 %
12. Otros bienes y servicios	9,36 %	9,45 %
<b>TOTAL</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

La composición del IPC se ajusta de forma anual, por lo que la comparación de un periodo largo puede provocar errores. Y todavía es más complicado comparar la inflación entre distintos países. Por poner un ejemplo de una categoría tan importante como es la vivienda: en el IPC español vemos que pondera un 12,46 %, si miramos el IPC holandés sube un poco más y pesa un 18,4 %, en el alemán todavía más y asciende a un 28,8 %... y aún hay más, en el IPC norteamericano la vivienda supone el 31,1 %.

### La inflación que importa: la inflación subyacente

Este apartado lo voy a dedicar a un concepto muy importante aunque poco divulgado en prensa y noticiarios. Para algunos economistas, es aún más importante que el dato genérico de inflación.



La inflación subyacente o IPC subyacente es la inflación sin incluir la energía ni los productos alimentarios no elaborados.

Vamos a ver por qué es tan importante: es obvio que hay factores que afectan a la

economía y que los gobiernos no pueden controlar. Uno de ellos es la climatología, que tiene un impacto directo en el precio de los alimentos (unas inundaciones en un mal momento pueden arruinar una cosecha), y el otro es el precio de las materias primas energéticas, básicamente el petróleo. Tanto uno como otro afectan de manera significativa a la economía. Si las malas cosechas hacen que los precios de los alimentos suban y los países productores de petróleo fijan un precio muy alto, la inflación puede subir mucho.



Supongamos que una economía está inmersa en una recesión, y el consumo y la inversión están por los suelos. Si se produce un año de malas cosechas y, además, sube el precio del petróleo, la inflación subirá en exceso. La economía clásica piensa que, ante una subida desbocada de la inflación, una buena medida es subir el precio del dinero, esto es, el tipo de interés. Si el dinero es más caro, habrá menos demanda de dinero y se reducirá la inflación. Pero observa:

$$\uparrow \text{Inflación} \Rightarrow \uparrow \text{tipos de interés} \Rightarrow \downarrow \text{inversión} + \downarrow \text{consumo} \Rightarrow \downarrow \text{PIB} \Rightarrow \uparrow \text{desempleo}$$

Lo que significa que, ante un aumento de la inflación, el gobierno sube los tipos de interés; tipos más altos suponen que tanto el consumo de las familias como la inversión empresarial se ralenticen y, en consecuencia, que el PIB se contraiga y aumente el desempleo.

Fíjate en lo importante que es interpretar bien la economía. Si el gobierno aplica medidas tradicionales sin valorar a fondo la situación ni darse cuenta de que el problema no es la inflación, sino la inflación subyacente, podría hacer añicos la economía.

## Sal y pimienta

En este apartado te presento algunos conceptos interesantes en los que no voy a profundizar porque son muy técnicos. Con que te suenen me basta.

**Prima de riesgo:** sobrecoste que se le pide a la deuda de un país respecto de otro que se toma como referente libre de riesgo. En Europa se toma como referencia el bono alemán a 10 años (Bund). Si el bono alemán paga un 2,00 % y el español un 3,10 %, se dice que la prima de riesgo es de un 1,10 % o 110 puntos básicos (un punto básico es el 0,01 %).

**Déficit público:** los Estados tienen ingresos (impuestos) y gastos (gasto público). Si los gastos superan a los ingresos se genera un déficit público que se mide como un porcentaje sobre el PIB. La Unión Europea definió como niveles aceptables de deuda pública (la suma total de lo que debe un país) un 60 % sobre el PIB y, como

déficit público, un 3 % sobre el PIB (Tratado de Maastricht). También se le llama *déficit presupuestario* o *déficit fiscal*.

**Déficit primario:** diferencia entre los ingresos públicos y los gastos corrientes en bienes y servicios sin incluir los intereses por pago de deuda. Cuando una economía tiene déficit primario saltan todas las alarmas porque los ingresos no cubren ni siquiera los gastos corrientes.

**Deflación:** descenso del nivel general de precios. Por norma general, no es una situación propicia para una economía, ya que el consumo decrece porque los consumidores esperan que los precios todavía bajen más. Al caer el consumo, las empresas no invierten, lo que lleva a un aumento del desempleo, y supone un descenso en el consumo. Esto crea un círculo vicioso del que es difícil salir. Pero no todas las deflaciones son negativas y me refiero a la propiciada por la mejora tecnológica y el aumento de la productividad.

**Estanflación:** se genera cuando, en un escenario de inflación, la economía no crece o, incluso, apunta a la recesión. Es un escenario económico terrible, solo por encima de la deflación.

**Encuesta de Población Activa versus datos del INEM:** El Instituto Nacional de Empleo (INEM) y la Encuesta de Población Activa (EPA) son dos fuentes de datos sobre el mismo indicador pero nunca coinciden. La razón es que los datos del INEM los facilita el gobierno y se limitan a las personas apuntadas en las listas del Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), es decir, en situación de desempleo y que buscan trabajo. La EPA es trimestral y, como su nombre indica, es una encuesta que se elabora a partir de una muestra aleatoria de 64.000 hogares españoles. Incluye datos de personas que trabajan, personas que buscan trabajo y personas que, por la razón que sea, no trabajan pero tampoco buscan empleo.

**Balanza de pagos y déficit comercial:** la balanza de pagos recoge todas las transacciones entre un país y el resto del mundo. Si un país importa más de lo que exporta tiene déficit comercial. La mayoría de analistas financieros consideran que un déficit comercial superior al 5 % del PIB es síntoma de una recesión futura.

## Pensar en inglés o en alemán: Keynes frente a Hayek

Gran parte de tu cartera estará invertida en fondos de inversión y planes de pensiones (productos financieros que te explicaré detenidamente en los capítulos 8 y 9, respectivamente). Por eso debes saber que detrás de un fondo hay un gestor y cada gestor, en función de la interpretación que haga de la economía, tomará unas decisiones u otras. Y las decisiones que tome el gestor acabarán afectando a la rentabilidad de tus inversiones. Ante un mismo suceso, un gestor comprará más acciones y otro las venderá. ¿Qué tiene esto de la economía que nos es tan difícil de comprender?

Aunque existen distintas escuelas económicas, las que hoy en día cuentan con un mayor número de seguidores entre los gestores de carteras son dos. Cada escuela interpreta la realidad económica a su manera y, créeme, sus visiones no se parecen en nada. El gran debate es Keynes o Hayek. Tú decides.

## Keynesianismo

Sin duda, el economista con mayor impacto del siglo XX ha sido John Maynard Keynes, un licenciado en Matemáticas por el King's College que cambió la exactitud de las ecuaciones por la imprecisión de la economía.

En la década de 1930, la gran revolución de Keynes fue que, en un entorno en el que se pensaba que el libre mercado era la mejor opción, él defendía que era beneficioso ajustar el mercado por medio de un gobierno intervencionista. Estudió la Gran Depresión de 1929 como un problema de gasto, y su propuesta de solución fue sustituir el gasto privado (el consumo y la inversión) por la intervención del gobierno (el gasto público).



Recuerda que el gasto público, la G que hemos visto en el PIB (si no recuerdas la fórmula puedes volver al apartado “Cómo se calcula el PIB”), incide directamente en la producción de un país. Buena parte de los políticos de izquierdas y de centro izquierda del mundo basan sus programas económicos en el pensamiento de Keynes... aunque a veces se olvidan de que también recomendaba recortar el gasto cuando las cosas van bien.

¿Y cuál era el fin último de incrementar el gasto público? Garantizar el pleno empleo. (Si no lo has hecho, te recomiendo que leas el recuadro “Cada maestrillo tiene su librillo”, unas páginas más atrás.)

En caso de recesión, los gestores keynesianos esperan una actuación contundente del gobierno y, cuando esta se produce, crece su optimismo y creen que el cambio de ciclo (de recesión a crecimiento) se acerca. Por eso, en ese momento, suelen aumentar la inversión en bonos y en bolsa. Por si no lo sabías, Keynes fue uno de los mejores gestores de carteras de su época. En sus años como tesorero del King's College obtuvo una rentabilidad acumulada entre 1924 y 1946 del 1.675 %, según un estudio de David Chambers y Elroy Dimson de la Universidad de Cambridge y de la London Business School. ¿Qué te parece?

## La escuela austriaca: Friedrich von Hayek

La segunda corriente de pensamiento económico que te quiero presentar es la conocida como escuela austriaca, que recibe su nombre de sus pensadores más importantes, los austriacos Ludwig von Mises y Friederich von Hayek.

A los austriacos, a diferencia de los keynesianos, no les gusta demasiado la intervención del gobierno. La base de su pensamiento es que intentar predecir el futuro es una auténtica pérdida de tiempo. No se puede. Y ya que no podemos

predecir el futuro, debemos trabajar sobre patrones y tendencias que nos ayuden en el proceso inversor. Hayek se refirió a la pretensión de muchos economistas aficionados de lanzar predicciones económicas como la “fatal arrogancia” (y así tituló el último libro que publicó).

La escuela austriaca sostiene que la expansión artificial del crédito (por medio de políticas monetarias expansivas para reactivar la economía) crea un crecimiento económico falso que desembocará en una burbuja. Y las burbujas tienen el extraño vicio de que les gusta explotar. Para los austriacos, es el mercado, y no los gobiernos, quien debe decidir la marcha de la economía. Y en el mercado, el indicador más relevante son los precios, fiel reflejo de toda la información del sistema. Su punto de vista es que el crecimiento económico se basa en la productividad y en el ahorro y que la manipulación de los tipos de interés solo lleva a la creación de las temidas burbujas.

La escuela de Hayek cada vez tiene más seguidores en el mundo financiero (evidentemente, entre ellos no se cuentan Ben Bernanke ni Janet Yellen, expresidente y presidenta de la Reserva Federal Americana en el momento de escribir este libro, dada su afición a la maquinaria de imprimir billetes). Los gestores que siguen un estilo de valor (*value investing*) forman una verdadera guardia pretoriana de esta escuela de pensamiento. Como verás en el capítulo 5, se basa en seleccionar acciones por sus buenos fundamentos económicos.

Además de los gestores de valor, de los que Warren Buffett es el principal exponente, hay otros grandes admiradores de la escuela austriaca y estoy seguro de que los conoces: Margaret Thatcher y Ronald Reagan. Dicen que, en 1975, cuando la Dama de Hierro ya era la líder del Partido Conservador inglés, fue invitada a una conferencia sobre asuntos económicos. Al llegar, sacó un libro de su bolso y dijo: “Esto es en lo que creemos”. El libro en cuestión era *Los fundamentos de la libertad*, de Hayek. Más tarde, y tras haber servido de inspiración al thatcherismo, Hayek fue condecorado por la reina Isabel II con la Orden de los Compañeros de Honor.

Te recomiendo que busques en YouTube alguno de los raps de Keynes contra Hayek, ¡son buenos de verdad! (Y sí, he usado las palabras Keynes, Hayek y rap en la misma frase.)

## **La biblia del inversor: el ciclo económico y la curva de tipos**

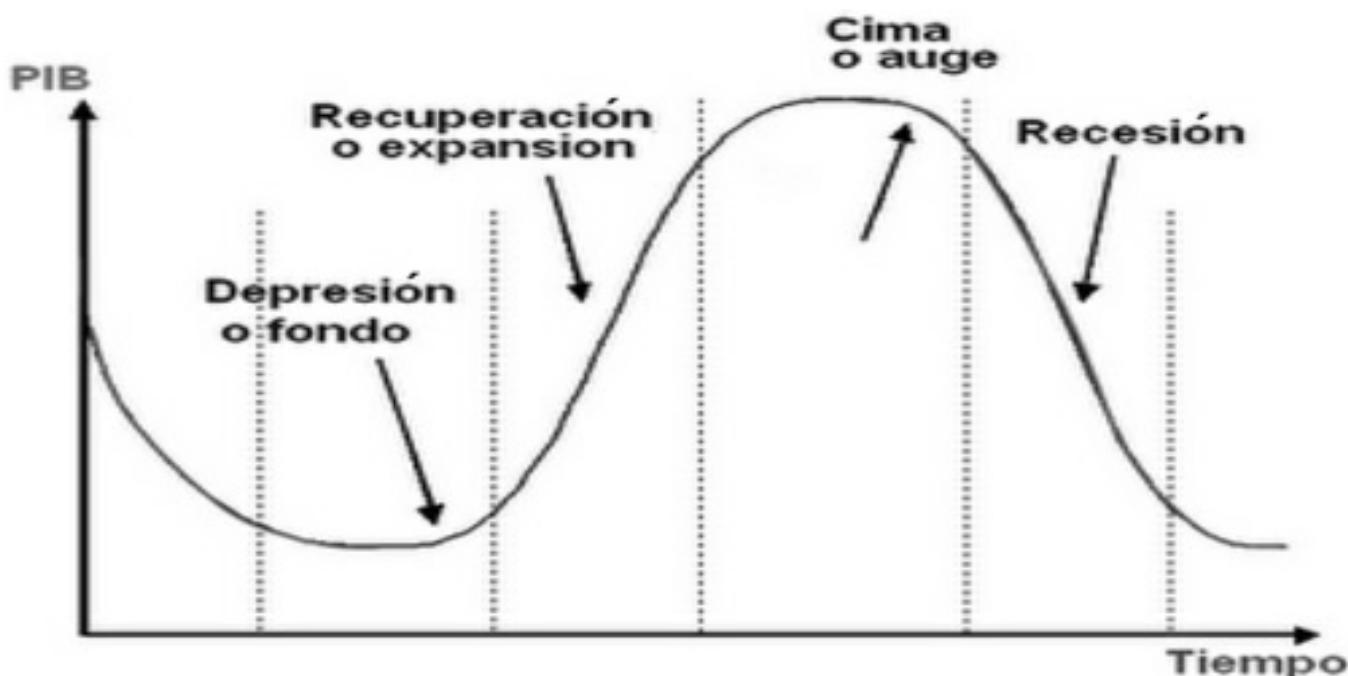
Con lo que hemos visto hasta ahora ya tendrás las ideas básicas que permiten que los inversores reconozcan si una economía crece o no, si ese crecimiento es de calidad y qué camino toma la inflación que es, en general, la variable de mayor

incidencia en las políticas monetarias. También hemos visto las dos corrientes de pensamiento económico-político más importantes: el keynesianismo y la de los seguidores de Hayek. Pero lo que viene ahora es todavía más importante para una inversión: aprenderás a determinar en qué momento del ciclo estamos y qué información nos proporciona la curva de tipos de interés.

### Ciclo financiero y ciclo económico

No es un secreto que la economía no crece de forma lineal. Hay períodos de muchos años seguidos de crecimiento y luego vienen unos años malos en los que la economía se contrae. Siguiendo este razonamiento, podemos deducir que ciclo económico se divide, básicamente, en cinco fases, según la definición de Arthur Burns y Wesley Mitchell en *Measuring Business Cycles* (National Bureau of Economic Research NBER, Nueva York, 1946). Sin embargo, otros economistas consideran que pueden ser cuatro fases (una sola expansión). La realidad nos muestra que hay ciclos que van de expansiones a recesiones sin demasiadas fases intermedias. El concepto importante es que te quedes con que la evolución de la economía no es lineal y que siempre hay ciclos alcistas y ciclos bajistas. Veamos estas cinco fases:

1. Recuperación.
2. Primera expansión.
3. Segunda expansión.
4. Estancamiento.
5. Recesión.



**Figura 3-1**

Diagrama del ciclo económico

---

Como ves, invertir es muy fácil. Simplemente tienes que estar fuera de los mercados cuando la economía cae e invertir cuando crece... ¡Es broma! Invertir en función del ciclo es de todo menos fácil. Hay montones de economistas de todas y cada una de las instituciones económicas y universidades importantes intentando anticipar cuándo va a cambiar el ciclo económico y nunca lo han conseguido con un mínimo de fiabilidad. ¿Recuerdas lo que pensaba Hayek sobre las predicciones económicas? Pues parece que en esto no andaba muy desencaminado...



Una de las grandes verdades sobre la inversión es que el ciclo económico y el ciclo financiero funcionan de forma diferente. Y uno de los grandes errores de muchos analistas financieros (y de la gran parte de inversores particulares) es analizar los mercados financieros según la lógica económica, la fácil y racional, y, por lo tanto, la que entendemos: si la economía crece, hay que invertir. Es la lógica económica, lo que todos entendemos y haríamos. Sin embargo, la realidad nos muestra que si la economía decrece, pero decrece menos que en los períodos precedentes, entonces ha llegado el momento de invertir: se anticipa el cambio. Esta es la lógica financiera, y no es fácil entenderla ni hacer el cambio de paradigma que te permita pensar así.



La otra gran verdad sobre la inversión (que ya te he anticipado) es que los mercados financieros son un mecanismo de descuento. Lo que hoy dice la prensa o los analistas tiene muy poco valor porque, probablemente, el mercado ya lo ha descontado hace tiempo. Tiene relación con el concepto anterior: la lógica económica y la lógica financiera no suelen ir de la mano.

## El marco de referencia para invertir: la curva de tipos



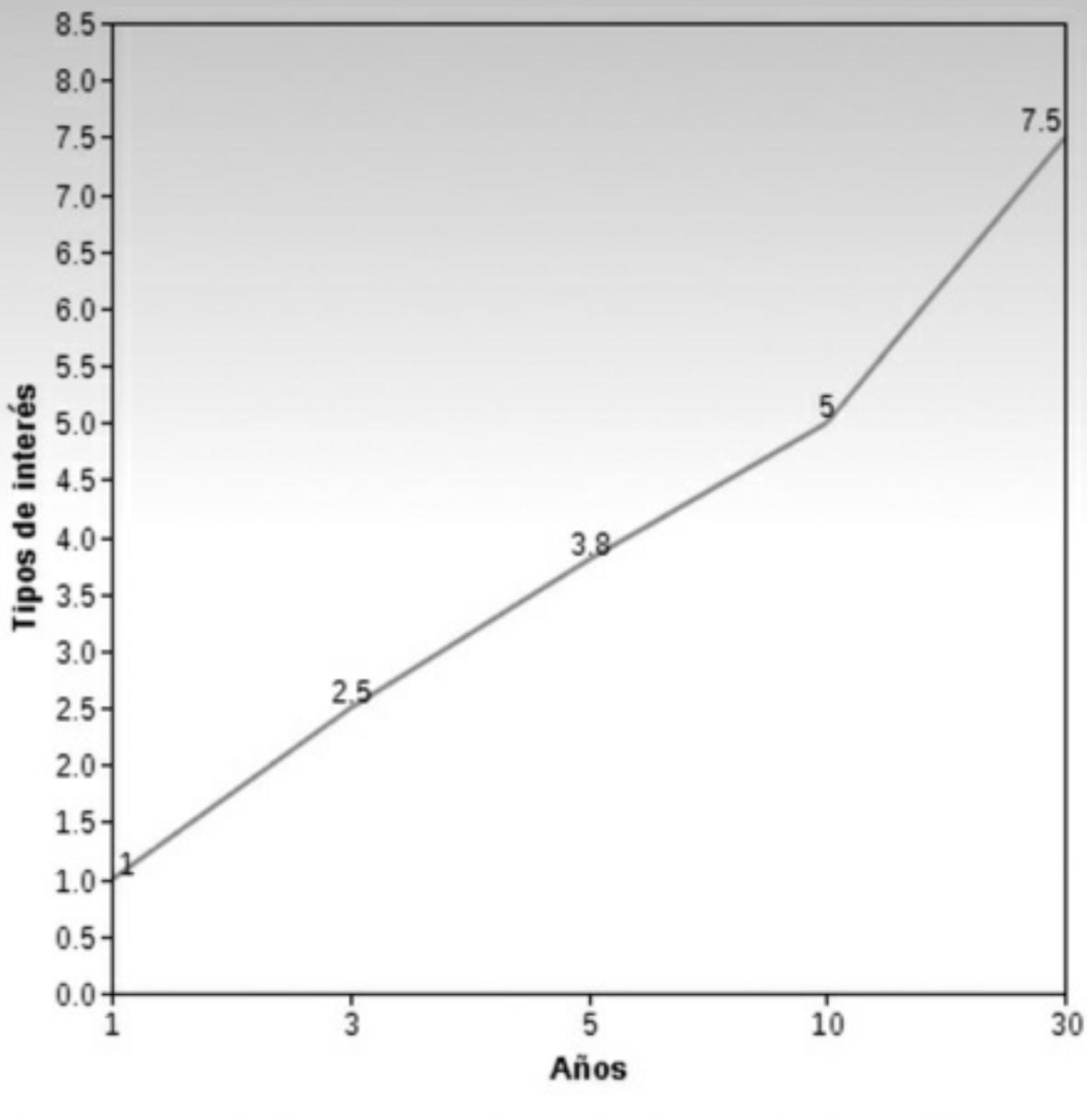
La curva de tipos (en textos más técnicos la verás como ETI o “Estructura Temporal de los Tipos de Interés”) no es más que la representación gráfica de los tipos de interés que hay en los diferentes plazos de tiempo que se negocian en el mercado. (En realidad, más que tipos de interés, lo que refleja son las rentabilidades que ofrece cada plazo, concepto que veremos en el capítulo 4.)

Como los tipos de interés no dejan de ser el precio del dinero, lo que nos muestra la curva de tipos es lo que cuesta el dinero en función del plazo durante el que queramos invertir. Si quiero invertir a un año, la curva de tipos me dará el precio del dinero a un año, y si quiero invertir a 30 años, la curva me dará el precio a 30 años.

La curva de tipos te permite comparar no solo la rentabilidad entre diferentes instrumentos y plazos, sino entre diferentes países y divisas, y entre distintos niveles de riesgo crediticio (en el capítulo 4 te hablaré de esto con más calma).

Cada banco central determina sus políticas de tipos de interés. Los principales bancos centrales son el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal Americana (FED), el Banco de Inglaterra (BOE) y el Banco de Japón (BOJ), aunque el banco central chino (Bank of China) cada vez está tomando mayor relevancia acorde con la economía del país. Además, dentro de la zona euro, cada país tiene su propia curva de tipos afectada por su prima de riesgo. No es fácil ni intuitivo. ¿Cuál es la referencia, entonces? Para la zona euro, se toma como referencia la curva de tipos de la deuda pública alemana (es la que sirve como referencia de la prima de riesgo) y la otra curva de tipos importante es, cómo no, la estadounidense. Si te quieres complicar más la vida tienes la curva de tipos al contado (lo que hemos visto hasta ahora) y la curva de tipos a plazo o *forward* (que es la que busca determinar cuál será el tipo de interés al que se hará una inversión entre dos fechas futuras), pero no te agobies, esta última no es necesaria para tu carrera de inversor particular.

## Curva de tipos



Fuente: Creación propia con [www.chartgo.com](http://www.chartgo.com)

**Figura 3-2**

Ejemplo de curva de tipos ficticia



Y ¿por qué es tan importante la curva de tipos? Pues porque todos los mercados financieros, y en consecuencia todos los mercados, tanto renta fija como variable, giran alrededor del mercado del dinero, de la curva de tipos. Fíjate: los tipos de interés afectan, en primer lugar, al mercado de los bonos públicos que emite el gobierno, de forma inmediata. Automáticamente, ese efecto impacta en los bonos corporativos que emiten las empresas, impacto que se transmite a las bolsas y que, al final, también afecta al mercado de divisas.



Tenemos un ejemplo reciente en el programa de expansión cuantitativa de la Reserva Federal (FED), que no ha sido más que una política monetaria expansiva para aumentar la oferta de dinero. En la prensa lo habrás visto como QE o *Quantitative Easing*. La expansión monetaria ha provocado unos tipos de interés muy bajos que han dado lugar a un aumento de los precios de la renta fija, como verás en el capítulo 4. También han influido en las bolsas, que llegaron a romper niveles de máximos históricos, y, al mismo tiempo, los bajos tipos de interés y el aumento de la masa monetaria mantuvieron el dólar débil frente al euro, lo que favoreció a la industria exportadora estadounidense.

### **Si hay barra libre, baila**

No trato de fomentar el consumo de bebidas alcohólicas, solo quiero que te fijes en lo que hace el camarero, es decir, los bancos centrales.

Los bancos centrales son hoy el jefe de la barra y sirven cócteles de tipos de interés. Son como el anfitrión de la fiesta que, cuando quiere que la cosa se anime, abre la barra libre (baja los tipos de interés y emite más dinero) y sirve los mojitos bien cargados, pero cuando la cosa se le desmadra apaga la música y requisa el alcohol para que los invitados se tranquilicen (sube los tipos de interés y drena liquidez a la economía).



Una de las claves básicas como inversor es coordinar tu plan de inversiones con las políticas de los bancos centrales. Si abren la barra libre, no tengas miedo de invertir en activos de riesgo y, si la cierran, sé más cauto. Bebe o descansa según mande el camarero del dinero.

### **Si la cosa no sube, tienes un problema**

Vaya por delante que “la cosa” sigue siendo la curva de tipos. Por si las moscas.

Una de las mejores cualidades de la curva de tipos es que su forma puede darnos muchas pistas. La curva de tipos generalmente sube, tiene una pendiente positiva: esto significa que los tipos a tres años son más altos que los tipos a un año, pero, a su vez, son inferiores que los tipos a diez años; va de menos a más. A veces la curva se convierte en recta (tipos similares a distintos plazos) e incluso se invierte, es decir, baja. Y cuando la cosa baja, se nos complica la vida.



Una curva de tipos invertida implica que los tipos de interés a corto plazo sean más altos que los intereses a largo plazo. Eso sucedería si, por ejemplo, la curva a dos años marcase un tipo del 3,00 % y a diez años del 2,80 %, lo que significa que los inversores están comprando bonos a largo plazo, por lo que su precio sube y su rentabilidad cae (la relación precio/rentabilidad te la explicaré en el capítulo 4). La interpretación es que se espera una caída de las bolsas y una inflación baja, lo que favorece el estar posicionado en renta fija a largo plazo (también te hablaré de la renta fija en el capítulo 4).

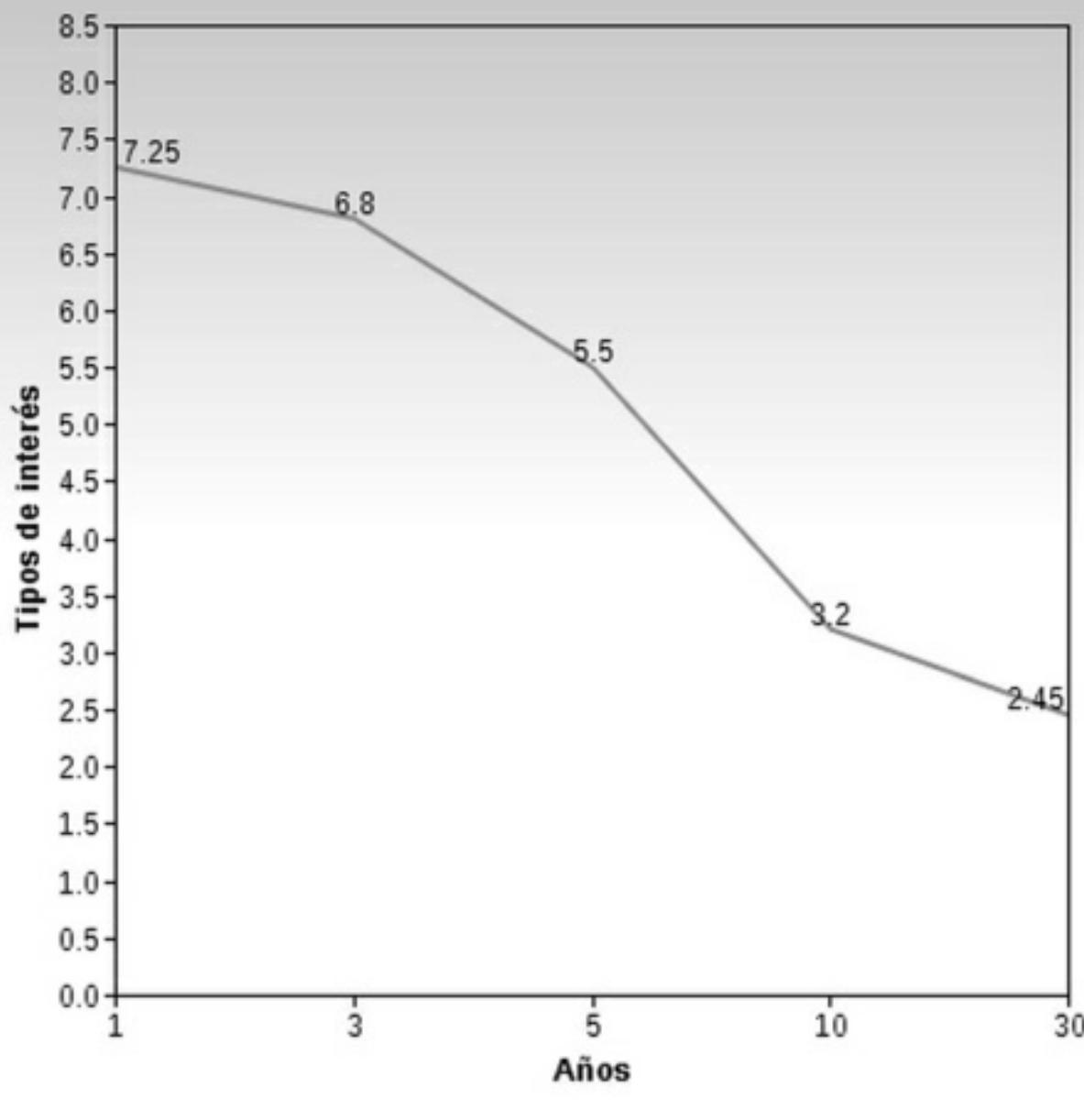
Si no has acabado de entenderlo no te preocupes demasiado, cuando leas el capítulo 4 lo verás claro. De momento quédate con que los parámetros de referencia que se suelen comparar son la rentabilidad del bono a dos años con la rentabilidad del bono a diez años, y cuando la rentabilidad a dos años es superior a la de diez, se considera una curva de tipos invertida y recesión al canto.



Una curva de tipos invertida suele ser un indicador adelantado de una futura recesión.

En la figura 3-3 te propongo un ejemplo de curva de tipos invertida muy exagerado, pero así el concepto queda claro.

### Curva de tipos invertida



Fuente: Creación propia con [www.chartgo.com](http://www.chartgo.com)

**Figura 3-3**

Curva de tipos invertida ficticia



Antes de iniciar o reestructurar un plan de inversiones, debes tener claro cómo va el campeonato: qué hace la curva de tipos y qué mensaje ofrecen los bancos centrales más importantes, la Reserva Federal Americana y el Banco Central Europeo.

## **Parte II**

# **La carta, por favor: clases de activos**

## **En esta parte...**

En esta parte te daré mucha información útil, pero si quieres quedarte con un único concepto es este: nunca tomes una decisión de inversión basada en un producto financiero sin más. No compres el envoltorio, compra el contenido. No decidas que vas a invertir “en fondos” o que vas a abrir un “plan de pensiones”. Es fundamental que primero decidas en qué clase de activo (*asset class*) quieras invertir. Ese “dónde” es lo que vamos a ver en esta parte: bonos, bolsa o inversiones alternativas. Cuando sepas en qué quieres invertir, deberás escoger qué producto financiero se ajusta más a tus necesidades. Nunca al revés.

## Capítulo 4

---

# Cuando tú eres el banco: bonos

---

### En este capítulo

- ▶ Qué son los bonos y su importancia en una cartera de inversión
  - ▶ Riesgos de invertir en bonos
  - ▶ Estrategias de inversión en renta fija
- 

“El dinero lo ganan quienes con paciencia y fina observación van detrás de los que lo pierden.”

BENITO PÉREZ GALDÓS

Los bonos son, con diferencia, la parte más importante en la cartera de un inversor particular. Aunque tu perfil inversor sea “arriesgado” y te pirres por la bolsa, la renta fija debe ser el núcleo de tu cartera por varios motivos:

- ✓ Proporciona ingresos recurrentes.
- ✓ Da soporte en el largo plazo a tu estrategia de inversión.
- ✓ Reduce el riesgo de la cartera.
- ✓ Una parte de tu cartera en bonos a más corto plazo te dará liquidez cuando la necesites.

Para hacerte una idea de la importancia de la renta fija piensa que, en los países desarrollados, más del 80 % del volumen total negociado en los mercados financieros corresponde a la renta fija.



Dentro de esta clase de activos he incluido una categoría que tiene autonomía por sí misma: la liquidez.

Aunque te pueda sonar extraño, en la distinción clásica entre clases de activos

siempre se han diferenciado tres:

- ✓ Liquidez.
- ✓ Renta fija.
- ✓ Renta variable.

Con el fin de simplificar el proceso de aprendizaje, la parte correspondiente a la liquidez está incluida en este capítulo en la parte final de productos de renta fija como un apartado más de renta fija que son los “mercados monetarios”.

## Bonos



Un bono es un instrumento financiero de renta fija que emiten los gobiernos y las empresas y que representan préstamos que estas entidades reciben de los inversores.

Buena parte de los inversores particulares pensáis (perdón, piensan ☺) que los bonos son la categoría amable de la inversión. Para muchos, son esos activos con los que siempre se gana. Al fin y al cabo por algo se le llama “renta fija”. Y como la renta fija apenas tiene riesgos, vas y pones tu dinero en un fondo de renta fija que no sabes del todo bien en qué invierte ¡es renta fija, caramba! Y un buen día te encuentras con que una parte eran bonos convertibles, otra parte eran cédulas hipotecarias de una caja de ahorros que ya no existe y otra parte eran unos títulos con nombres muy raros que, sin saber por qué, han perdido valor: uno se apellidaba deuda subordinada y otro, el más malote, se llamaba participaciones preferentes... ¡Qué cosas tiene la renta fija!



El emisor que nos ha vendido el bono coge nuestro dinero prestado y su compromiso es que al cabo de un tiempo (cuando vence el préstamo) nos devolverá el dinero y, además, nos pagará unos intereses por el préstamo que le hemos hecho.

La forma fácil de entender qué es un bono es verlo como lo que es: un préstamo. Lo que ocurre es que en este caso el que hace el papel del banco eres tú. Tú le das dinero al Estado español cuando compras un Bono del Estado, tú le das dinero a Telefónica cuando compras un pagaré de esa compañía o se lo das a Japón cuando en tu fondo de inversión hay un bono emitido por ese país.

## Mi nombre es Bond

Es importante no liarse con los nombres. Recuerdo mis inicios en el mundo financiero, cuando buscaba las diferencias entre “obligación” y “bono” (en inglés, *bond*) y no encontraba más respuesta que las diferencias de vencimiento. ¿Y por qué demonios tendrán que ponerle nombres distintos a algo que es lo mismo?

Para ahorrarte el quebradero de cabeza que pasé yo, voy a aclarar algunas cuestiones terminológicas, y no las pases por alto, porque en esta clase de activos es muy importante. Tan importante como llamarse James, siempre y cuando te apellidos Bond, ¡claro!



Renta fija (o *fixed income*) es la denominación general de los bonos, y ya los hemos definido: son un instrumento financiero que emiten los gobiernos y las empresas para financiarse.

Dentro de la renta fija existen algunas pequeñas diferencias, que básicamente vienen dadas por el plazo al que se ha emitido esa renta fija. Lo veremos más adelante, cuando analicemos los distintos productos de renta fija, pero ya te adelanto que una Letra del Tesoro es un préstamo que se le hace al Estado español a corto plazo, un Bono del Estado es lo mismo a medio plazo y una Obligación del Estado lo mismo de lo mismo pero a largo plazo. Un pagaré sería el equivalente a la Letra del Tesoro pero para una empresa privada, un *T-Note* sería un bono a cinco, diez o treinta años en Estados Unidos, un Buoni del Tesoro Poliennali lo mismo pero en Italia y un Schätze un bono alemán con vencimientos a dos o tres años. Y así puedo seguir dándote nombres de lo más variopinto y acabar complicándote la vida.

Para evitar problemas vamos a utilizar siempre la denominación “bono”. Si no perdemos de vista lo importante, el proceso inversor te será más fácil, porque más allá de los nombres que veas tienes que ir siempre a las características básicas del activo en el que inviertes. Lo llamen como lo llamen, será un préstamo que tú haces al emisor. Un producto de renta fija, un bono.

Pero cada regla tiene su excepción y en este caso es la renta fija especial: las obligaciones convertibles y las participaciones preferentes. Son activos que, dentro de la renta fija, tienen características diferenciales de las que te hablaré en el apartado “Deuda pública y renta fija privada”.

## Cuán fija es la renta fija



Antes de entrar en el meollo de la renta fija, es conveniente que sepas cuáles son los componentes de un bono:

- ✓ **Principal:** es el importe que invertimos en el bono, el préstamo que le hacemos al emisor. También se le llama **nominal**, **valor facial** o **valor par**. En un Bono del Estado, el nominal son 1.000 euros, y en la mayoría de bonos emitidos por empresas privadas el nominal va de 25.000 a 50.000 euros (aunque también hay bonos de 100.000 euros de nominal).
- ✓ **Cupón:** es el interés que paga el bono. En Europa, en general, se paga un cupón anual, pero en los bonos estadounidenses se suele pagar cada semestre, dos veces al año (a esta forma de pagar el cupón se le llama semianual). El cupón puede ser fijo (la forma más habitual) o variable. Un cupón fijo es el que paga, por ejemplo, el 5 % anual y un cupón variable sería el que pagara el Euribor +1,50 %, lo que quiere decir que cada año se revisa el Euribor y se le añade un diferencial (*spread*) del 1,50 %. Si el Euribor es del 2 %, el cupón que saldría sería del 3,50 % (1,50 % + 2,00 %).
- ✓ **Vencimiento:** momento en el que el emisor nos tiene que devolver el dinero.



Los elementos que conforman un bono no cambian durante la vida de este. El bono varía su precio en el mercado todos los días, pero no cambian el vencimiento, el cupón ni el nominal. Lo que sí varía de forma continua es la rentabilidad que ofrece el bono en el mercado, que es lo que te explico a continuación.

## La casa de los lóos: relación rentabilidad-precio

Igual que buena parte de los inversores particulares consideran los bonos como una forma de invertir segura que proporciona ingresos fijos y predecibles, los gestores de carteras profesionales no piensan igual. Estos invierten en bonos de forma parecida a como invierten en acciones: centran su atención en generar ganancias a través de las variaciones del precio del bono y no por la rentabilidad del cupón que, aunque es importante, es una segunda vía de rentabilidad. En este punto del capítulo quizás te cueste entender esto, pero cuando acabes el capítulo entero, vuelve a leerlo y seguro que lo comprendes.

## Cómo cotizan los bonos en el mercado: precio excupón y cupón corrido

Vamos a ver cómo se expresan los bonos en el mercado y cómo podemos valorar el precio de un bono. A partir de aquí entenderás la enrevesada relación entre rentabilidad y precio, que es la clave del asunto. No va a doler, te lo prometo. Es el cálculo de una simple TIR (Tasa Interna de Rentabilidad) y si quieras recordar la fórmula la encontrarás en el capítulo 2. Aunque, si te soy sincero, ni siquiera será necesario que recuerdes cómo calcular la TIR porque te la facilitará tu propio banco cuando te ofrezca bonos. Lo indispensable es que sepas interpretarla y eso sí que está totalmente a tu alcance.

Para ver cómo se expresa el precio de un bono en el mercado debemos tener claros dos conceptos clave:

- ✓ Cupón corrido.
- ✓ Precio excupón.



El cupón corrido es la parte del cupón devengada y no pagada en una determinada fecha entre dos cupones. Es decir, imagina que tienes un bono en tu cartera que quieras vender y han transcurrido 220 días desde el último cupón que cobraste. Como es normal, no vas a renunciar a los intereses que te corresponden, que son esos 220 días sobre los 365 que tiene un año. ¿Y cómo calculas la parte que te corresponde? Pues, aplicando una proporcionalidad simple, el cálculo sería  $220/365$  (los días transcurridos entre los días que tiene un año) multiplicado por el tipo de interés del bono. Supón que el bono paga un 5 % anual, el cálculo quedaría así:  $5 \% \times 220/365 = 3,01\%$ . Es decir, del 5 % que paga el bono cada año, a ti te toca un 3,01 % de los intereses por los días que has sido propietario del mismo.



En el mercado, los bonos se expresan en base 100 y siempre con dos decimales, donde el 100,00 % es el valor nominal del bono. Si un bono con un nominal de 1.000 euros está valorado al 105,00 %, su valor de mercado son 1.050 euros (el 105 % de 1.000). Si en otro momento ese mismo bono está valorado al 98,00 %, su valor será de 980 euros (98 % de 1.000).

Los precios de los bonos publicados en el mercado son excupón, es decir, el precio de cotización. Si buscas el precio de un bono en cualquier publicación o mercado oficial, verás que te dan los precios sin el cupón corrido. Si quieras comprar un bono tendrás que pagar por él el precio excupón y además el cupón corrido. Es decir que:

Precio de compra del bono = precio de cotización (o precio excupón) + cupón corrido

Supón que el bono anterior, donde el cupón corrido era del 3,01 %, cotiza al 103,87 % y queremos comprarlo. ¿Cuánto tendremos que pagar por él?

Precio de compra del bono =  $103,87 + 3,01 = 106,88 \%$

Lo que significa que, por cada 100 euros de nominal, pagaremos 106,88 %; si el bono es de 1.000 euros de nominal, pagaremos 1.068,80 euros.

### Como la vida misma

A continuación te presento un cuadro con los precios de cotización de diversos productos de renta fija. No te preocupes por las siglas ISIN y BME, te las explico en el siguiente apartado.

**Tabla 4-1. Ejemplo real de productos de renta fija del mercado español (AIAF) cotizados en BME renta fija (14-8-2014)**

EMISIÓN			
Descripción	ISIN	Volumen negociado (miles)	Precio medio
<b>BONOS</b>			
BS AUCALSA- 4,350 06/2019	ES0311843009	249.500,00	104,000
BS BANKIA- 3,500 01/2019	ES0313307003	1.000.000,00	105,234
BS BANESTO- 3,000 04/2015	ES0313440150	28.000,00	101,260
BS BBK- 4,380 09/2015	ES0314100068	300.000,00	104,056
BS AE-C.GALICIA- 3,000 11/2014	ES0314843329	500.000,00	100,524
BS AE-C. MADRID- 5,250 04/2016	ES0314950694	10.000.000,00	107,571
BS AE-CAIXANOVA- 3,125 04/2015	ES0314958069	2.000.000,00	101,810
BS LA CAIXA- 2,375 05/2019	ES0314970239	3.100.000,00	101,031
BS AE-C.CANTAB- 4,875 02/2015	ES0314975063	5.000.000,00	102,080
BS MAPFRE- 5,125 11/2015	ES0324244005	700.000,00	105,637
BS CAIXABANK- 4,125 11/2014	ES0340609009	6.300.000,00	100,992
<b>BONOS CONVERTIBLES</b>			
BC LIBERBANK-C 7,000 07/2018	ES0268675024	2.400,00	100,600
<b>CÉDULAS HIPOTECARIAS</b>			
CH BANKINTER- 3,250 11/2014	ES0413679061	1.400.000,00	100,715

**Tabla 4-1. Ejemplo real de productos de renta fija del mercado español (AIAF) cotizados en BME renta fija (14-8-2014) (cont.)**

<b>EMISIÓN</b>		<b>ISIN</b>	<b>Volumen negociado (miles)</b>	<b>Precio medio</b>
<b>Descripción</b>				
<b>BONOS</b>				
CH B. POPULAR- 4,125 03/2017		ES0413790173	5.600.000,00	108,069
CH SANTANDER- 4,375 03/2015		ES0413900244	1.600.000,00	102,364
CH CAJA MADRID- 4,250 05/2018		ES0414950651	1.900.000,00	111,646
CH LA CAIXA- 4,750 03/2015		ES0414970667	50.000,00	102,401
CH CAJA ESPAÑA- 3,000 06/2015		ES0415474305	12.000,00	100,051
CH CAJAMAR- 3,375 05/2016		ES0422714016	3.000.000,00	104,066
<b>CÉDULAS MULTICEDENTES</b>				
CM AYT CEC.GLOB-5 4,000 03/2021		ES0312298054	4.800.000,00	111,578
CM AYT CED.X-A VBLE 06/2015		ES0312342001	2.000.000,00	99,410
CM CED.TDA 5- 4,125 11/2019		ES0317045005	5.700.000,00	112,621
CM CED.TDA 6- 3,875 05/2025		ES0317046003	3.500.000,00	107,112
CM AYT CED.V-B 4,750 12/2018		ES0370148019	3.000.000,00	114,437
CM PROG CED TDA-A1 VBLE 04/2016		ES0371622004	3.000.000,00	98,950
<b>OBLIGACIÓN DEL TESORO</b>				
OBL TESORO PÚBLICO- 4,700 07/2041		ES00000121S7	36.000,00	117,500
OBL TESORO PÚBLICO- 5,850 01/2022		ES00000123K0	2.400.000,00	127,726
OBL TESORO PÚBLICO- 2,750 10/2024		ES00000126B2	234.000,00	102,080
<b>OBIGACIONES</b>				
OS AVASA- 3,550 06/2015		ES0211837077	150.000,00	101,600
OS AUDASA- 3,700 05/2016		ES0211839156	6.500,00	102,100
OS AUDASA- 4,850 03/2018		ES0211839164	26.500,00	106,000
OS ABERTIS- 5,125 06/2017		ES0211845211	100.000,00	112,166
OS B. POPULAR-Sb 8,000 07/2021		ES0213790019	6.000,00	110,972
OS B. SABADELL-Sb 6,250 04/2020		ES0213860051	600.000,00	113,183
OS C.A.MEDITERR-VBLE 08/2015		ES0214400055	11.000,00	94,455
OS LA CAIXA-Sb VBLE 03/2020		ES0214970073	352.000,00	101,560

**Tabla 4-1. Ejemplo real de productos de renta fija del mercado español (AIAF) cotizados en BME renta fija (14-8-2014) (cont.)**

<b>EMISIÓN</b>			
<i>Descripción</i>	<i>ISIN</i>	<i>Volumen negociado (miles)</i>	<i>Precio medio</i>
<b>BONOS</b>			
OS LA CAIXA-Sb 7,500 01/2017	ES0214970081	2.000,00	112,950
OS MAPFRE-Sb VBLE 07/2037	ES0224244063	100.000,00	106,120
OS EROSKI-Sb VBLE Perpetua	ES0231429004	27.100,00	40,300
OS EROSKI-Sb VBLE Perpetua	ES0231429038	79.925,00	39,501
OS CAIXABANK-Sb 4,000 02/2022	ES0240609000	445.800,00	104,521
OS CAIXABANK-Sb 5,000 02/2022	ES0240609018	46.300,00	107,891
OS VIDACAIXA-Sb VBLE Perpetua	ES0283691014	48.000,00	100,300
<b>PAGARES DE EMPRESA</b>			
PE SANTANDER DESC 09/2014	ES0513900XX5	328.000,00	99,991
<b>PARTICIPACIONES PREFERENTES</b>			
PPR B. SABADELL-1 VBLE Perpetua	ES0113860003	13.000,00	100,000
PPR BBVA CAP FIN-C VBLE Perpetua	ES0114224043	111.000,00	98,880
PPR GUIPUZCO CAP-3 VBLE Perpetua	ES0143561043	5.000,00	101,000
PPR POPULAR CAPITAL-D VBLE Perpetua	ES0170412003	30.000,00	95,000
PPR REPSOL IN.CP-C VBLE Perpetua	KYG7513K1452	2.000,00	98,030
<b>TITULIZACIÓN DE ACTIVOS</b>			
BTN FADE-3 5,900 03/2021	ES0378641023	10.000.000,00	125,102
BTN FADE-13 4,000 12/2015	ES0378641122	19.100.000,00	104,834
BTN FADE-19 2,250 12/2016	ES0378641189	5.100.000,00	103,818

Vamos a interpretar la tabla que acabamos de ver:

- ✓ Lo primero que verás es que agrupan los bonos por su naturaleza. Empiezan con “bonos” (BS), siguen con “bonos convertibles” (BC), luego “cédulas hipotecarias” (CH), y así sigue hasta la categoría final de “titulización de activos” (BTN). Ponga el nombre que ponga, y antes de que te lías, recuerda la clave: todo son bonos, algunos con características especiales, pero la esencia siempre es la misma, títulos de deuda.
- ✓ Luego viene el nombre del emisor: Bankia, Tesoro Público, Audasa... Como ves, esto no tiene mucho misterio.
- ✓ Al lado del nombre, todavía en la primera columna, pone dos cosas: el cupón de la emisión y el vencimiento; 4,850 03/2018 significa que esa emisión tiene un cupón fijo del 4,850 % y vence en marzo de 2018. En los casos que el cupón no es fijo pone *VBLE*, es decir, “variable”, y ya sabemos qué significa: el cupón va indexado a una referencia, que normalmente es el Euribor, al que se añade un diferencial (Euribor + 3,00 %, por ejemplo). En cuanto al vencimiento, en algunos casos no hay vencimiento y pone “perpetua”, que significa que esa deuda no tiene vencimiento.
- ✓ Verás que, en algunos casos, al lado del emisor pone “Sb” así, en minúsculas, que casi no se ve. Ojo con esa “Sb”; significa *subordinada* y así, de entrada, no es bueno. En el apartado “Los últimos serán los primeros o al revés: la prelación de créditos”, más adelante en este capítulo, verás por qué.



- ✓ Luego pone el código ISIN de cada emisión (segunda columna, te lo explico en el próximo apartado), el volumen negociado en la sesión (tercera columna) y el precio medio (última columna). Quiero que centres tu atención en este último dato, en el precio medio. Los bonos fluctúan todos los días, como la bolsa, sus precios suben y bajan y puedes ganar y perder. Fíjate, por ejemplo, en una de las emisiones de Eroski que he resaltado, que cotiza al 40,30 % de su valor de emisión. Quien compró al 100 % cuando esa emisión salió al mercado está perdiendo casi un 60 % de lo invertido. Esto no es una tontería, en renta fija se puede perder ¡y a veces mucho! En este caso, la mezcla de un título perpetuo y subordinado con una compañía cuya salud financiera puede estar en entredicho, como Eroski, da como resultado un precio de mercado del 40,30 %. (Por si te lo estás preguntando, Eroski pertenece a la Cooperativa Mondragón, cuya enseña, Fagor Electrodomésticos, presentó concurso de acreedores en noviembre de 2013.) Y vuelvo a la terminología de la renta fija. A esta emisión de deuda Eroski le puso el nombre de “Aportaciones Financieras Subordinadas”, y así

constan en el folleto de emisión. Pero ponan el nombre que pongan nosotros sabemos que son... bonos.

## ISIN no es un dios egipcio, ni BME es un grupo de música

De la lista anterior me ha quedado pendiente explicarte qué es el BME y el ISIN. Voy a aclarártelo.



BME renta fija es el mercado español más importante para la renta fija privada (la emitida por empresas). No es importante que conozcas todos los mercados de renta fija del mundo, ¡para nada! El único concepto que quiero que te quede claro es que la renta fija, al igual que la bolsa, cotiza. Y cotiza todos los días, de modo que los bonos pueden subir y bajar de valor. Hay activos con una liquidez brutal (como la deuda pública), con cambios constantes en el precio, y hay muchos bonos de empresas pequeñas que pueden pasar varios días sin cruzar una sola operación.



Si te has fijado, habrás visto que al lado de cada bono consta un código. Se trata del código ISIN, que tiene la misma función que la matrícula de tu coche: identificar de forma inequívoca cada activo financiero que cotiza en el mundo. Cada emisión de deuda, cada acción, cada fondo de inversión tiene un ISIN que permite identificar rápidamente el activo del que se trata sin posibilidad de error. ISIN significa *International Securities Identification Number*, que así, escrito en inglés, mola mucho, pero no es más que el “número de identificación internacional de títulos”

## Rentabilidad de un bono: relación inversa rentabilidad-precio

Ahora te voy a pedir un favor, y no te quejes mucho, que el que sale ganando eres tú: te voy a pedir que prestes especial atención a lo que te voy a explicar ahora porque, si entiendes esto (y estoy seguro de que vas a hacerlo), sabrás bastante más de renta fija que algunos de los profesionales que deberían asesorarte. Si has comprendido cuáles son los elementos de un bono y recuerdas el significado de la TIR (sino, revisa el capítulo 2), esto es pan comido, y no te engaño.



Supón que tienes un bono a tres años, de nominal 100 euros, que paga el 5 % anual. Lo compramos a su emisión, esto es, al 100 %. Supón también que te quedas el bono hasta su vencimiento, ¿qué rentabilidad te dará? Fácil: el 5 %. Si compras al 100 % con una rentabilidad del 5 % y te lo quedas hasta su vencimiento, no tienes que hacer números. Vamos a verlo matemáticamente. La rentabilidad de un bono se calcula con la TIR:

$$P = \frac{C_1}{(1 + r)^1} + \frac{C_2}{(1 + r)^2} + \dots + \frac{C_n + M}{(1 + r)^n}$$

Para que lo entiendas perfectamente te diré que:

- ✓  $P$  = es el precio del bono.
- ✓  $C$  = es el cupón que paga el bono cada año, en este caso, 5 euros (5 % de 100 euros nominales).
- ✓  $M$  = es el montante o principal, los 100 euros que hemos invertido y que nos devolverá al vencimiento.
- ✓  $r$  = TIR o tasa de rentabilidad, que es lo que queremos calcular.

$$100 = \frac{5}{(1 + r)^1} + \frac{5}{(1 + r)^2} + \frac{(5 + 100)}{(1 + r)^n}$$

En este caso no hay secretos, despejando nos da  $r = 5\%$ . (Si te quita el sueño saber cómo se despeja la  $r$ , vuelve al capítulo 2.)



Si compras un bono y lo mantienes hasta su vencimiento, la renta fija es fija y es cuando una inversión es previsible. Insisto: la clave para que la renta fija sea fija es comprar y mantener el bono hasta su vencimiento. Si compras un bono a su emisión, al 100 %, y lo mantienes hasta el vencimiento, la rentabilidad será el cupón que ofrece el bono.



¿Hasta aquí vas bien? Porque voy complicar un poquito la cosa. Imagina que tienes un bono de nominal 100 euros en tu cartera, con un cupón anual del 3 %; lo que significa que cada año te paga 3 euros. Es un bono al que le quedan

cinco años para su vencimiento. Tú lo compraste para no correr riesgos y con la idea de mantenerlo hasta su vencimiento, pero te ha surgido una urgencia (así es la vida, tú haces planes y ella te los va cambiando) y necesitas vender el bono, no tienes opción. Lo malo es que los tipos han subido muchísimo y la rentabilidad que pide el mercado a los bonos como el tuyo es del 7 %. Ahora no vamos a calcular rentabilidades, ya nos las sabemos, las dicta el mercado y el mercado nos dice que para comprarnos este activo le tenemos que dar un 7 % de rentabilidad. Ahora lo que vamos a hacer es averiguar cómo valora el mercado nuestro bono, vamos a calcular el precio, la  $P$ , retomando la fórmula anterior:

$$P = \frac{3}{(1 + 0,007)^1} + \frac{3}{(1 + 0,007)^2} + \frac{3}{(1 + 0,007)^3} + \frac{3}{(1 + 0,007)^4} + \frac{(3 + 100)}{(1 + 0,007)^5}$$

Si despejamos la  $P$  (recuerda que te lo enseñé en el capítulo 2, si tienes dudas consulta) vemos que el mercado valora nuestro bono al 83,60 %. Vaya, eso sí que es un problema porque pagaste 100 euros y ahora vale 83,60 euros. Pierdes 16,40 euros de tu inversión. Al tener que volver al mercado antes de lo previsto, y con el cambio de los tipos de interés, tu inversión en renta fija ha sido ruinosa. ¿Ves como la renta fija puede no ser tan fija?

Piensa sin fórmulas ni líos matemáticos: ¿cómo puedes conseguir vender algo que te costó 100 y da un 3 % anual, cuando ahora eso está dando un 7 % anual? Pues solo hay una manera: como el 3 %, el cupón, es fijo y el 7 % te lo impone el mercado, tendrás que jugar con el nominal, o sea, vender por menos de lo que costó.



Cuando sube la rentabilidad que se pide al bono, el precio del bono baja. Cuando la rentabilidad baja, el precio sube.

Después de estos ejemplos espero que no olvides que la renta fija no es fija y que el valor de los bonos puede sufrir pérdidas muy importantes si cambian las condiciones del mercado.

### Pares o nones



Para conocer la rentabilidad de un bono siempre debes fijarte en la TIR. Una forma intuitiva de saber si un bono está a la par (al 100 % de su valor), por encima de la par (el bono ha subido por encima del 100 % de su valor) o por

debajo de la par (el bono ha caído por debajo del 100 % de su valor) es comparar la rentabilidad que se le pide al bono (la TIR) y el cupón del bono. Veámoslo con un ejemplo:



Supongamos que tienes un bono a cinco años con un cupón del 4 % anual. Vamos a ver qué valoraciones daría el mercado (precio del bono) si los tipos de interés suben y el mercado pide mayores rentabilidades. Hagamos la prueba con una rentabilidad (recuerda, la TIR) del 6 y del 10 % y veamos qué ocurre cuando los tipos bajan y el mercado pide rentabilidades del 2 %.

**Tabla 4-2. Comparación de la TIR con el precio de un bono**

<i>Rentabilidad = TIR</i>	<i>Precio bono a cinco años</i>
El cupón 4 % coincide con la TIR 4 %	100 %
Los tipos suben: TIR del 6 %	91,58 %
Los tipos suben más: TIR del 10 %	77,26 %
Los tipos bajan: TIR del 2,5 %	106,97 %
Los tipos bajan más: TIR del 1,00 %	114,56 %

El mismo producto, un bono que paga el 4 % anual con un vencimiento a cinco años, puede cambiar su valor de forma sustancial en función de la rentabilidad que exija el mercado. Si nos pide una rentabilidad del 10 %, mi bono se valora en poco más de un 77 %, y si tengo que venderlo, pierdo el 23 %. Por el contrario, si la rentabilidad que pide el mercado baja al 1 %, nuestro bono subiría más de un 14 %. No te vuelvo a decir lo de que si la renta fija es fija o que acabarás odiándome... ¿Queda claro, entonces?

1. Si la rentabilidad del bono es igual al cupón del bono, el bono vale el 100 % Está a la par.
2. Si la rentabilidad que pide el mercado es mayor que el cupón que paga el bono, el bono vale menos del 100 %. Está bajo la par.
3. Si la rentabilidad que pide el mercado es menor que el cupón del bono, el bono vale más del 100 %. Está sobre la par.

Cuanto más se acerque un bono a su vencimiento, más se acerca el precio del bono al 100 % de su valor.

## **Los riesgos de invertir en bonos**

Como ya has visto, los bonos tienen riesgos, y si no te queda otra que vender un bono en el mercado antes de su vencimiento, puedes perder dinero, a veces bastante. Simplificando al máximo, podemos concretar los riesgos que conllevan los bonos en dos:

- ✓ Riesgo de mercado.
- ✓ Riesgo de crédito.

Empezaremos por el que ya has visto:

### Riesgo de mercado

Cuando los tipos de interés del mercado cambian, el precio de tu bono también lo hace. Entonces, ¿de qué depende que un bono tenga más o menos riesgo de mercado? (también llamado riesgo de tipo de interés):

- ✓ Del vencimiento.
- ✓ De la frecuencia.
- ✓ Del tamaño del cupón.

Para ver cómo afecta la fecha de vencimiento a la rentabilidad del cupón, vamos a comparar tres bonos, uno a dos años, otro a diez y otro a treinta años, todos ellos con un cupón del 4 %. Analicemos qué pasaría si la rentabilidad que exige el mercado es del 6 %.

---

**Tabla 4-3. Riesgo en función del vencimiento**

---

<i>Rentabilidad / TIR</i>	<i>Bono a dos años</i>	<i>Bono a diez años</i>	<i>Bono a treinta años</i>
4 %	100 %	100 %	100 %
6 %	96,33 %	85,28 %	72,47 %
Caída de valoración	-3,67 %	-14,72 %	-27,53 %

---

Como puedes ver en la tabla, a vencimiento más largo, mayor riesgo. Bonos con el mismo cupón, el 4 %, ante una subida de los tipos de interés del 2 %, tienen caídas muy distintas en su valoración en función del plazo que les queda de vida. El bono a corto plazo cae un 3,67 % pero el bono a treinta años cae más de un 27 %.



Cuanto mayor es el vencimiento de un bono, más volátil es y mayor

riesgo conlleva. Por el contrario, cuanto más cercano sea el vencimiento, menor volatilidad tiene el bono.

Si nos fijamos ahora en la frecuencia (la periodicidad con la que se liquidan los cupones) y el tamaño de los cupones (el volumen del cupón: un cupón del 7 % tiene mayor tamaño que uno del 2,5 %), podemos extraer unas conclusiones similares:

A mayor frecuencia y mayor tamaño del cupón, menos volátil es el bono.

### Cómo valorar el riesgo de mercado de un bono: duración

Ahora ya sabes que a mayor plazo de vencimiento, más riesgo, y a mayor frecuencia y tamaño del cupón, menos riesgo de mercado. Pero ¿cómo lo controlamos? Pues a través de la duración (*duration*).



La *duración* mide la volatilidad de un bono, el riesgo de mercado del bono teniendo en cuenta todos los factores de los que te he hablado en el apartado anterior: tiempo hasta vencimiento, frecuencia de pago de cupones y tamaño del cupón. No voy a molestarte con más fórmulas matemáticas porque, como inversor particular, no tendrás que calcular la duración por tu cuenta, siempre te la darán. Lo que debes saber, como en el caso de la TIR, es interpretarla.



Tomemos un bono a diez años con cupón del 5 % TIR del 4,75 % y una duración de 8,25. Si la TIR del bono pasa al 5,75 %, es decir sube un 1 %, el precio del bono bajaría un 8,25 % aproximadamente. Si, en vez de subir, la TIR bajase al 3,75 % pasaría lo contrario, el precio del bono subiría un 8,25 % aproximadamente.

En el párrafo anterior hemos visto la duración de un bono, pero la duración de una cartera de renta fija es la suma ponderada de la duración de los bonos de esa cartera. Cuando invertimos en un fondo de inversión de renta fija siempre nos indicarán la duración promedio del fondo.



Veámoslo con el ejemplo real del *Pimco Global Fund E* en marzo de

2014: vencimiento efectivo 6,29 / duración efectiva 4,44. El fondo nos indica que el vencimiento medio de la cartera es de 6,29 años pero que la duración de esa cartera es de 4,44 años. Si la TIR sube un punto, ¿qué hará el fondo? Ya lo sabes, ¿no? Pues bajará un 4,44 %. Cuidado, porque es habitual que haya desajustes y que no coincida al céntimo, pero lo importante es saber en qué dirección se moverá la rentabilidad si se producen cambios en la TIR y en qué cuantía aproximada. Y eso es lo que nos da la duración.

Si consultas textos técnicos verás que hablan de “duración modificada” y de “convexidad”. A no ser que tengas un especial interés por las ecuaciones, no te compliques la vida, con lo que te he explicado hasta aquí tienes más que suficiente.

## Riesgo de crédito

Al principio del capítulo explicábamos que los bonos no dejan de ser un préstamo que le hacemos a alguien, bien a un gobierno o institución pública, bien a una empresa privada. Y los préstamos tienen un pequeño problema: que quizás no te los devuelven.

### Hacerse rico con bonos impagados

En la bolsa es muy conocida la figura del especulador húngaro André Kostolany. Sus enseñanzas sobre cómo especular en bolsa siguen aplicándose hoy en día, ya que son un dechado de sentido común y agudeza mental. Lo que buena parte de sus seguidores no sabe es que Kostolany era un firme seguidor de los bonos de empresas en dificultades, y parte de su fortuna la hizo con esa estrategia: compraba bonos muy baratos de empresas en dificultades (y que, por lo tanto, habían bajado mucho de precio) y los vendía cuando la empresa se recuperaba.

Una de las mejores operaciones en toda su carrera como especulador la hizo con bonos impagados. Kostolany compró bonos emitidos por la Rusia zarista que, con el cambio de régimen, fueron impagados. Decidió acumular una buena cantidad de estos bonos a precios irrisorios. Un día, gracias a una serie de acuerdos internacionales, Rusia decidió pagar parte de estos bonos. Según el propio Kostolany, esta operación le produjo una rentabilidad del 6.000 %. Los bonos zaristas que él compró a 5 francos franceses los vendió a medida que subían de precio, hasta que al final de la operación llegaron a valer 20.000 francos franceses cada uno.

Cuando un bono se impaga se dice que ese emisor está en *default*, es decir, no va a pagarte el cupón ni el principal (el nominal del bono). Hay situaciones de todo tipo, puede ser que se pague el cupón pero no el principal o que no se pague todo el principal pero sí una parte. Pero no pierdas la esperanza, en general estos bonos no pierden todo su valor y es habitual ver bonos en *default* cotizando a un precio del 10 al 40 %, ya que es posible que mejore la situación del emisor y esos bonos ganen valor.

## Rating

A priori no sabemos si un emisor de renta fija nos va a pagar o no, pero tenemos una herramienta transparente y muy potente que nos ayudará a tomar las decisiones: el rating.



El rating es una calificación crediticia sobre la solvencia de una emisión de bonos que nos indica la capacidad de pago de ese emisor. Existen pocas agencias en el mundo pero seguro que te suenan las más conocidas: Standard & Poors (S&P), Moodys y Fitch. Los ratings asignan un código a cada emisión que indica qué opinión tiene la agencia de rating de esos bonos en el momento de su emisión.

Y ahora cualquier autor típico te pondría el cuadro entero con los ratings de esas agencias y la descripción de cada categoría de riesgo... pero no soy un autor típico. Me interesa más que te quedes con las ideas importantes. La descripción detallada del rating no te servirá de nada, ni memorizarás los distintos tipos de ratings y la definición de cada nivel (yo no lo he hecho, y trabajo en esto)... Que una emisión sea AA o A, ¿qué más te da? A cambio te voy a regalar la regla de oro que yo sigo:



Divide el rating en dos categorías (y media): “grado de inversión” (*investment grade*), que engloba los ratings desde la triple A (AAA) hasta la triple B (BBB), y “grado de especulación” (*non investment grade*), que incluye desde la doble (BB) hasta el rating más bajo, que suele ser la D de *default*. La media categoría es la BB y puntualmente la B, que dan forma a una categoría de inversión propia como son los bonos de alto rendimiento (*High Yield*).



Los rating que van hasta la BBB son inversión, ningún problema, pero por debajo de BB y B entramos en la categoría especulativa.

Si tienes especial interés por conocer el rating con detalle, encontrarás toda la información que necesitas en [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.fitchratings.es](http://www.fitchratings.es) o [www.moodys.com](http://www.moodys.com). Todas tienen página en español donde describen su metodología, escala de ratings, etc.

## Los últimos serán los primeros o al revés: la prelación de créditos

Como ya sabes, el rating da una calificación crediticia a cada emisor de deuda. Además, se la da a cada emisión de deuda que hace el mismo emisor y, aunque suene extraño, puede haber diferencias. Te lo explico: una gran empresa puede emitir deuda de todo tipo y es posible y nada raro que a una emisión de bonos ordinaria (bonos sénior) le den mejor rating que a una emisión de deuda subordinada. ¿Por qué esa diferencia si el emisor es el mismo? Por la prelación de créditos.



Un mismo emisor puede emitir deuda con distinto riesgo. La prelación de créditos nos indica en qué orden debe pagar un deudor a sus acreedores. Los primeros que tienen derecho a cobrar son los acreedores comunes que posean bonos ordinarios o deuda sénior, después están los poseedores de bonos subordinados o deuda júnior y el último escalón es para las participaciones preferentes, que solo están por delante de los accionistas.

Y te preguntarás: ¿quién compra entonces deuda subordinada y participaciones preferentes? Pues quien busca mayor rentabilidad. Cuando al lado de un bono veas *secured*, es deuda sénior, y cuando veas *unsecured* es deuda subordinada, que paga más a cambio de una menor garantía de cobro. En caso de *default*, los tenedores de deuda subordinada empezarán a recuperar su capital cuando los bonistas sénior hayan cobrado el ciento por ciento de su inversión. Y las preferentes todavía tienen una rentabilidad más alta que la deuda subordinada, van por detrás en el orden de prelación y, además, no tienen vencimiento.

## Productos de renta fija

Hay varias formas de analizar los distintos productos de renta fija que ofrece el mercado. Te voy a echar una mano y te lo voy a separar en dos grandes bloques: un enfoque de mercado monetario frente al mercado de deuda y otro de deuda pública frente a la renta fija privada.

### Mercados monetarios y mercados de deuda



Los mercados monetarios (*money markets*) son los que negocian bonos a corto plazo. Por regla general, se considera que la barrera está en vencimientos

máximos de 18 meses. Cuando los títulos de deuda se emiten por primera vez estamos en un mercado primario o de emisión y el mercado en el que se negocian los títulos ya emitidos es el mercado secundario. Los productos por excelencia del mercado monetario son las Letras del Tesoro (deuda pública) y los pagarés de empresa (renta fija privada). A los pagarés de empresa también se les llama papel comercial (*commercial paper*).

El mercado monetario, junto con las cuentas corrientes y los depósitos a plazo fijo de los bancos, forma una categoría propia de activos denominada *liquidez* o *efectivo*, que se considera la clase de activos de menor riesgo y es donde debes aparcar el dinero hasta que encuentres buenas oportunidades de inversión a largo plazo. Pero ten cuidado, porque bajo riesgo no quiere decir riesgo cero. Un pagaré de una empresa privada que presente *default* no se pagará, aunque su vencimiento esté a dos meses.



En tu cartera siempre tiene que haber una buena parte invertida en liquidez. Hace falta dinero para imprevistos y también para aprovecharse de las buenas oportunidades.

Por otro lado, en los mercados de deuda se negocian bonos cuyo vencimiento es superior a 18 meses. Mueven ingentes cantidades de dinero todos los días y es donde se negocia tanto la renta fija pública (bonos y obligaciones del Estado) como la renta fija privada (bonos corporativos o *corporate bonds*). En los informes de gestión de las gestoras de fondos es habitual que, cuando se refieran a bonos corporativos, utilicen la denominación “crédito” con frases del tipo “hemos incrementado nuestra exposición al crédito ya que prevemos una mejora de los *spreads* respecto de la deuda pública”. Si puede hacerse difícil, ¡por qué lo van a hacer fácil!

## Deuda pública y renta fija privada



La deuda pública está compuesta por los valores que emite el Estado. En el caso de España, lo es la que emite el gobierno, las comunidades autónomas y otros organismos públicos. Estos valores son:

- ✓ **Letras del Tesoro:** activos emitidos a un máximo de 18 meses (mercado monetario). Se emiten al descuento, es decir, si compras una letra del Tesoro

pagarás una cantidad inferior a su valor nominal y, al vencimiento, te pagarán el nominal de la letra. Esto quiere decir que, para invertir en una letra del Tesoro a un año de nominal 1.000 euros, pagas 975 euros. Se emiten letras del Tesoro a tres, seis, nueve y doce meses y, ocasionalmente, a dieciocho meses.

- ✓ **Bonos y Obligaciones del Estado:** son valores que emite el Tesoro a un plazo superior a los dos años. Actualmente, se emiten bonos a tres y cinco años y obligaciones a diez, quince, treinta y cincuenta años. Te lo aseguro, bonos y obligaciones son lo mismo.
- ✓ **Comunidades autónomas y otros organismos públicos.** Los fondos de inversión de renta fija española suelen tener deuda autonómica. Puedes encontrar deuda de Cataluña, Madrid o Andalucía, entre otras. Como inversor, tienes la ventaja de que la rentabilidad es más alta y tienen la garantía del Estado. Existen otros organismos públicos que también pueden emitir deuda, que van desde ayuntamientos a agencias oficiales, como el Instituto de Crédito Oficial (ICO), que también cuentan con la garantía del Estado.



Como cualquier activo financiero, se puede comprar deuda pública a través de cualquier banco, pero en el caso de la deuda pública española se pueden tramitar operaciones de compra por medio del Banco de España, a través de las cuentas directas de deuda del Estado.

En cuanto a los bonos emitidos por las empresas privadas, la renta fija privada, existen, sin ser muy exhaustivos, las siguientes clases:

- ✓ **Pagarés de empresa:** igual que las letras del Tesoro, se emiten al descuento. A este tipo de bonos se les llama “cupón cero” porque no pagan cupones. La rentabilidad es la diferencia entre el precio de compra y el valor nominal del pagaré.
- ✓ **Bonos:** ya sabes lo que son, ¿verdad? Pero vamos a ponerle algo de picante al guiso para que tengas muy claro en qué inviertes tu dinero cuando compras bonos privados y empiezas a ver denominaciones extrañas en tu cartera de renta fija.
  - **Bonos sénior y bonos júnior:** haz un poco de memoria porque has leído sobre ello en el apartado anterior. Si te lo has saltado, echa un ojo a “Los últimos serán los primeros o al revés: la prelación de créditos”, donde verás las diferencias entre un bono simple (*sénior* o *secured*) y un bono subordinado (*júnior* o *unsecured*).

- **Bonos a tipo fijo y a tipo variable.** A los bonos con cupón variable también se les llama FRN o *Floating Rate Notes*. No dejes que el nombre te apabulle, si inviertes en un FRN lo haces en un bono con cupón variable y, como a veces las traducciones del inglés no son demasiado precisas, en ocasiones verás que tu bono tiene un “cupón flotante”. Existe una clase de bonos parecidos a los FRN que están indexados directamente a la inflación. Los países con mayor tradición en este tipo de bonos son Estados Unidos con sus Tips, Francia con los OATi e Inglaterra con los Gilts. En 2014, Italia y España lanzaron sus primeras emisiones de este tipo de bonos con gran aceptación por parte del mercado.
- **ABS, MBS y CDO.** No son nuevos dispositivos para los coches, aunque lo parezcan por cómo suenan. ABS significa *Asset Backed Securities* y son bonos que tienen incorporadas garantías reales, como, por ejemplo, las cuentas a cobrar del emisor del bono. Los MBS (*Mortgage Backed Securities*) son lo mismo pero con hipotecas. En cuanto a los CDO (*Collateralized Debt Obligations*), ya no creo que los encuentres en tu cartera de renta fija porque fueron uno de los detonantes de la burbuja crediticia de la crisis de 2008, pero, por si acaso ahí lo tienes, que el saber no ocupa lugar. Es un producto muy complejo y si lo ves pasar delante de ti, huye.
- **Bonos de alta rentabilidad o *High Yield*.** Quizá te sea más familiar su nombre feo, “bonos basura” (*junk bonds*). Son unos bonos cuyo rating no es de grado de inversión, sino de especulación (¿recuerdas la regla de oro?). Estos bonos han sido calificados con BB+ o inferior. Si prestas atención y los compras en el momento oportuno, pueden ser una excelente opción. A las empresas que tienen una trayectoria larga y consolidada que caen en esta categoría se les llama “ángeles caídos” (*fallen angels*) y a las nuevas empresas (*start up*) que en sus inicios están en esta categoría pero apuntan a un futuro de éxito se les llama “estrellas ascendentes” (*rising stars*). ¿Qué te da miedo, lo de bono basura? En el momento de escribir estas líneas, bancos de la importancia del Banco Popular o del Sabadell o grandes marcas automovilísticas como Fiat o Peugeot son *High Yield*.
- **Obligaciones convertibles.** Es un bono que, a su vencimiento, da el derecho a cambiarlo por acciones del emisor. Por ejemplo, un bono convertible de Peugeot dará derecho, cuando venza, a convertirlo en acciones de la empresa y pasar así de bonista a accionista. En general, si el precio de las acciones ofrecidas es inferior al precio de mercado se realiza la conversión; si la situación es la contraria, no interesa. Cuando se trata de obligaciones convertibles, la empresa tiene que emitir acciones nuevas, pero si son obligaciones canjeables, el canje se

hace sobre acciones viejas que están en la autocartera del emisor.



Hasta aquí te he hablado de las obligaciones convertibles que podríamos llamar “de toda la vida”. Desde no hace mucho, se han popularizado las convertibles de “obligada conversión” que implicaban que, te gustase o no, tenías que convertir tus bonos en acciones. Ojo con eso. Un conocido banco lanzó una emisión de convertibles de obligada conversión que acabó con pérdidas muy elevadas entre los bonistas (del orden del 70 %). El asunto fue tan grave que hasta la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) intervino para sancionar al banco por esa emisión.

- **Cédulas hipotecarias.** Son títulos que solo emiten las entidades de crédito y llevan como garantía asociada la cartera de préstamos hipotecarios de la entidad. Hasta el crac inmobiliario, en España se consideraban activos muy seguros. No te confundas, siguen siéndolo, porque recuerda que la garantía hipotecaria es adicional, tu primera garantía es la solvencia del emisor.
- **Participaciones preferentes.** ¡Por fin! Confiesa que esperabas este momento. Pues no voy a retrasarlo más. Las preferentes son un híbrido entre la renta fija y la renta variable. No son acciones, ya que no tienen algunas de sus características fundamentales (derechos políticos y de suscripción preferente), y tampoco equivalen a los bonos, pues en caso de impago están por detrás de todos los bonistas y solo por delante de los accionistas.



Las preferentes, a diferencia de la mayor parte de los bonos, no tienen vencimiento. Son perpetuas. Sobre el papel, duran toda la vida. Es habitual que el emisor se reserve una opción de amortización a partir de los cinco años, pero presta atención: el emisor es el que tiene la opción de cancelar, no tú.

El pago del cupón de las preferentes está sujeto a que el emisor obtenga suficientes beneficios. Si no hay beneficios, no hay cupones.

## Y llegó el lío de las preferentes

Me imagino que, con todo lo que se ha hablado de ellas, es posible que ahora esperes un alegato contra las preferentes, y puede que te decepcione con lo que diré a continuación. Las preferentes no son un mal activo en sí mismas. Son un tipo de activo en el que se asume más riesgo a cambio de una rentabilidad más alta (la única

gran verdad de las finanzas) y, además, te diré que los profesionales operan de forma frecuente con preferentes. Sin ir más lejos, en el cuadro anterior de cotizaciones hay un apartado de preferentes y no se ven grandes dramas en cuanto a valoración, prácticamente están todas a la par (al 100 % de su valor nominal) o muy cercanas. Si tomas como ejemplo la que está peor valorada, Popular ISIN ES0170412003 (poniendo el ISIN en Google accederás al producto en cuestión) verás que, durante los cinco primeros años de emisión, ha dado un cupón del 6,75 % y que luego paga un Euribor + 1,50 % con un tipo mínimo del 4,00 %. Pues qué quieras que te diga, ¡no está nada mal! Si tienes en cuenta que los depósitos están por debajo del 1,00 % (agosto de 2014), tener acceso a un cupón del 4 % anual y que, además en este caso, te lo paguen de forma trimestral... pero claro, eso será siempre y cuando el Popular obtenga beneficios.

Entonces, ¿cuál ha sido el problema con las preferentes en España? Pues seguramente un caso de mala comercialización. Se emitieron preferentes porque permitían reforzar el balance de las entidades financieras y, seguramente, la consigna fue que a todo bicho viviente que respirase y pasase por la oficina se le colocaran preferentes. Y si no respiraba, también. Si además le añades una remuneración muy atractiva de inicio (muy superior a los depósitos y a la deuda pública) y la confianza que te inspira un señor bien vestido detrás de un ordenador en una acogedora mesa de un banco (que no es que sea un mal tipo, es que, seguramente, no tenía muy claro qué narices era una preferente), se forma una bomba financiera. Pero luego ocurrió que algunas cajas de ahorros, que también son empresas, no lo olvides, quebraron y no pudieron hacer frente a sus compromisos financieros...

## Consejos de inversión en renta fija para Dummies

Este apartado es fruto de mi experiencia, tanto de mis aciertos como de mis errores, y me gustaría que te ahorrara algún que otro disgusto o que te aclarara alguna duda:

1. La renta fija es la clase de activos más difícil de gestionar. Se puede perder y mucho, y a eso añádele que el aparato matemático para comprender los mecanismos que mueven el mercado de bonos es complejo (vale, si has estudiado la carrera de matemáticas o alguna cosa parecida te carcajearás con estas fórmulas, pero a la mayoría de mortales nos cuesta bastante pillarlo).
2. Para que la renta fija sea fija de verdad solo hay un camino: comprar y mantener hasta el vencimiento (*buy and hold*). Y, por supuesto, que el emisor pague.
3. La deuda pública es el activo más seguro que puedes comprar. Por algo se considera el activo libre de riesgo. Aún puedes reducir más tu riesgo comprando deuda de los emisores más solventes como son Alemania, Estados Unidos o Suiza (aunque en estos últimos casos tendrás riesgo de divisa. Esto significa que al comprar un bono en una divisa distinta del euro la fluctuación entre divisas puede aumentar o disminuir la propia rentabilidad del bono).
4. Una de las grandes decepciones del inversor particular cuando invierte en un fondo de inversión de renta fija es ver cómo pierde dinero. Recuerda que

un fondo de inversión no “invierte” en renta fija, en el sentido tradicional de comprar y mantener hasta el vencimiento, sino que “gestiona” renta fija de forma activa a través de las diversas estrategias que diseñan los profesionales. Estas estrategias pueden llegar a ser tan complejas como la actuación sobre la duración de la cartera, la curva de tipos o las diferencias de crédito, entre otros. Algunas estrategias son tan extremas que llegan a buscar una duración negativa. (Se puede construir con derivados, yo no llegaré a esos extremos en este libro pero, por muchas ganas que tengas de probarlo, ni se te ocurra ir a ver a Venancio, el director de tu sucursal, a pedirle una “cartera de renta fija con duración negativa” porque el hombre pedirá la prejubilación y si no puede prejubilarse, se cambiará de sucursal.)

5. ¿Otro buen consejo? Invertir “a lo Kostolany” en empresas medio buenas: compra bonos con descuento (bajo la par, por debajo del 100 % de su nominal) que ofrezcan una buena rentabilidad (TIR) y mantenlos hasta el vencimiento.
6. Si te metes en bonos de alto rendimiento (*High Yield*) hazlo a través de fondos de inversión y no te olvides de diversificar.

Hasta aquí este capítulo dedicado al primer tipo de activos, los bonos, que son los que encontrarás en cualquier fondo de renta fija. En el siguiente entraremos en el ámbito de las estrellas de la fiesta, las acciones, y su sala de baile, la bolsa.

## Capítulo 5

---

# Luces, cámara... ¡Acciones!

---

### En este capítulo

- ▶ Cómo funciona la bolsa
  - ▶ Cómo operar: tipos de órdenes
  - ▶ Interpretar los informes de los analistas
- 

“Ves esa gente atolondrada que camina por la calle.

Van ciegas, sin bastón. Te diré algo: un tonto y su dinero no caminan juntos durante mucho tiempo.”

GORDON GEKKO (*Wall Street*)

Aviso a navegantes: en este capítulo no vamos a hablar de análisis fundamental ni de análisis técnico, tampoco vamos a ver los índices bursátiles ni analizaremos estrategias para batir al mercado. Estos aspectos son tan importantes que los encontrarás en el capítulo 13 y en los apéndices 1 y 2. La duda que quizá te está surgiendo es: entonces, ¿de qué diablos va este capítulo?

Pues va de lo que todo inversor en bolsa debe saber antes de lanzarse a comprar acciones y que la experiencia me ha enseñado que muchas veces no sabe. En este capítulo voy a hablarte, entre otras cosas, de la antelación con la que hay que tener una acción para cobrar dividendos, cómo actuar ante una ampliación de capital o en una OPA, cómo no liarte con los distintos tipos de órdenes, cuáles son los puntos de interés de los informes de los analistas (suponiendo que haya alguno... que los hay) y otros temas que verás más adelante.

Una realidad poco conocida del mundo financiero es que tanto los mercados de divisas como los de renta fija mueven volúmenes de capital que hacen sonrojar a las mayores bolsas del mundo, pero el glamour de las bolsas... *oh, la lá!*, eso no lo tiene ningún otro mercado.

Sin lugar a dudas, en un libro docto de bolsa aquí habría una introducción histórica y hablaría de la familia Van der Borse, de los tulipanes, de la Compañía de Indias, de la crisis del 29 y todas esas cosas. Pero este no es un libro docto y tampoco te contaría nada que no puedas leer en Wikipedia, así que me lo ahorro. Aquí voy a dejar la historia a un lado y te hablaré de la práctica actual. Sin embargo, no puedo resistirme a hacerte un comentario histórico y es que el primer libro sobre bolsa que se escribió en el mundo ¡fue en español! Se trata de *Confusión de confusiones*, de José de la Vega. Es un libro que data de 1688 y ya muestra la esencia de la bolsa que, dicho sea de paso, apenas ha cambiado en siglos. Hay más tecnología, pero las pasiones humanas, que es de lo que va la cosa, siguen siendo las mismas: miedo y avaricia.

## ¿Quién quiere ser empresario?



Una acción es cada una de las partes en que se divide el capital de una empresa. Ser accionista significa ser copropietario de una empresa junto con otros miles de accionistas.

En el capítulo 4 te explico qué es la renta fija, los bonos, el gran activo que forma parte de las carteras de inversión junto con las acciones. Es muy importante que tengas claras las diferencias de base entre la renta fija (los bonos) y las acciones, porque estos dos tipos de activo conforman en núcleo de las carteras de inversión:

- ✓ **Bono:** eres acreedor de la empresa, lo que te convierte en prestamista. Eso implica que la empresa te debe dinero.
- ✓ **Acción:** eres copropietario de la empresa y, por lo tanto, empresario. Tienes derecho a participar de los beneficios de la empresa.

Legalmente, todos los accionistas son iguales ante la Ley (je, je) aunque en las empresas que cotizan hay dos grandes clases de accionistas:

- ✓ **Accionistas de referencia:** son los que tienen un porcentaje amplio de acciones, lo que les permite influir en la gestión de la empresa.
- ✓ **Accionistas minoritarios:** son los que tienen pocas acciones de la empresa y, por lo tanto, poca capacidad para intervenir en la gestión de la misma.



Los accionistas de referencia, es decir, los que tienen el control de la empresa, no acostumbran a vender sus acciones, por lo que hay esa importante parte del capital de la empresa que no se negocia. El resto del capital de acciones queda libre en el mercado. Y a esa parte se la llama *free float* (no existe

traducción al español). Si los accionistas fundadores de una empresa la sacan a bolsa y se guardan el 60 % de las acciones para conservar el control de la empresa, diremos que el *free float* es del 40 %.

Ahora que ya sabes esto, si, por ejemplo, compras acciones de Microsoft, sabrás que no es una buena idea llamar a Redmond (Washington) y pedir que se ponga Bill Gates al teléfono para contarle, en calidad de copropietario de su empresa, las características que debe tener el nuevo Windows según tu opinión. Yo, al menos, no te lo aconsejo.

## Tener un McDonald's sin comprar la franquicia

Cuando piensas en bolsa es casi inevitable asociarla a especulación. Por ejemplo, un razonamiento común es: "Comprar la acción de XYZ a 7 euros es un chollo, a este precio seguro que subirá mucho". Ya he explicado que para nada estoy en contra de la especulación. El problema es que especular es muy difícil y acostumbra a ser un "máster en finanzas" muy caro para el inversor de a pie.

Por el contrario, es un sano ejercicio para el inversor largoplacista plantearse la inversión en bolsa como si fuese a invertir en un negocio. Para mí, comprar acciones de una compañía es, ni más ni menos, ser copropietario de la misma. Aunque la tecnología y la facilidad de acceso (hoy en día todo está a golpe de clic) nos puedan llevar a estilos más especulativos, invertir en bolsa no es más que invertir en negocios reales, con actividad real, empleados reales y clientes reales. Un negocio en toda regla.

Para aclararte lo que te decía en el párrafo anterior usaré a la marca McDonald's, aunque ya te aviso de que desconozco los detalles del funcionamiento de estas franquicias. Simplemente la he escogido porque todo el mundo la conoce y por su posición de líder mundial. En cualquier caso, abrir una franquicia McDonald's requiere una inversión inicial elevada (digamos que unos 300.000 euros). Además, supongo que conllevará unas obligaciones de permanencia a lo largo del tiempo y me imagino que, si el negocio va mal, tendrás que hacer mejoras e inversiones adicionales.

Ahora vamos a ver cómo se comporta la acción de McDonald's en el mercado: la rentabilidad durante los últimos años (2009-2013) ha sido del 3,70, 26,55, 34,00, -9,22 y 13,54 %, con un dividendo anual añadido de alrededor del 3,00 %. Si calculas la rentabilidad de la inversión a través de la rentabilidad media geométrica (¿ya los sabías, verdad?), obtienes una rentabilidad promedio del 12,63 %. Hay que sumarle el dividendo que McDonald's da todos los años, que es ese 3 %, con lo cual tu rentabilidad promedio alcanzaría una cifra que rondaría el 15,63 % anual.

Alguien puede pensar que he elegido esta marca a propósito para usar una serie especialmente favorable para el ejemplo. Pero no, solo te diré que si alguien invirtió 100.000 dólares del año 1971 en acciones de McDonald's (que sí, que 100.000 dólares del año 1971 no eran una tontería, pero para el ejemplo nos vale) hoy tendría 9.300.000 dólares y eso sin incluir los dividendos. Buen negocio, ¿no?

No he encontrado información pública de la rentabilidad promedio que ofrecen las franquicias de McDonald's a sus propietarios, quizás sea muy alta o muy baja, quizás dependa de la ubicación. No tengo ni idea. Lo que sí tengo muy claro es que si hubieras invertido en bolsa en los últimos años hubieses obtenido una rentabilidad estupenda sin tener que hacer ningún trámite para obtener la franquicia, sin tener que hacer una inversión especialmente elevada, sin tener que dedicar tiempo laboral a la tienda y, muy, muy, muy (poner 50 "muy") importante, con la posibilidad de "vender" tu franquicia en un segundo el día que te dé la gana: a golpe de clic.



La liquidez que proporciona la bolsa tiene un valor incalculable. Si, por cualquier motivo, tu inversión va mal, la puedes convertir en dinero en efectivo y que vuelva a tu bolsillo de forma inmediata. Compara eso con los problemas de liquidez que puede provocar una inversión inmobiliaria o una inversión empresarial si en algún momento tienes una caída de ventas, problemas de personal, problemas legales con la administración o si acabas teniendo problemas de salud que te impidan llevar el negocio... En cuanto a la liquidez, no hay color.

## Para qué sirve la bolsa

La bolsa cumple dos funciones esenciales:

- ✓ Es un mercado para que las empresas encuentren financiación a largo plazo.
- ✓ Es la forma que tienen los inversores de participar en el capital de las empresas y obtener rentabilidad por ello.

Damos muchas cosas por sentadas y casi siempre vemos la bolsa como un lugar al que ir para ganar dinero en los mercados, aunque para muchos, por desgracia, es el lugar en el que lo pierden. Pero ¿se crearon las bolsas con este fin? Para nada. Aunque relacionemos bolsa con la inversión de nuestros excedentes, la función primaria de la bolsa no es esa, sino que es más bien una consecuencia. Es la contrapartida a la función principal.

Las bolsas se crearon, sobre todo, para cumplir con la primera función que te indicaba, que las empresas pudieran obtener financiación a largo plazo. Las empresas precisan recursos para el desarrollo de su actividad y pueden conseguirlos por sus propios medios, a través del dinero que ponen sus accionistas, o endeudándose, es decir, por medio de los bancos o de las emisiones de bonos. La bolsa permite ofrecer al mercado la posibilidad de comprar acciones de una empresa y a esta obtener un gran volumen de financiación en un tiempo récord. Si todo es tan bonito, ¿por qué muchas empresas no cotizan en bolsa? Sin ir más lejos tenemos El Corte Inglés, Banca March o Mercadona, que no cotizan en bolsa... ¿se han despistado?



Pues no, para nada, porque cotizar en bolsa también tiene sus inconvenientes. Podríamos destacar, principalmente, tres:

- ✓ Lo primero que debes tener en cuenta es que si una empresa está saneada y no precisa fondos propios no tiene sentido ir a buscar más capital, que deberá remunerar con un aumento de sus beneficios. Eso provocaría que empresas muy rentables pasaran a ser poco rentables. Busca dinero quien lo necesita para sacar más rentabilidad a su negocio.
- ✓ Lo segundo es que cotizar en bolsa obliga a una exposición pública a la que algunas empresas no quieren someterse (presentación de balances trimestrales, publicación de hechos relevantes, exposición en medios de comunicación).
- ✓ Y lo tercero y más importante: otras empresas pueden adquirirlas vía OPA (para saber de qué te hablo, puedes leer el apartado titulado “Operaciones especiales” en este mismo capítulo). Por ejemplo, si Mercadona cotizase en bolsa, podría venir la norteamericana Walt Mart, que es *nosécuántasveces* más grande, lanzar una OPA y quedarse con Mercadona. El señor Roig sería rico. Corrijo, sería inmensamente rico, más rico de lo muy inmensamente rico que ya es hoy. Pero ¿es eso lo que quiere? Otras empresas familiares importantes como Zara (Inditex, S. A.) sí que decidieron dar el salto y salir a los mercados pero, desde luego, no es una obligación.

Así, como consecuencia de la función principal de la bolsa, esta nos ofrece la posibilidad de invertir nuestro dinero en miles de empresas repartidas por todo el mundo y que operan en todos los sectores imaginables. No todo son empresas de telefonía y bancos: que quieras invertir en equipos de fútbol, puedes comprar acciones del Manchester United; si prefieres deportes más americanos, compra acciones de la World Wrestling Entertainment, los de la lucha libre americana (y, ojo, que capitalizan 1.300 millones de dólares); si lo tuyo es aprovechar las guerras (moralmente da asquito, pero es cierto que es un sector en el que se gana dinero), puedes comprar Smith & Wesson que fabrica pistolas o Raytheon, el fabricante de los misiles Patriot; que eres de los que en vez de las guerras prefieres el amor, pues compra Private o Playboy... y así podría pasarme el día. Solo tienes que elegir el sector que más te guste.



La diversificación de sectores y compañías que puedes encontrar en la bolsa es radical, hay de todo (y más en la bolsa americana). Puedes convertirte en copropietario del negocio que prefieras, donde prefieras y cuando tú decidas.

### Tus derechos como accionista

Es cierto que tu pequeño paquete de acciones del Santander no te permite decirle a doña Ana Patricia Botín cómo tiene que llevar el banco, pero, como accionista, la ley te reconoce los mismos derechos que a cualquier otro.

Por un lado tienes los llamados **derechos políticos**, que son:

- ✓ El derecho de información.
- ✓ El derecho de asistencia y voto en la junta general de accionistas.

Para asistir a la junta hay que ser propietario de las acciones al menos cinco días antes de que se celebre la junta y es habitual que los estatutos de las compañías establezcan un número mínimo de acciones para asistir. Suelen ser paquetes mínimos de pocas acciones. Lo mejor es que no tienes que preocuparte de averiguar la fecha de la junta general de accionistas porque el banco donde tienes depositadas las acciones te lo notificará. La mayoría de accionistas minoritarios suelen delegar el voto en el presidente del consejo de administración. Es un puro acto mecánico, y a cambio te regalarán un bonito libro de arte de un tamaño tal que no te cabrá en ningún mueble del salón y que acabarás regalando a tu suegra. Si tienes suerte, te puede caer un estuche con tres botellas de Rioja, pero estas no las regalarás, sino que les darás un buen uso en Navidad. ¿Que quieres ir a la junta y ejercer tu derecho a voto? ¡Adelante! Pero siendo un accionista minoritario, lo habitual es que no tengas ni el tiempo ni las ganas de empaparte de la cuentas de la empresa. Además, ya te adelanto que estas juntas generales acaban siendo lo que algunos han venido a llamar “bodas y bautizos”.

Por otro lado tienes los **derechos económicos**:

- ✓ Derecho al dividendo.
- ✓ Derecho a la suscripción preferente.
- ✓ Derecho a la cuota de liquidación.

Los dos primeros los veremos con detalle un poco más adelante. Y por lo que se refiere al derecho a la cuota de liquidación, supone que, si la compañía quiebra y se liquida, tienes derecho a recibir la parte proporcional que te corresponda, siempre y cuando haya quedado algo. Recuerda que primero cobran los bonistas, y antes los trabajadores y las administraciones públicas.

## **La jerga de las noticias: valor de una acción, capitalización bursátil y dividendos**

Seguro que estas palabras te suenan de los resúmenes de la bolsa que ofrecen a diario los noticiarios de la tele y más o menos intuyes qué significan. De todos modos, vamos a aclarar los conceptos porque quizás te lleves una sorpresa.

## Los valores de las acciones

¿Qué es el valor de una acción? Pues resulta que existe más de un valor:



- ✓ **Valor nominal:** es el valor inicial que tienen las acciones cuando se emiten. Se constituye una empresa con un capital de 1.000 euros y 100 acciones. Su nominal es de 10 euros por acción. El nominal puede modificarse a lo largo de la vida de la compañía. También se conoce como *valor facial*.
- ✓ **Valor de cotización:** es el precio al que el mercado valora la acción en la bolsa.
- ✓ **Valor contable:** es el resultado de dividir los fondos propios de la sociedad entre el número de acciones (si quieras profundizar en este tema, consulta el apéndice 1, dedicado al análisis fundamental).

Lo habitual es que estos tres valores sean diferentes. Nuestra empresa de 1.000 euros de capital con un valor nominal de 10 euros por acción ha ido ganando dinero y generando reservas, y los fondos propios han pasado a 1.100 euros, por lo que el valor contable es de 11 euros por acción. Además, los inversores creen que tiene un brillante futuro y cotiza a 13 euros por acción.

## La capitalización bursátil

Ahora sigamos con la capitalización bursátil, que es el resultado de multiplicar el número de acciones en circulación por su precio: una empresa que tiene 20 millones de acciones en circulación a 20 euros por acción tiene una capitalización de 400 millones de euros. En inglés se llama *market capitalization*.

## Los dividendos



Y por último tenemos los dividendos, que son la parte del beneficio de una empresa que se reparte entre los accionistas. Es decir, es la parte de beneficio que corresponde a cada acción. Por ejemplo, una empresa que tiene 100 acciones y gana 100 euros, puede repartir 1 euro por acción. Bueno, en realidad no es exactamente así, porque las empresas tienen una limitación para repartir beneficios, pues, por ley, tienen que guardar una reserva (el 10 % del beneficio, hasta que alcance el 20 % del capital social). Por otro lado, el beneficio que no se

reparte sirve para financiar los planes de expansión de la empresa que, de otra forma, tendrían que pagarse con deuda (emitiendo bonos o pidiendo un préstamo bancario). Por eso las empresas con grandes planes de expansión suelen ser tacañas a la hora de repartir dividendos. A la parte del beneficio que se paga como dividendos se le llama *pay-out* (no tiene traducción al español). Si una empresa genera un beneficio de 100 y decide distribuir 20 en dividendos, el *pay-out* es del 20 %.

La distribución de dividendos se suele hacer una sola vez al año, aunque muchas empresas distribuyen el dividendo en dos pagos: dan un dividendo a cuenta como anticipo y, en función del resultado real que hayan obtenido, pagan un dividendo complementario.



Cuando cobras el dividendo de una acción, ese mismo día la acción caerá por el mismo valor del importe del dividendo. Efectivamente, y sin que sirva de precedente, el mercado actúa con lógica. La caja que sale de la empresa disminuye el valor de la misma en ese importe, es un dinero que ya no está en la empresa. Si tú tienes una acción que vale 20 y te pagan 1 euro de dividendo por acción, tu acción automáticamente valdrá 19, aunque eso no impide que la marcha del mercado impacte en el precio de la acción y la sesión cierre a un precio distinto.

Para cobrar el dividendo, tienes que ser el propietario de la acción el día antes. De todas maneras, infórmate bien, porque hay empresas que exigen un mayor plazo de tenencia para obtener el dividendo.

## Cómo operar en bolsa

No ha habido momento en la historia en el que fuese más fácil operar en bolsa que hoy. No hace tanto tiempo había que ir al banco y firmar un documento físico, y entonces un empleado de la oficina cursaba la orden a la bolsa, pero no a la bolsa directamente, sino a sus servicios centrales, y entonces, en sus servicios centrales, la orden entraba en producción, se juntaba con los cientos o miles de órdenes que llegaban de toda España y al final se procesaba. Eso por no hablar de los mercados de corros (unos señores que chillan muy alto unos mensajes ininteligibles parecidos a los de una lonja de pescado) o de los agentes de cambio y bolsa que debían intervenir las operaciones. ¿Te crees que esos mercados ya no existen? Te equivocas, en el país más avanzado del mundo en cuestiones financieras (Estados Unidos, por supuesto), los mercados de corros siguen funcionando y son una parte indispensable del folclor *wallstreetniano*.

Hoy en día tienes el mundo a golpe de clic. Claro que puedes seguir yendo a tu banco o agencia de valores y que tu asesor te invite a un cafetito mientras te presenta los últimos movimientos importantes, pero eso es optativo. Ahora, los bancos tienen brokers online y, además, dispones de agencias y sociedades de valores que te ofrecerán estupendas plataformas para tomar decisiones de inversión (programas de análisis técnico gratuitos o a bajo coste, informes de análisis de todo tipo, recomendaciones de expertos, etc.). Lo único que deberás tener es, además de una cuenta de efectivo, una cuenta de valores, que es donde se reflejan las acciones que tienes (en el libro *Bolsa para Dummies*, del trader y deportista Josef Ajram, se tratan más a fondo estas figuras).

Como te imaginarás, toda esta gente tiene que ganarse la vida, por lo que cada vez que intervienen, te cobran un peaje. En una compraventa de acciones te puedes encontrar tres comisiones: la del banco, la del broker del banco y el canon de bolsa. Las dos primeras son un porcentaje de la operación, y, sumadas, pueden suponer un 0,50-0,60 % si la orden es sobre mercado español, y del 0,75-0,85 % si operas en mercados internacionales. En ambos casos hay mínimos por operación. El canon es un importe que cobra la bolsa por cada operación.

Otra comisión que aplicarán a tu cartera de acciones es la comisión de custodia que se origina por el mero hecho de tener acciones depositadas en tu banco. En positivo obliga al banco a avisarte con tiempo de los cobros de dividendos, ampliaciones de capital y cualquier operación societaria relacionada con tus acciones.



Si tu estrategia es largoplacista y vas a operar poco, la comisión no tendrá un gran efecto en la rentabilidad de tus inversiones. Por el contrario, si tu operativa será frecuente (como inversor no debería serlo, pero no voy a entrar ahí), el impacto de las comisiones es importantísimo y precisarás una tarifa plana por operaciones, condición que ofrecen prácticamente todos los brokers *online*. Aprovéchala. Y ya que estamos hablando de comisiones, te confesaré que a estas alturas de mi carrera yo tampoco entiendo por qué, si hago todas las operaciones del banco a través de su página web, todavía me sigue cobrando una comisión por “correo” de 0,36 euros. Es uno de los grandes misterios de las finanzas que quedan por resolver: ¿cómo una operación hecha a través de internet genera costes de correo?

En cuanto al horario de la bolsa española (en general, todas tienen un funcionamiento parecido), debes saber que, antes de la apertura, ya se pueden introducir órdenes en la subasta de ajuste inicial que va de las 8.30 a las 9.00 h. Luego viene la llamada *sesión abierta*, que va de las 9.00 hasta las 17.30 h, hora

en la que se cierra la sesión. Pero todavía quedará una subasta de cierre de cinco minutos (17.30-17.35) en la que se calcula el precio de cierre de la sesión (es un mecanismo para evitar que una orden de bajo volumen a última hora pudiese desvirtuar el precio de cierre del día, que es uno de los indicadores diarios más importantes). Si quieras conocer más a fondo este funcionamiento, te recomiendo que te hagas con un ejemplar de *Bolsa para Dummies*, donde se entra en detalle en él.

## Tipos de órdenes

Si te dijese la cantidad de errores que he visto (y cometido) con las órdenes de bolsa ni te lo creerías. Así que para que a ti no te pase lo mismo, toma buena nota de los principales tres tipos de órdenes que existen:

### Órdenes de mercado (market order)

En este tipo de órdenes no se indica precio. La orden se negociará al mejor precio que haya en cada momento. En valores líquidos (son los que tienen un volumen de negociación más alto como Telefónica, Santander, etc.) la orden es de ejecución inmediata.

Hay un tipo de órdenes parecidas a las de mercado pero más peligrosas que son “por lo mejor”. En estas tampoco se indica precio y la orden se realiza al mejor precio que haya en ese momento, pero si no hay suficientes acciones, la orden no se completará.



Para entender la diferencia entre estos tipos de órdenes, imagina que tienes 1.000 acciones de una compañía, los precios están cayendo en picado y quieres vender. Te las quieres quitar de encima como sea porque, a cada minuto, pierdes más. Supón que la demanda de estas acciones es: 500 acciones a 5 euros, 200 a 4,25 euros y 300 a 2,5 euros. En una orden de mercado, el sistema venderá tus 1.000 acciones de golpe de esta manera: 500 serán a 5 euros, 200 a 4,25 euros y las 300 restantes a 2,5 euros. Ya estás fuera, respira tranquilo, ya no puedes perder más. Si, por el contrario, hubieses introducido una orden por lo mejor, el sistema hubiese vendido 500 acciones al mejor precio, esto es, 5 euros, y aquí hubiese acabado tu orden de venta, ya que la parte no ejecutada quedaría como una orden limitada a 5 euros. Pero ¡está cayendo! Así que la catástrofe está asegurada y, a lo mejor, cuando te des cuenta, el precio de tu acción ya habrá caído a niveles mínimos. Mal negocio.



No des órdenes por lo mejor. Si vas a activos líquidos, siempre órdenes de mercado. Ataca la oferta directamente. Y si vas a activos poco líquidos, protégete con órdenes limitadas, que son más eficientes que las órdenes por lo mejor.

### Órdenes limitadas (limit order)



En este tipo de órdenes se establece un precio máximo para la compra y un mínimo para la venta. Vuelve a leerlo porque por aquí empiezan los líos. Vayamos con el ejemplo. Imagina que quieres comprar Grifols. Tendrás que ver a cuánto cotiza y determinar a qué precio es atractiva para ti. Si cotiza a 40 euros la acción y quieras poner una orden limitada de compra tendrá que ser por debajo de los 40 y, hasta que no haya oferta a ese precio, la orden no se ejecutará. En una orden limitada de venta ocurre lo contrario, el precio tendrá que estar por encima de los 40 euros.



Truco para que no te lías: en una orden limitada de compra, el mensaje es “me interesaría comprar esta acción, pero solo si baja a este precio”, por lo que el precio que des como referencia será más bajo que la cotización. En una orden limitada de venta el mensaje es: “Cuando suba hasta este precio, ya habré ganado suficiente”, por lo que el precio de referencia que darás será más alto que la cotización.

### Órdenes condicionadas (stop orders)

En un libro sobre la gestión de tus ahorros no debería alargarme con este tema, y no lo voy a hacer, pero es importante que sepas cómo acotar el riesgo de tus inversiones. Se trata de aplicar una orden llamada *stop de pérdidas* o *stop loss*, que prácticamente todos los brokers online permiten (y si el tuyo no lo permite, cambia de broker).



Una *stop order* se envía al mercado cuando el valor alcanza un precio

determinado. Te recuerda a la limitada, ¿verdad? Aquí la diferencia es que introduces una orden que suele ser “mayor o igual” o “menor o igual”. En una orden condicionada de venta, la instrucción sería “menor o igual”. Para entenderlo mejor, imagínate que tus Grifols, compradas a 40 euros la acción, amenazan con bajar. Por mucho que te guste la compañía, has decidido que no estás dispuesto a vender más de un 10 %. En este caso, introduces una orden condicionada de venta que indicará que si el precio es “menor o igual” a 36 euros ( $40 - 10\% = 36$ ), la orden se ejecute inmediatamente.

Y, por último, me quedaría por explicarte la combinación de orden condicionada y a la vez limitada (*stop-limit order*), pero esta herramienta, que es muy útil para especular, solo te provocará un terrible dolor de cabeza y más problemas, así que no voy a entrar en ella.



En síntesis, las operaciones más habituales te servirán para los siguientes casos:

- ✓ Para comprar o vender valores líquidos al precio al que cotiza la acción: orden de mercado.
- ✓ Para comprar a un precio por debajo del actual: orden limitada de compra.
- ✓ Para vender a un precio superior al actual: orden limitada de venta.
- ✓ Para comprar o vender valores poco líquidos y evitar sustos: orden limitada.
- ✓ Para protegerte de grandes pérdidas: orden condicionada de venta (*stop loss*).

Existe otro tipo de órdenes que condicionan la forma de ejecución. Están más pensadas para los profesionales que para los inversores particulares. Son volumen mínimo, todo o nada, ejecutar o anular y volumen oculto, pero no voy a entrar en ellas en este libro. Pero te las menciono para que sepas que existen.

## Tipos de acciones

Hay muchos tipos de acciones, en función del baremo con que se clasifiquen: según el punto de vista legal, por tamaño, rentabilidad, sector... Y en este apartado te hablaré de todas ellas.

### Clasificación legal



Desde un punto de vista legal, las acciones pueden presentar distintas características:

- ✓ **Ordinarias** frente a **preferentes**: las acciones ordinarias se emiten en condiciones normales, todas tienen los mismos derechos. Por el contrario, las preferentes suelen limitar un derecho político como es el derecho a voto pero, a cambio, suelen ofrecer derechos económicos como es el derecho preferente de dividendo.
- ✓ **Nominativas** frente al **portador**: como se deduce, en las segundas, la simple tenencia de las mismas acredita la propiedad. Para ti, como inversor particular, no tienen mucha relevancia, pero como es posible que las veas en algún documento, te las menciono en esta lista.
- ✓ **Viejas o nuevas**: aquí no estamos hablando de la edad de la acción (que chiste tan malo, ¡por favor!). Una acción vieja suele ser la que ya está cotizando. En principio, todas las acciones son viejas por definición. Solo aparecen acciones nuevas cuando se suscribe una ampliación de capital. Las acciones nuevas no tienen los mismos derechos económicos que las viejas, ya que hasta que no completan un ciclo económico, por lo general, un año, no pueden cobrar la totalidad del dividendo. En ese momento se igualan, dejan de ser nuevas y pasan a ser todas viejas. Por eso, a veces, puedes ver dos acciones de la misma empresa con precios distintos. Las nuevas, al tener menos derecho a dividendo, tienen un precio inferior.

### Nombres con historia

Hoy las acciones son meras anotaciones en tu cuenta. Si compras acciones, verás el movimiento en tu cuenta de valores y nada más, pero antaño las acciones eran un documento físico, de ahí que todavía se utilicen expresiones que hacen referencia al mundo material. Cuando una empresa reparte dividendos se sigue hablando de “cupón”, pues antes de la era digital cada acción incorporaba un número de cupones recortables. El dividendo se pagaba contra la entrega del cupón. Otra expresión, esta más en desuso, es la comparación entre “dinero y papel”. Se dice que hay más dinero que papel cuando la demanda de una acción es fuerte y su precio sube. Y viceversa, se dice que hay más papel que dinero cuando la fuerza del mercado es la oferta y los accionistas se quieren sacar de encima sus acciones y, en consecuencia, el precio baja.

### Acciones según su tamaño

A ti, como inversor, de cara a seleccionar el tipo de acción que quieras, te interesa conocer otras diferencias entre los tipos de acciones: si se trata de acciones grandes o pequeñas, de acciones de valor o de crecimiento, de las que acompañan al ciclo o si son defensivas. Es la diferenciación más importante en los mercados bursátiles. Veámosla:

✓ Grandes compañías frente a pequeñas empresas. Muchas veces las encontrarás como *large caps* (grandes), *mid caps* (medianas) y *small caps* (pequeñas). Seguro que conoces el índice de bolsa española Ibex 35, que se compone con la cotización de las 35 mayores empresas de España (el tamaño no es el único requisito sino que influyen otros aspectos que pueden hacer que fuera del Ibex 35 se encuentre alguna compañía a la que, si solo nos fijáramos en el tamaño, le correspondería estar). De lo que no estoy tan seguro es de que conozcas el *Ibex medium cap* y el *Ibex small cap*. Lo que define que una empresa sea grande o pequeña es su capitalización bursátil, aunque también es un dato relativo. Por ejemplo, en Estados Unidos se define como *small cap* cualquier empresa con una capitalización bursátil de entre 300 y 2.000 millones de dólares. Nosotros, en nuestro Ibex 35, tenemos empresas como Indra, Técnicas Reunidas o FCC, entre otras, que están moviéndose sobre los dos mil y poco millones de capitalización. Y en nuestro índice de pequeñas compañías, el *Ibex small*, tenemos un montón de empresas que están por debajo de los 100 millones de euros de capitalización. Una empresa de ese tamaño en la bolsa de Estados Unidos sería una *micro cap*.



¿Y por qué es importante esta clasificación? Por el juego de las finanzas que te explico en el capítulo 2: la relación rentabilidad-riesgo. Si bien no es una regla universal ni mucho menos, si generalizamos se puede decir que las grandes compañías líderes en sus sectores ofrecen un menor perfil de riesgo que las pequeñas. Insisto, es una generalización que tiene numerosas excepciones. A estas grandes compañías líderes se les llama *blue chips*, por analogía con las fichas de mayor valor de los casinos. Si observamos el Ibex 35, estaremos de acuerdo en que Telefónica, Santander, BBVA, Inditex y Repsol son *blue chips*. Si nos vamos al otro extremo, en argot bursátil, a las empresas más pequeñas y con fundamentales débiles se les suele llamar *chicharros*; sería el caso de Amper o de Laboratorios Rovi. Las pequeñas empresas ofrecen un perfil de riesgo mayor, pero también conllevan un mayor potencial.

## Empresas de valor y empresas de crecimiento

Si las finanzas no son una ciencia exacta, lo de clasificar a las empresas entre las de valor (*value*) y las de crecimiento (*growth*) es prácticamente una opinión. En general, se dice que una empresa es de valor si, frente a otras empresas similares, está barata. Si usamos la expresión técnica, diremos que “cotiza por debajo de su valor intrínseco” (el valor intrínseco es el valor de la empresa obtenido por métodos teóricos de valoración), es decir, la empresa vale más de lo que indica el mercado. Y te recuerdo que la idea es comprar barato. En el otro lado tenemos a

las empresas de crecimiento, que son aquellas de las que se espera una alta tasa de crecimiento de sus beneficios en el futuro; dadas las altas previsiones de crecimiento, suelen ser empresas de cotización cara.

Como comentaba, las clasificaciones de “valor” y “crecimiento” se utilizan de forma muy libre. Lo que no saben muchos inversores, ni siquiera los profesionales, es que estas nomenclaturas las estandarizó una compañía de servicios financieros, Barra, quien en 1974 dividió las compañías del índice S&P 500 en “acciones de valor” y “acciones de crecimiento” creando los índices Barra Value y Barra Growth. Y lo hizo sin complicarse la vida en exceso. Tomó el ratio de “precio sobre valor teórico contable” (P/VTC) —que verás con más detalle en el capítulo 6— de las 500 empresas del índice y lo partió —más o menos— por la mitad: si el ratio es bajo la compañía es barata, es de valor, y si es alto, la compañía está cara y es un valor de crecimiento.

### Acciones cíclicas y acciones defensivas



En el capítulo 3 te he explicado cómo funciona el ciclo económico. Las acciones cíclicas siguen el ciclo económico, por ejemplo, la automoción. Es de cajón, pues cuando la economía va bien, se venden más coches y cuando la economía decrece, cuando hay crisis, se venden menos. Lo mismo ocurre con las constructoras. El mejor momento para comprar cíclicas es al final de un ciclo bajista o inicio de un ciclo alcista. Por el contrario, las acciones defensivas son las de empresas cuyo producto se venderá de forma bastante uniforme en cualquier momento del ciclo: suba o baje la economía, cogeremos la gripe ¿no?, y seguiremos comiendo, ¿verdad? Creo que ya has pillado la idea, me refiero a acciones de laboratorios farmacéuticos que fabriquen medicinas para enfermedades habituales, empresas de alimentación básica o compañías de suministros (agua, luz, gas...).

### Acciones según el sector económico

Para acabar, podemos dividir las acciones en tantos tipos como actividades económicas existen. A nivel sectorial, las divisiones más importantes son estas:

- ✓ **Industriales:** como los fabricantes de automóviles o las acereras.
- ✓ **Tecnología:** no es solo Facebook o Yahoo, también son compañías como Microsoft o Apple.
- ✓ **Financieras:** aquí entran tanto bancos (Santander) como aseguradoras (Mapfre).

- ✓ **Inmobiliarias:** por ejemplo, Colonial, aunque también incluiríamos los REIT americanos (encontrarás qué son en el capítulo 7).
- ✓ **Comunicación:** Prisa, AtresMedia o Mediaset son un par de ejemplos.
- ✓ **Telecomunicaciones:** Telefónica, Vodafone...
- ✓ **Consumo básico:** empresas que producen o comercializan alimentos o artículos de primera necesidad. Ebro Foods sería un ejemplo de productor y DIA (supermercados de descuento), de comercializador.
- ✓ **Lujo:** Louis Vuitton y todas las empresas de alta costura italiana, por ejemplo.
- ✓ **Farma:** empresas relacionadas con la salud, como Grifols o Bayer. Dentro de farma hay un subsector que es biotecnología (*biotech*), con empresas centradas en la investigación de nuevos medicamentos relacionados, en general, con enfermedades “caras” (cáncer, alzhéimer, sida, ébola). En España apenas tenemos Zeltia y Grifols, pero en Estados Unidos hay miles (Aria, Acadia, Raptor... digo miles, no cientos).
- ✓ **Utilities:** empresas vinculadas a servicios públicos: agua, electricidad, gas. Hay quien también incluye aquí las autopistas.

## Operaciones especiales



En bolsa, hay una serie de operaciones especiales que debes conocer para tomar decisiones fundamentadas. Los más importantes para un particular son:

- ✓ Ampliación de capital.
- ✓ Pago del dividendo en efectivo o en acciones.
- ✓ OPV.
- ✓ OPA.

Vamos a verlas una a una para que sepas qué te conviene más en cada caso.

### Ampliación de capital



Una ampliación de capital es una de las formas de autofinanciación a las que recurren las empresas. Los factores que debes conocer de esta operación son los siguientes:

✓ **Tipo de ampliación:** las acciones se pueden emitir:

- A la par, esto es, con el mismo valor nominal que las viejas.
- Con prima, por lo que hay un pago adicional sobre el nominal (por ejemplo, para comprar una acción de nominal a 4 euros con prima del 200 %, el nuevo accionista tiene que pagar 8 euros).
- O puede hacerse una emisión liberada, que consiste en la entrega de acciones nuevas a los accionistas sin hacer pago alguno por las mismas.



✓ **Derecho de suscripción preferente:** es el derecho que tiene el accionista a suscribir nuevas acciones en una ampliación de capital. Su finalidad es que los accionistas puedan mantener el porcentaje de propiedad que poseen y que su posición no se reduzca tras la ampliación (el efecto dilución). Cada acción incorpora un derecho. Por ejemplo, en una ampliación de  $1 \times 10$ , por cada 10 acciones viejas que tenga un accionista se dará la opción de comprar una nueva. Es decir, el accionista necesita diez derechos (o acciones antiguas) para comprar una acción nueva. Cuando se anuncia una ampliación, los derechos cotizan en bolsa y el accionista puede vender si no quiere ir a la ampliación, o comprar más si quiere adquirir más acciones.



Tu banco depositario tiene la obligación de informarte de las ampliaciones de capital de las acciones que tengas depositadas, así como del pago de dividendos. Cuando el depositario te informe, deberás darle instrucciones sobre la operación: comprar las acciones que correspondan a tus derechos, vender los derechos o comprar más derechos (o una combinación entre estas opciones). Si es una ampliación liberada y no dices nada, lo normal es que acuda a la ampliación en la proporción que te corresponda, pero no te fies y da siempre las instrucciones a tu banco.



Un truco de los veteranos de la bolsa que quieren ir a una ampliación pagando lo menos posible es esperar al último día. Los depositarios que no han recibido instrucciones venden los derechos en masa ese último día, lo que puede originar caídas muy importantes en el precio del derecho, coyuntura que aprovecha el veterano.

✓ **Efecto dilución:** cuando las acciones nuevas empiezan a cotizar, la cotización de las viejas cae en proporción a la ampliación que se ha

realizado. Hay que entender que una ampliación de capital consiste en emitir acciones nuevas a cambio de dinero fresco (*fresh money*). Si hay más accionistas, el beneficio que se repartirá por acción es menor, hay más gente para compartir la tarta y la tarta sigue siendo la misma. Imagina que una empresa vale en bolsa 10 millones de euros y hay 1 millón de acciones. La empresa amplía capital por valor de 2 millones de euros y emite 500.000 acciones más. En el momento inicial, la acción valía 10 euros, pero, tras la ampliación, la acción vale 8 euros. El primer día de cotización eso se reflejará en el mercado: es el efecto dilución. Luego, la dinámica del mercado valorará la acción al alza o a la baja, pero, en el momento inicial, la aritmética del efecto dilución se verá reflejada.

## Split



No hay que confundir una ampliación de capital con un *split*, que es un desdoblamiento de acciones. Se aumenta el número de acciones sin que aumente el valor de mercado de la compañía ni el número de accionistas.



En 2014, Apple hizo un *split* de 7 a 1. Cada acción se convirtió en 7. ¿Por qué se hace un *split*? Por puro factor psicológico. Antes del *split*, Apple cotizaba a más de 640 dólares por acción y, tras el mismo, pasó a cotizar a 94 dólares. Insisto, no hubo variación en el valor patrimonial, simplemente lo que antes era una acción, tras el *split* se convirtió en 7 acciones. A efectos visuales, parece más atractivo comprar a 94 dólares algo que hemos visto a más de 600 hace pocos días. Como puedes ver, nuestras emociones nos llevan una y otra vez a tomar decisiones poco racionales. Tras el *split*, Apple empezó a subir como la espuma.

## Pago del dividendo

Ya hemos visto que el cobro de dividendos no tiene mucho misterio, pero eso era antes de la crisis. En los últimos años se ha hecho habitual la opción de cobrar el dividendo vía *script dividend*, que no es más que una ampliación de capital. El importe que te corresponde por dividendo, en vez de pagártelo en dinero, te lo pagan en acciones. Habitualmente puedes elegir si prefieres dinero o acciones, aunque no siempre, y es un mecanismo algo complejo. Ahora bien, ¿qué te conviene más? No hay una respuesta que valga para todas las ocasiones; depende del momento que viva el mercado y de la marcha de la empresa. Sabemos que las

ampliaciones generan efecto dilución, malo, pero si la empresa nos gusta y el mercado es alcista, a largo plazo nos puede compensar tener más acciones.

## Oferta Pública de Venta (OPV)



Una Oferta Pública de Venta (OPV) es una salida a bolsa. Si compras acciones en otros mercados, lo encontrarás como IPO (*Initial Public Offering*). Básicamente, consiste en que una empresa privada quiere cotizar en bolsa, y pretende que tú y otros como tú os convirtáis en copropietarios de esa empresa. Los socios fundadores se suelen quedar un buen porcentaje (si se quedan poquito, malo, pues no piensan en la empresa sino en pillar lo que puedan y poco más) y el resto sale a cotizar (*free-float*).



Atención a las OPV. Para no complicarnos la vida con las fórmulas, pongamos en práctica ese ejercicio que te recomendé en el capítulo 1: pensar. Todo el mundo sabe que los socios fundadores de una empresa son un tipo especial de personas que quieren que tú puedas comprar sus acciones al mejor precio posible, aunque ello afecte a su beneficio (claro, claro...). ¡Ya! ¡Y qué más! Los socios fundadores son como cualquier ser humano. Quieren tener más dinero, y por eso sacan la empresa a bolsa. La clave es si solo quieren el dinero (con lo que venderán un paquete excesivamente elevado de acciones al precio más alto posible) o si, además, creen en el proyecto y quieren seguir manteniendo un importante porcentaje de la empresa.

Otro actor importante en esta función y que debes tener muy en cuenta son los bancos de inversión que diseñan la OPV: cuanto mejor precio obtengan para su cliente, mayor comisión se llevan, y su cliente no eres tú, sino los socios que sacan la empresa a cotizar.



En general, y con todas las excepciones que puedan darse, no recomiendo ir a las OPV. Prefiero esperar y ver cómo evoluciona la cotización cuando la mano del cuidador ya no esté tan encima de la operación. Hay muchas leyendas urbanas sobre los cuidadores, esos intermediarios que asesoran y planifican la OPV. Es cierto que la mayor parte de las empresas cotizadas cuentan con los servicios de algún banco de negocios o entidad financiera que tutela la

marcha de la acción y, en la medida de las posibilidades que permite la ley (las empresas cotizadas pueden tener hasta un 5 % de autocartera), intentan controlar las caídas abruptas. La autocartera son las acciones que posee la propia empresa; cuando una compañía se “autocompra” acciones está generando demanda y, si la acción está cayendo, puede, de forma limitada, incidir en el precio. Sin embargo, hay muchas OPV que han salido al mercado caras y luego el precio se ha dado un buen paseo a la baja.

## Oferta Pública de Adquisición (OPA)



Una Oferta Pública de Adquisición (OPA) se produce cuando una empresa quiere tomar el control de otra que cotiza y se ofrece a comprar todas sus acciones. Por ejemplo, si BBVA quisiera comprar la totalidad de Bankinter (las dos cotizan en el Ibex 35), debería lanzar una OPA indicando las condiciones que ofrece: precio, calendario de la operación y cualquier condición o información relacionada con la operación. El pago a los accionistas podría ser en efectivo (8 euros por acción), en acciones (por cada 10 acciones de Bankinter te darán 15 de BBVA) o una combinación de ambas (3 euros + 10 acciones). La OPA puede ser amistosa si ambas empresas han pactado la operación previamente o puede ser hostil (no pactada). Ten en cuenta que hostil no significa que sea mala para el accionista de la empresa que recibe la OPA, ni mucho menos. Siempre que se lanza una OPA, hay un folleto público y oficial que previamente ha supervisado la CNMV y que, si te interesa la operación, deberías leer. A veces la prensa económica nos ayuda y publica algún artículo con diagramas y notas para decidir sobre la OPA en caso de que no hayas entendido ni iota del folleto.



Aceptar o rechazar una OPA es totalmente voluntario.

### Cómo interpretar los informes de los analistas

Antes de empezar, me gustaría dejar muy claro que no aprecio demasiado los informes de los analistas más allá de la parte puramente técnica del análisis (análisis de balance y cuenta de resultados, análisis de la evolución de la actividad y ratios financieras). En el fondo, lo que estamos haciendo es darle valor a una información que, cuando se basa en datos históricos, es pasado y, cuando se basa en previsiones, son meras conjeturas que podrán o no cumplirse. Es predecir el futuro, lo cual, salvo para magos y adivinos de distinto pelaje, nunca ha sido tarea fácil.

La revista *Barron's* publicó en noviembre de 2007 un artículo de Gene Epstein basado en un informe de los profesores Ulrike Malmendier de Berkeley y Devin Shanthikumar de Harvard donde se analizaban las recomendaciones de las principales firmas de bolsa entre 1993 y 2002. La conclusión fue que, sobre un total de

174.000 recomendaciones sobre 2.400 acciones distintas, solo el 4,6 % eran recomendaciones de venta. Es decir, se analizaron muchas veces unas 2.400 acciones de todos los sectores de actividad a lo largo de diez años. Durante estos años, unos sectores fueron bien y otros mal, pero los resultados evidencian que casi nunca se recomendó vender. Es curioso que las recomendaciones para sectores tan dispares presenten tanta uniformidad: no vender.

Y añado la opinión del que, probablemente, es el mejor experto en valoración de empresas de España, el profesor del IESE Pablo Fernández, que se publicó en el periódico *El Confidencial* en junio de 2007: "Valorar empresas es una chapuza y los analistas solo confunden a los inversores".

Si crees que con los ejemplos anteriores te estoy hablando de la prehistoria, aquí tienes un caso más reciente: la implosión del portugués Banco Espírito Santo (BES) en verano de 2014. En el mes de mayo se suscribió una ampliación de capital por 1.047 millones, ampliación que estaba asegurada por la flor y nata de la banca de negocios: Merrill Lynch, UBS, Morgan Stanley, Citi, JP Morgan y Nomura (además del propio Besi, filial del BES). Antes de la ampliación, abundaban los informes que recomendaban la compra de acciones basándose en las buenas expectativas de rentabilidad que ofrecía. La ampliación se colocó sin problemas a 0,65 euros por acción pero, poco después, en agosto de 2014, el banco colapsó, y sus acciones llegaron a quedar excluidas de la bolsa.

Entonces, ¿vale la pena leer los informes de los analistas? Pues en mi opinión, lo que sí que vale la pena que leas son sus análisis, porque comprenderás el negocio al que se dedica la empresa que estás estudiando (o sector, si es un informe sectorial); podrás ver qué porcentaje de ventas es nacional y qué parte son exportaciones, te vendrán hechas todas las ratios y calculados los multiplicadores, los balances y las cuentas de resultados y, por último, tendrás la opinión del analista.

Cada casa de análisis tiene sus propios matices, pero en general utilizan la siguiente nomenclatura: comprar, sobreponerar, mantener, infraponerar y vender. La mayoría de las veces, sus recomendaciones se quedan entre el "infraponerar" y el "sobreponerar", que como son palabras con una definición abierta les comprometen menos. Y es que el analista promedio se moja poco o nada.

Si cae en mis manos un análisis que dice "compra agresiva", de entrada, me lo creeré. Se está mojando a base de bien, pero ¿eso quiere decir que comprará confiadamente? Para nada, pero el sesgo que le aplicaré a esa acción cuando la estudie será más positivo que negativo. Si dice "sobreponerar", me lo miraré con detenimiento; el analista no está tan convencido; si dice "mantener", en general es que esa acción va a caer o ya está cayendo.

Y si dice "venta agresiva" pueden pasar dos cosas muy diferentes: o bien esa acción es un muerto o bien es una empresa que puede dar la sorpresa y empezar a girarse al alza. Los analistas van tarde, van con retraso y es posible que cuando se publique el informe esa "venta agresiva" sea más bien un "neutral" (que es otra palabreja que sirve para no mojarse) y que la empresa esté en posición de volver a subir de nuevo.



Que un analista diga que una acción tiene un recorrido potencial del 30 % no significa que esa acción vaya a subir un 30 %. Seguir a pies juntillas las recomendaciones de las casas de análisis es una forma segura de palmar. Avisado estás.

## **Capítulo 6**

---

# **Cómo seleccionar acciones ganadoras**

---

### **En este capítulo**

- ▶ ¿Diversificar o concentrar?
  - ▶ Ganar dinero con los multiplicadores
  - ▶ Cómo hacer un análisis fundamental
- 

“Los mercados alcistas nacen en el pesimismo, crecen en el escepticismo, maduran en el optimismo y mueren en la euforia.”

JOHN TEMPLETON

Sé que para algunos lectores este es el capítulo más importante del libro, por lo que voy a intentar estar a la altura. Eso sí, si esperas encontrar en él estrategias de especulación, ya te digo que vas apañado. Y es que, conviene tenerlo presente, somos inversores a medio y largo plazo, no especuladores. Aun así, al final del capítulo, cuando te hable de cuándo entrar y salir de un valor, te explicaré alguna que otra cosita que espero pueda servirte de base para empezar a definir una estrategia especulativa. No es que te lo recomiende, es cierto, pero si túquieres lanzarte a la aventura especulativa no voy a ser yo quien te lo impida.

### **La bolsa es divertida**

Seguramente, al leer el título de este apartado, pienses que estoy de broma. Pero no, ¡lo digo muy en serio! Si no creyera de verdad que la bolsa es divertida, ¿crees acaso que dedicaría tantas y tantas horas y energía en buscar buenas acciones? Qué va, me dedicaría a invertir en un fondo de inversión, con la tranquilidad de que los mejores gestores del mundo cuidarán de mi dinero. ¿Entonces? Pues lo dicho, la bolsa es divertida. La bolsa nos gusta. La prueba la tenemos en el telediario: todo el mundo presta atención a las noticias sobre la bolsa. Que si sube, que si baja... ¡Es emocionante! En cambio, nos aburre soberanamente el que nos suelten datos sobre el deflactor del PIB o la inflación subyacente. En ese momento lo más probable es que cambiemos de canal. (Si

todavía no estás convencido de lo que digo, echa un vistazo al recuadro “El marqués que jugaba a bolsa”.)

Pero que sea divertida no es la única razón para invertir en bolsa directamente y no a través de fondos. Hay otra no menos importante: me refiero a ganar dinero. Suena bien, ¿verdad?

## Si eres prudente, diversifica

La manera más fácil de reducir el riesgo es a través de la *diversificación* (puedes repasar lo que se dice al respecto en el capítulo 2). La teoría moderna de carteras (si quieras saber más sobre ella, pasa al capítulo 16) demuestra que a través de la diversificación se reduce el riesgo de una cartera de inversión. Por eso, este es el enfoque que recomiendo a los inversores particulares, es decir, a ti.

Ahora bien, no todo el mundo cree que esta sea la mejor manera de invertir. Hablo, por ejemplo, de inversores de tanto éxito como Warren Buffett o Jason Zweig, quienes mantienen que nadie se ha hecho rico nunca a través de una cartera diversificada. Es más, para el primero, “las grandes fortunas personales no se forjaron con una cartera de acciones de cincuenta empresas, sino que las forjó alguien que reconoció un negocio fantástico”. Y concluye: “Un inversor solo debería diversificar ampliamente sus inversiones cuando no entiende lo que hace”. Conviene tenerlo en cuenta. Ahora bien, no todas las personas buscan hacerse ricas cuando invierten. Hay muchas que solo pretenden sacar el máximo partido a sus ahorros con el mínimo riesgo. ¿Y tú? ¿Te lo has planteado alguna vez?

Si seguimos los ejemplos de Buffett y Zweig queda claro que la clave para hacer dinero de verdad es concentrar capital en unas pocas empresas ganadoras. Y eso es lo que me propongo en este capítulo: darte algunas pautas para que sepas reconocer a esos caballos ganadores.

### El marqués que jugaba a bolsa

Te voy a contar una anécdota que, en cierta medida, define lo que es la bolsa. Hace años, cuando trabajaba como asesor en la que era la institución de banca privada española más prestigiosa del momento, tuve un cliente muy particular. Se trataba de un marqués de avanzada edad que tenía invertida su fortuna en varios bancos y que disfrutaba con la inversión directa en acciones. Para que te hagas una idea de cómo era el buen señor, tanto en aspecto físico como en forma de hablar y modos, piensa en el actor Luis Escobar en el papel de marqués de Leguineche en la estupenda película *La escopeta nacional* (Luis García Berlanga, 1978). Te aseguro que era tal cual.

Un buen día y viendo que las cosas no le iban muy bien, le preparé un estudio sobre las ventajas que tendría si invertía a través de una cartera de fondos de inversión. Tras una larguísima reunión y el *power point* de turno, el buen señor, con toda la educación del mundo y en el tono de voz que solo saben poner los nobles de cuna me dijo: “Señor Faustino, muchísimas gracias por su trabajo, es usted un profesional muy preparado... Pero ¿sabe

qué? A mí lo que me gusta es desayunar mis cruasancitos con *La Vanguardia* y el *Expansión* y ponerme al día. Luego pongo el teletexto (*sic*) y voy viendo qué hace la bolsa y según vaya el día les llamo para comprar y vender lo que se tercie... Esto de los fondos está muy bien pero parece tan aburrido...”. Pues sí, esto es la bolsa.

## Si Saturno está alineado con Neptuno, bancarrota



Si al final optas por invertir directamente en acciones (ya sea diversificando o concentrando), es básico que utilices algún método racional como el que te voy a presentar. Y, que esto te quede bien claro, huye siempre del estilo “jugador”, a no ser que estés dispuesto a asumir los muchos riesgos que conlleva (te he hablado de este perfil en el capítulo 1).

Tampoco te recomiendo invertir según tu instinto, a pesar de que este “método” sea el más común entre el inversor particular. Ese método suicida consiste en:

- ✓ **Seguir al pie de la letra los titulares de prensa.** Compras un periódico económico y lees este titular: “Estas son las cinco joyas del próximo trimestre: Acerinox, Cie, Logista, DIA y BBVA”. Y tú vas y compras acciones de ellas. Pero hombre de Dios, ¡titulares de este tipo se ven todos los días! Hay cientos de webs y decenas de periódicos que todos los días dan consejos sobre las próximas joyas de la bolsa, la moda que viene, lo que va a subir... Mucho ojo con esto... Incluso yo mismo tengo un blog de periodicidad semanal... Ten criterio propio.
- ✓ **Creer que todo lo que baja, sube.** Es habitual pensar que una acción que cotizaba a 30 euros y hoy cotiza a 15 tarde o temprano va a subir. Este razonamiento no suele estar basado en que la empresa haya hecho los deberes o cambiado al equipo gestor, ¡qué va! Lo que tú piensas se acerca más a algo parecido a esto: “Está a mitad de precio, ¡vaya chollo!”. Y es cierto que a veces funciona pero otras veces (muchas) lo que baja sigue bajando. No te bases exclusivamente en la caída del precio para determinar una compra.
- ✓ **Subir a cohetes que ya frenan.** Cuando una acción ha subido un 50 % en poco tiempo ya llegas tarde. Los profesionales compraron la acción cuando estaba abajo y ahora que ya ha subido lo que tenía que subir te la están encasquetando a ti, el pardillo. Por supuesto hay excepciones, pero en términos generales quédate con la idea de no subirte a cohetes cuando ya han gastado la gasolina.
- ✓ **Hacer caso a los rumores.** “Me han dicho que Gowex está a punto de firmar

un contrato para dar el wifi en todo Nueva York.” Los que están en el mercado oyeron ciento y una veces este rumor, pero es solo eso, un rumor. Gowex es un caso de estafa y los inversores han perdido todo su dinero. Así que, a menos que tu primo sea el presidente de una compañía cotizada y en la comida familiar del domingo, después de haberse atizado tres gin-tonics, te suelte alguna perla, ni caso a los rumores. Y si todo eso acaba pasando, ten en cuenta que tu primo y tú estaríais cometiendo un delito penado por ley (uso de información privilegiada).

Podría seguir y seguir, pues la estupidez humana en esto de la bolsa no tiene límite (y todos, yo el primero, hemos cometido errores, y muchos, aunque no entraré en materia para no herir mi amor propio). Eso sí, si hablamos de estupideces, mi favorita es esta: “Cientos de *traders* de Wall Street invierten siguiendo la astrología”. Esta noticia la leí en *El Confidencial* del 27 de septiembre de 2012. Así que ya sabes: “Si Saturno está alineado con Neptuno: bancarrota”.

## Arriesga, pero con método

A pesar de lo dicho en el apartado anterior, sigo pensando que invertir en bolsa es divertido. Pero siempre que se siga un método. Tanto da que diversifiques o concentres tus acciones: debes seguir unas normas.

El método que voy a enseñarte tiene como objetivo la *selección de acciones*. No es un método de tipo profesional ni tampoco requiere muchos medios. Pero hay algo que sí reclama, y ese algo es tiempo (y ahora entenderás por qué me he puesto tan pesado con esto del tiempo en el capítulo 1).

En este apartado voy a mostrarte el método, paso a paso y desde lo general a lo particular, para que sepas cómo invertir en bolsa. Pero antes de enfrentarte a este capítulo te recomiendo que te leas los apéndices de análisis fundamental y el de análisis técnico (apéndices 1 y 2).

## El análisis que no falte



El método de selección de acciones está al alcance de un inversor particular. No necesitarás conocimientos financieros complejos ni usarás excesivos números.

Consta de dos partes importantes:

- 1. Situación de mercado.** El entorno económico de cada momento influye en la bolsa y la fuerza del mercado global es determinante para el éxito de tus inversiones. Es difícil encontrar ganadores cuando todo cae, pero también es difícil hacer malas inversiones cuando todo sube. Eso sí, no te olvides de que la bolsa es un mecanismo de descuento y el ciclo bursátil no tiene por qué coincidir con el ciclo económico. (Si todo esto te ha sonado a chino, repasa el capítulo 3, que tiene toda la economía que necesita un inversor.)
- 2. Análisis fundamental.** Nos permite determinar qué vale una empresa y, por tanto, valorar el precio de la acción. El análisis fundamental profesional requiere conocimientos de contabilidad y financieros elevados, pero a nosotros solo nos interesa tener una idea del valor de una empresa basándonos en los llamados *multiplicadores*. (Más adelante te explico qué son.)

Dicho lo cual y antes de entrar en materia, solo me queda apuntarte dos cosas absolutamente imprescindibles en este método:

- ✓ **Casarse con la empresa.** Desarrollar una tesis de inversión consistente por la cual tengas la convicción de que ese negocio es bueno y está bien dirigido.
- ✓ **No confundir valor y precio.** Comprar solo empresas buenas al precio adecuado. Puede ser una buena empresa y a la vez ser una inversión ruinosa si el precio es alto y compras caro.

Todo esto lo iremos viendo ahora paso a paso.

## No te cases si no estás convencido

El primer paso, pues, es el que hemos visto hasta ahora: mirar el mercado, en qué situación se halla y qué ofrece. Y permíteme ser tajante en esto: te prohíbo que te pongas a hacer números y valorar multiplicadores si, previamente, no tienes una idea muy clara sobre el tipo de empresa que estás planeando comprar. No hablo de números, hablo de saber qué hace la empresa, si está bien o mal considerada en su sector y si la dirigen tipos serios. Nada más (y nada menos).



Recuerda que estamos hablando de inversión a medio y largo plazo, no de especulación. Un especulador puede especular con cualquier cosa porque, a fin de cuentas y una vez cumplido el objetivo de sacar un buen beneficio, su relación es la de “si te he visto no me acuerdo”. Pero la inversión es un matrimonio y no puedes “casarte” con una empresa sin conocer previamente cómo es.

En finanzas, este conocimiento básico sobre la calidad de una empresa se llama *tesis de inversión* y no conozco mejor definición que la que dio Peter Lynch. Este legendario gestor del fondo Magellan decía que “tienes que ser capaz de explicar en lenguaje simple por qué inviertes en una empresa para que incluso un adolescente lo entienda, y tienes que hacerlo lo suficientemente rápido como para que el adolescente no se aburra”. (Es mi traducción libre de su frase: “*If you’re prepared to invest in a company, then you ought to be able to explain why in simple language that a fifth grader could understand, and quickly enough so the fifth grader won’t get bored*”.)

## Inditex o Illumina, ¿cuál escoges?



Cada vez que inviertas en una acción debes tener una idea clara de cuál es la tesis de inversión que soporta tu decisión. Para ayudarte, estos son los elementos claves que definen una tesis de inversión:

- ✓ Calidad del negocio.
- ✓ Ventaja competitiva.
- ✓ Seriedad de la dirección.

Vamos a hacer un pequeño ejercicio. Así, sin números delante y a bote pronto, ¿qué prefieres, acciones de Illumina o de Inditex? De Inditex, mal que bien, cualquiera de nosotros puede hacer una tesis de inversión, pues es una empresa de la que todos oímos hablar cada día en telediarios y periódicos, y cuyos establecimientos y marcas (como Zara) conocemos bien e incluso compramos. En cambio, ¿qué o quién es Illumina. (Para tu información, Illumina es una empresa estadounidense que cotiza en Nasdaq 100 y está relacionada con la biotecnología.)

No hay duda, Inditex es una empresa líder en su sector, por lo que puede hablarse de *calidad del negocio*. ¿Y su *ventaja competitiva*? Para mí no es otra que la rapidez en la renovación de producto: sus tiendas están continuamente abastecidas con nuevas colecciones, lo que fomenta la visita frecuente de sus clientes y las compras constantes, estas incentivadas por su política de bajos precios. Otra gran ventaja competitiva es su diversificación internacional: vende en más de 75 países. Además, y para abaratar costes, buena parte de su producción está en Asia. Y estoy seguro de que Amancio Ortega es una persona muy seria que cuida las finanzas de la empresa con esmero y que se ha preocupado por rodearse de un buen equipo gestor. Hay, pues, una *seriedad de la dirección*.

Ya tengo, pues, una tesis de inversión hecha. Será más o menos acertada y, por

supuesto, la tendría que mejorar investigando un poco más sobre la compañía, sus ejecutivos y la información financiera: endeudamiento, márgenes, crecimiento ventas, etc. Pero eso, dado que somos inversores particulares, lo vamos a dejar para los múltiplos, que en el siguiente apartado sabrás qué son.

Aunque... Resulta que la desconocida Illumina lleva casi un ciento por ciento de ganancia en el periodo que va de octubre de 2013 a octubre de 2014... ¡Lástima no haber elaborado una tesis de inversión!

## **Solo el necio confunde valor y precio**

Te gusta Inditex. Te gusta cómo funciona, te gusta lo que hace, te gusta cómo lo hace y te gusta su estilo de gestión. ¿La compras sin más?

Una cosa es que la empresa te guste, y con más razón si la tesis de inversión que has realizado te ofrece la convicción suficiente para comprar acciones de Inditex y dormir tranquilo ante posibles caídas del mercado. Pero otra cosa es a qué precio te gusta Inditex. A 20 euros la acción te gusta, a 40 te gusta, a 60 te gusta, a 100 te gusta... ¡No puede ser que a todos los precios te guste!

Este es, en mi opinión, el mayor defecto de los analistas: cuando les gusta algo les gusta a cualquier precio. Ya nos lo dijo Francisco de Quevedo hace cuatrocientos años que “Solo el necio confunde valor y precio”.



Ya puedes comprar la mejor empresa del mundo que si la compras cara la rentabilidad de tu inversión será mala. Inditex puede ser una buena inversión, por ejemplo, a 20 euros la acción. Pero a 50 euros la acción podría resultar pésima y la paradoja es que, siendo una estupenda empresa, podría ser una de tus peores inversiones. Y al revés, si compras una empresa de peor calidad que Inditex pero al precio adecuado, puede convertirse en una de tus mejores inversiones.



El proceso de seleccionar acciones ganadores sigue este orden:

1. Selección de empresas de calidad a través de la tesis de inversión.
2. Discriminar entre las buenas empresas aquellas que estén caras y centrar el interés en aquellas otras cuyo precio sea razonable.

3. Buscar empresas no tan buenas (nunca chicharros) que, por algún motivo específico, ofrecen un precio especialmente atractivo. Para este último punto conviene tener un poco de experiencia y de olfato.



El precio al que compras una acción va a determinar la rentabilidad de tu inversión.

La bondad del precio de una acción es lo que valoraremos a través de los *multiplicadores*, que son una serie de ratios (una relación, una división) que, dependiendo del multiplicador, relacionan dos variables de una empresa y nos permiten ver la evolución que lleva y compararla con otras empresas. En realidad, la idea se aplica a todas las actividades de la vida: si queremos saber qué goleador es más efectivo en relación al tiempo jugado, lo que haremos es dividir los goles entre los minutos jugados, y si queremos saber la productividad de un vendedor, dividiremos los contratos que cierra entre el número de llamadas que hace.

## El juego de la valoración de multiplicadores

Entramos en el aspecto más técnico de la cuestión. Estos son los multiplicadores que te propongo:

- ✓ Ratio precio/beneficio o PER (*Price Earning Ratio*).
- ✓ Ratio de rentabilidad por dividendo.
- ✓ Ratio de precio / valor contable o P/VC (*Price-Book Value P/BV*).

Vamos a verlos uno a uno.

### Ratio Precio/Beneficio

El *Price Earning Ratio* o PER (en inglés lo verás como P/E) es, con muchísima diferencia, el multiplicador más utilizado en la valoración de empresas.



PER = Precio por acción / Beneficio por acción

## Tabla 6.1. Ejemplo PER de dos empresas

Empresa A	Empresa B
Precio por acción: 15 euros	Precio por acción: 200 euros
Beneficio por acción: 1 euros	Beneficio por acción: 25 euros
PER = $15/1 = 15x$	PER = $200 / 25 = 8x$



Te lo explico con un ejemplo. Si miras la tabla 6.1 verás que una empresa B cotiza a 200 euros. A primera vista nos podría parecer una empresa más cara que la empresa A, que cotiza a 15 euros (y este es un anclaje psicológico que pesa más de lo que creemos en la psique del inversor). Sin embargo, una vez que relativizamos el precio comparándolo con el beneficio que genera cada acción nos damos cuenta de que la empresa cara es la A. La empresa A necesita quince años de beneficios para recuperar la inversión, mientras que la empresa B solo ocho años. Decimos entonces que en la empresa A “pagamos 15 veces beneficios” y en la empresa B “pagamos ocho veces beneficios”. Por cierto, verás que al lado de los multiplicadores se suele poner el aspa de la multiplicación.

Pero, como todo, este multiplicador también tiene sus limitaciones:

- ✓ El beneficio es una magnitud muy sujeta a normativas contables y, a veces, es difícil comparar empresas de distintos países. Por ello, algunos analistas prefieren utilizar un multiplicador hermano que es el PCF o Precio/Cash flow. El *cash flow* o flujo de caja (concepto explicado en el apéndice de análisis fundamental) le suma al beneficio las amortizaciones (que son el importe que cada año consideramos como desgaste de las inversiones en activos fijos y que reducen el beneficio de la compañía) por lo que la distorsión entre empresas y países se reduce respecto del uso del PER. (En el anexo dedicado al análisis fundamental entro en estos conceptos en mayor profundidad.)
- ✓ ¿El PER debe calcularse con el beneficio de las últimas cuentas cerradas o con la previsión que da la empresa (o los analistas) sobre el beneficio que obtendrá? Hay controversia sobre esto. El pasado sirve de poco (comparar el precio de una acción en noviembre de 2014 con el beneficio que presentó en diciembre de 2013 no aporta gran cosa) y el futuro, que sí que sirve, no es un dato comprobado, por lo que podríamos estar invirtiendo en base a un supuesto erróneo (previsiones hinchadas). Los estadounidenses, que son más puntillosos con estas cosas, suelen diferenciar el *trailing P/E* del *forward P/E*. El *trailing* es el que se calcula con el último beneficio declarado y el

*forward* se calcula con las previsiones.

- ✓ El PER nos da una valoración concreta en una fecha concreta y utiliza el beneficio neto que, por su propia elaboración, incluye beneficios y pérdidas extraordinarios y cualquier suceso puntual que pudiera haberse dado. Una solución, aunque más compleja y de la que no es fácil encontrar información, es el PER Shiller. Robert Shiller, profesor de la Universidad de Yale y premio Nobel de Economía, desarrolló un P/E muy interesante, el PER Shiller. Lo que hace es tomar no uno sino diez años como base del cálculo, y ajustar por inflación los beneficios de cada año. Es una herramienta muy bien diseñada que diluye la estacionalidad y hace la comparación entre períodos más homogénea.
- ✓ A veces nos encontramos con empresas aparentemente muy atractivas que presentan un PER muy bajo. El problema es que siempre ha sido bajo y probablemente continuará siendo bajo toda la vida. A esas empresas se les llama en el argot profesional trampas de valor o *value traps*.



Cuanto más bajo es el PER, más barata está la acción.

Y ahora ya puedes ponerte a calcular PER y comparar todas las empresas que quieras dependiendo de qué te interese más. ¿Qué? ¿No se te ocurren comparaciones? Pues aquí tienes tres muy útiles:

- ✓ **Comparación histórica.** Consiste en valorar el PER de la empresa a lo largo del tiempo.
- ✓ **Comparación sectorial.** Valora el PER de la empresa en relación a sus competidores directos dentro del sector.
- ✓ **Comparación con el mercado.** Compara el PER de la empresa con el del mercado en el que cotiza. En el caso español compararíamos el PER de una empresa española con el del Ibex 35.

Como todo esto no deja de ser bastante teórico, te lo voy a explicar con un nuevo ejemplo, pero esta vez con empresas bien reconocibles. Mira la Tabla 6.2.

**Tabla 6.2. Análisis por PER de los bancos que cotizan en Ibex 35 en octubre de 2014**

Banco	PER
Banco Santander	14.14x
BBVA	18.19x
Popular	36.02x
Bankia	17.55x
Bankinter	20.82x
Sabadell	27.03x
Caixabank	33.81x
SECTORIAL Europa (incluye UK)	13.76x
Ibex 35	14.53x

¿Qué te dice esa tabla? Pues dice que según el PER y sin valorar otros condicionantes:

- ✓ La banca española en general está cara respecto al sector europeo (la forma de ver el sector es consultar el PER de un índice, fondo o ETF — encontrarás qué es en el capítulo 18— que lo replique).
- ✓ La banca española está cara respecto del mercado español, pues solo Santander tiene un PER ligeramente más atractivo que el Ibex 35.
- ✓ La mejor inversión por PER sería Santander, seguida de Bankia, BBVA y Bankinter.
- ✓ Popular, Sabadell y Caixabank están extraordinariamente caros por PER en comparación a su sector.

Visto lo cual, sigamos adelante con otro multiplicador no menos importante que el PER.

### Rentabilidad por dividendo



La rentabilidad por dividendo mide la rentabilidad que nos proporciona el dividendo que reparte una empresa en relación al precio al que has comprado la acción. En el capítulo 5 puedes repasar todo lo referido al dividendo de una empresa.

Rentabilidad por dividendo = (Dividendo bruto / cotización) × 100

Imagina que compras una acción por 20 euros. A lo largo del año esa empresa paga 1 euro de dividendo. Si quieres calcular la rentabilidad por dividendo deberías hacer la siguiente operación:

$$(1/20) \times 100 = 5.00 \%$$



Hay algunos detalles sobre este multiplicador que debes tener en cuenta. Son los siguientes:

- ✓ Una cosa es la rentabilidad por dividendo que se publica en la prensa y otra cosa es la rentabilidad por dividendo que tú obtienes. La que se publica en la prensa cambia todos los días ya que va al albur del precio. Tu rentabilidad por dividendo estará anclada siempre al precio que has pagado y variará en función del dividendo que distribuya la compañía.
- ✓ Una de las estrategias más seguidas en bolsa es la de comprar empresas sólidas con una alta rentabilidad por dividendo. Las estadísticas muestran que, a largo plazo, es una estrategia rentable y en momentos de caída de mercado suelen ser empresas que aguantan mejor.
- ✓ Cuando se sigue una estrategia de rentabilidad por dividendo debes plantearte mantener la inversión al menos por un año, que es el ciclo completo de reparto del dividendo. Algunas empresas pagan el dividendo una sola vez al año pero lo más común es hacer el reparto en varias veces: entre dos y cuatro entregas anuales.
- ✓ Si en un texto ves que hablan del *yield* de la acción no te asustes. Solo se refieren a la rentabilidad por dividendo.

### Precio/Valor Contable



El *valor contable* de la acción es el resultado de dividir los fondos propios de la empresa (también llamado valor en los libros o *book value*) por el número de acciones. Lo que quiere decir que si una empresa tiene unos fondos propios de 100 y su capital son 100 acciones, el valor teórico contable de la acción es 1 (es decir, el resultado de dividir los 100 euros de fondos propios entre las 100 acciones).

Imagina que hay una empresa cuya acción cotiza a 50 euros y el valor contable de

la acción son 12 euros. El resultado será  $50 / 12 = 4,16$ , es decir, el valor de cotización es 4,16 veces el valor teórico de la acción.

En momentos de caídas de mercado, una estrategia de los “cazagangas” es buscar empresas sólidas con una ratio precio/valor contable menor que uno. Fíjate que eso significa que el mercado está valorando la empresa por debajo de su valor teórico, por debajo de lo que contablemente vale. Imagina que la empresa del ejemplo anterior cae hasta los 10 euros: su ratio pasará entonces a ser de  $10/12=0,83$ . Es decir, que el mercado estaría valorando los fondos de la empresa al 83 % de su valor contable. En un caso así siempre hay que valorar si hay motivos para ello o es una reacción extrema en un momento de pánico.



La ratio precio/valor contable, compara el precio de la acción con su valor teórico contable.

## Estrategia cuantitativa-cañí para invertir con éxito

Voy a darte una alegría. Vas a poder decir que inviertes siguiendo una “estrategia cuantitativa”. ¿A que mola?

Ocurre, sin embargo, que, a diferencia de los *quants* (gestores que utilizan modelos matemáticos para invertir y que suelen ser matemáticos, físicos o ingenieros) que mueven el mundo desde Londres o Nueva York, lo que vamos a hacer es utilizar los tres ratios que ya hemos visto, unirlos y ponderarlos. Es una estrategia *quant-cañí*, si quieras definirla así, pero *quant* a fin de cuentas.



Supón que quieres invertir en el mejor banco español siguiendo criterios cuantitativos. Te podrías hacer un cuadro similar al de la Tabla 6.3.

**Tabla 6.3. Multiplicadores de la banca española en octubre de 2014**

Banco	PER	Rentabilidad/Dividendo	Precio/Valor contable
Banco Santander	14,14x	8,63 %	1,0
BBVA	18,19x	3,58 %	1,1
Popular	36,02x	1,46 %	0,7
Bankia	17,55x	--	1,2
Bankinter	20,82x	1,07 %	1,5
Sabadell	27,03x	1,29 %	0,8
Caixabank	33,81x	5,26 %	1,0

A partir de aquí entraríamos en la *ponderación*. Aunque es cuestión de preferencias personales, mi recomendación es que la PER sea la que más pondere, seguida de la ratio de rentabilidad por dividendos y finalmente por la ratio precio/valor contable. Por ejemplo, podrías seleccionar las tres empresas con mejor PER y darles cuatro, dos y un punto (cuatro puntos para diferenciar al mejor componente del ratio más importante). Luego haz lo mismo con las empresas que tengan la mejor ratio de rentabilidad por dividendo y dales tres, dos y un punto. Para finalizar, a los dos bancos con mejor ratio precio/valor teórico contable puedes darles dos y un punto. Insisto, es un ejemplo y la ponderación debe hacerse según criterios propios.

La subjetividad entra en la ponderación que le damos a cada multiplicador. Si comprar barato es lo más importante para nosotros daremos más ponderación a la PER y a la ratio precio/valor contable, pero si lo que queremos es percibir buenas rentas a lo largo del año la rentabilidad por dividendo manda. Es cuestión de elección.



El objetivo de invertir según los multiplicadores supone tomar decisiones ciento por ciento objetivas basadas en datos y no en opiniones.

Volviendo al supuesto y con la propuesta de reparto de puntos usada como ejemplo el resultado sería el siguiente:

1. Santander: 4 puntos por PER y 3 puntos por la ratio rentabilidad por dividendo, en total 7 puntos.

2. Bankia: tiene la segunda mejor PER (2 puntos) pero no saca nada en rentabilidad por dividendo.
3. BBVA: es la tercera mejor PER y la tercera mejor rentabilidad por dividendo, lo que daría un total de 2 puntos.

Mi elección sería, sin ninguna duda, el Banco Santander. Presenta el PER más bajo y, con mucha diferencia, la mejor rentabilidad por dividendo. El precio/valor contable no supone grandes diferencias y, salvo escenarios extremos, no debería presentar valores dispares entre empresas del mismo sector.

(Por cierto, en la tabla verás que Bankia no tiene rentabilidad por dividendo ya que en el momento de elaborarla no lo repartía.)



Las ratios PER y precio/valor contable cuanto más bajas sean, mejor y la rentabilidad por dividendos cuanto más alta, mejor.

Este no es un método infalible y se puede perder como con cualquier otro. No obstante, es un método de trabajo serio y disciplinado que te aseguro que a largo plazo da sus frutos y, además, te dará muy pocos sustos.

## Subimos el listón

Con lo que has aprendido hasta aquí ya puedes crear tu propio modelo de inversión cuantitativa serio. Sencillo pero consistente. Ya puedes invertir guiándote por motivos sólidos y sin caer en los errores habituales que cometen buena parte de los inversores particulares, que se dejan llevar por las emociones y por las opiniones lanzadas por medios de comunicación y pseudo-expertos.

Si la inversión te gusta especialmente y quieres dedicarle tiempo, puedes enriquecer tu modelo de inversión cuantitativa con tres indicadores más:

- ✓ Incremento del beneficio por acción esperado BPA (*Earning per share EPS*).
- ✓ Empresas de alta rentabilidad por recursos propios (*ROE Return on Equities*).
- ✓ Análisis técnico básico para optimizar el momento de entrada.

Ahora mismo te explico en qué consiste cada uno de estos indicadores.

## No es lo que vales, es lo que valdrás



Incorporar a tu estudio cuantitativo el factor “mayor incremento de beneficio por acción esperado” es muy recomendable. Las empresas cuyos beneficios suben más son las empresas cuya cotización en bolsa (a largo plazo) subirá más. Y si insisto en el largo plazo es porque a corto la reacción del mercado es imprevisible.



El *beneficio por acción esperado* es la variable más estudiada por los analistas financieros. Las empresas están para ganar dinero y cuanto más dinero ganen más vale una empresa. Así de sencillo. No es tarea fácil para un particular encontrar datos de calidad sobre el beneficio esperado, pero todos los servicios de análisis de la banca, y especialmente las unidades de banca personal y privada, pueden proporcionarte informes periódicos al respecto.



Imagina que una empresa determinada tiene un PER 15 y que para su sector y particularidades es una valoración correcta de mercado, es su PER histórico. Esta empresa tiene un precio de 30 euros por acción y un beneficio por acción de 2 euros, por lo que  $30/2= 15x$ .

Te pido que sigas con atención este planteamiento porque lo que viene es importante: hoy tienes una empresa cuya acción cotiza a 30 euros y que tiene un beneficio por acción o BPA de 2 euros por acción. Por lo tanto su PER es de 15x (30 euros de precio entre los 2 euros de beneficio) y además sabemos que “está en precio”, ya que para este sector un PER 15x se considera adecuado.

Ahora cambia el escenario. Por los motivos que sean (nuevos productos, menores costes, mejora de la economía...) nuestra empresa tiene una previsión de incremento de su beneficio de un 30 %.

Fíjate que si el beneficio sube un 30 % quiere decir que el beneficio por acción, el BPA, pasará de 2 euros a 2,6 euros. Si el PER que creemos razonable para este sector es de 15 veces y el beneficio ha subido ¿puedo hacer una aproximación a cuál podría ser un precio razonable?

Por supuesto. Si el PER es el precio por acción sobre el beneficio por acción, puedo pensar que:

$15x = \text{Precio} / 2,6 \text{ euros}$ ; despejando, el precio estimado por acción será de 39 euros.

“Casualmente” los 39 euros por acción de precio estimado sobre los 30 euros por acción que cotiza hoy suponen un incremento del precio del 30 %. ¡No hacía falta hacer números!, puedes pensar, pero es que la clave es que quiero que veas la relación directa entre el beneficio por acción (BPA) y el precio de la acción. Si el beneficio sube el precio, antes o después, subirá.

El precio de la acción, a largo plazo, refleja el incremento de beneficios.

## En finanzas todo es relativo: invertir por ROE



El ROE o *Return on Equities* es la rentabilidad que se obtiene sobre los fondos propios. Puedes invertir en una empresa que gana 1.000 o en otra que gana 500 ¿Cuál prefieres? La de 1.000 ¿no? Pues depende. Y depende de lo que hayan tenido que poner para ganar eso. Supón que la empresa que gana 1.000 tiene unos fondos propios de 50.000 y la que gana 500 unos fondos propios de 5.000. El ROE de ambas será:

$\text{ROE} = (\text{Beneficio neto} / \text{Fondos propios}) \times 100$

La empresa grande tiene un ROE de  $(1.000 / 50.000) \times 100 = 2\%$ , mientras que la pequeña lo tiene del 10 %. En términos de rentabilidad, la empresa que “sólo” gana 500 es mucho más rentable que la mayor.



Al igual que el beneficio por acción esperado el dato del ROE, o mejor aún, el ROE esperado, no es fácil de obtener y solo lo podrás sacar de los informes de los servicios de análisis de los bancos. No obstante, si tienes acceso a esta información, invertir en empresas que obtienen ROE históricamente altos es un pasaporte a las buenas inversiones y te aconsejo que, en la medida de lo posible, lo incorpores a tu modelo.

## El mercado habla

¿Recuerdas que en el ejemplo anterior de elección de acciones según un modelo cuantitativo nos salía que el Santander era el que mejor resultado tenía? Es el momento de hacer el *análisis técnico*.

Si miras la figura 6-1 verás el gráfico de la evolución de ese valor entre abril de 2009 y octubre de 2014.



**Figura 6-1:**  
Gráfica de la evolución del Banco Santander entre 2009 y 2014

Como puedes ver, entre principios de 2010 y el verano del 2012 el precio de la acción no paró de caer. El mercado invitó a entrar solo a partir de agosto de 2012, cuando empezó a subir. Simplemente siguiendo un criterio tan peregrino como el de una media móvil de 30 semanas (te explico en qué consiste en el apéndice 2, dedicado al análisis técnico) hubiésemos estado fuera del mercado durante toda la caída y hubiésemos entrado con la acción ya subiendo.

No se trata de que te conviertas en un especialista en análisis técnico, ni tampoco es necesario que utilices un programa como el que yo uso, que es para inversores avanzados o profesionales ([www.prorealtime.com](http://www.prorealtime.com)). Con los gráficos que encontrarás en Invertia o Yahoo Finance te llega (si tienes dudas puedes echarle un ojo al capítulo 20).



La única pregunta que debes hacerte es: ¿sube o baja? Si está bajando y el gráfico no da ninguna muestra de que vaya a subir, espérate un poco. En bolsa siempre se ha dicho “el último duro que lo gane otro”, lo que viene a decir que cuando una acción ha subido lo suficiente no te esperes a que cambie de dirección y baje. Vende antes de que empiece a bajar. Los analistas técnicos también dicen “y el primer duro también”. No se trata de encontrar el punto de giro y entrar en el momento cero en que la acción pasa de bajar a subir. Se trata de subirnos cuando ya ha despegado, cuando el gráfico nos habla y nos dice que ya ha empezado a subir. Y da igual perderse el punto de giro y el primer tramo de subida.

## **Capítulo 7**

---

# **Inmuebles y otros activos duros**

---

### **En este capítulo**

- ▶ Qué son las inversiones alternativas
  - ▶ Comprar inmuebles o lingotes de oro a golpe de clic
  - ▶ Cómo puedes incorporar inversiones alternativas a tu cartera
- 

“Hay una manera de hacerlo mejor: ¡encuéntrala! ”

THOMAS ALBA EDISON

Como el título de este capítulo puede llevar a malos entendidos, que quede claro desde el principio que no te voy a explicar cómo comprar la casa de tus sueños ni los trámites legales e impuestos que conlleva la compraventa de viviendas en España. Voy a hacer algo mucho mejor para tu cartera: explicarte cómo llevar a cabo inversiones alternativas.

Cuando acabes de leer estas páginas, sabrás todo lo que necesitas sobre esta clase de activos y el porqué de su auge en los últimos años.

## **Las inversiones alternativas**

La expresión *inversiones alternativas* debería darte una pista de por dónde quiero ir, pero ya te aviso que no encontrarás una definición universal de lo que es y lo que no es una inversión alternativa. No existe una clasificación única, de modo que cada autor utiliza algún matiz propio. Pero no te preocupes, en cuanto leas la definición que te daré, no te quedarán dudas. Y para que sea lo más comprensible posible, voy a usar la terminología de uso común, tanto en español como en inglés.

### **Alternativo es diferente a tradicional**



Una inversión alternativa no pertenece a ninguna de las tres clases de activos tradicionales. Así de sencillo.

Vale, estoy de acuerdo que con esta definición no me darán el premio Nobel de Economía, pero ¡es la verdad! Históricamente, lo habitual es que las carteras de inversión solo invirtieran en activos convencionales o tradicionales, es decir, en efectivo o liquidez, bonos y acciones (consulta los capítulos 4, 5 y 6 si quieras saber más sobre estos conceptos). Hoy, por supuesto, siguen siendo fundamentales en las carteras de los inversores de todo el mundo, pero comparten protagonismo con el chico nuevo: las inversiones alternativas.

Reconozco que decir que todo lo que no es inversión convencional es inversión alternativa supone abrir un universo que de poco te ayudará a la hora de trazar una estrategia de inversión. Si nos ponemos tiquismiquis, dada esta definición podrías decir que invertir en sellos, en cuadros de Picasso o en motos clásicas es una inversión alternativa. Y así es. Pero no te hagas ilusiones: no te recomendaré que te compres una Harley Davidson de la década de 1950 para darle un sesgo alternativo a tu cartera. Por eso, y dado que nuestros fines son los de un inversor particular, lo más recomendable es acotar el universo de la inversión alternativa a activos a los que, en general, se puede acceder de forma relativamente fácil y que van a aportar valor a tu cartera de inversión tradicional.

## El valor de lo alternativo

“¿Por qué son importantes las inversiones alternativas si ya me llega con el efectivo, los bonos y las acciones?” Seguro que te estarás planteando esta pregunta. Y tienes razón.

Hay millones de inversores en todo el mundo cuyas carteras se limitan a liquidez, bonos y acciones, y lo cierto es que a muchos les va muy bien. Es más, dentro de estos millones de inversores, algunos no quieren ni oír hablar de acciones por el elevado riesgo que conllevan. Y otros que por el contrario solo quieren invertir en acciones porque su objetivo es obtener una alta rentabilidad a largo plazo.



Una cartera de activos tradicionales puede funcionar muy bien, pero también es cierto que una cartera de activos tradicionales con la justa medida de activos alternativos puede funcionar mejor, mucho mejor. Observa estas tres grandes ventajas que las inversiones alternativas pueden aportar a tu cartera de

inversión:

- ✓ **Reducción del riesgo global de la cartera.** El riesgo de tu cartera no es la suma aislada del riesgo de cada uno de los activos que la componen. El factor clave para reducir el riesgo de tu cartera es diversificar entre activos con un bajo grado de correlación, esto es, que sus rentabilidades no se muevan al unísono. Aunque en el capítulo 16 encontrarás una explicación más completa, por ahora simplemente recuerda que el coeficiente de correlación entre dos activos mide el grado de asociación entre los movimientos de ambos.
- ✓ **Posibilidad de obtener ganancias en cualquier situación de mercado.** Si hay un concepto verdaderamente relevante en las inversiones alternativas es el de obtener ganancias cuando los mercados financieros pierden. ¡Esto te gusta, eh! Es lo que se llama *retorno absoluto* y consiste en obtener beneficios en cualquier contexto de mercado. Cae la bolsa, los bonos... pero tu cartera obtiene beneficios. El riesgo, sin embargo, existe: estas estrategias se basan en un uso exhaustivo de productos derivados (para saber de qué te hablo, visita el capítulo 11) y de toneladas de talento. Ten en cuenta que algunos de los mejores gestores de inversión del mundo ya no gestionan fondos de inversión tradicionales (lo veremos en el capítulo 8), sino que gestionan fondos de cobertura o *hedge*, de los que te hablaré más adelante en este capítulo.
- ✓ **Protección contra la inflación.** La inflación es el aumento generalizado de los precios en una economía, y es uno de los peores enemigos de tu rentabilidad. Cuanto más suba la inflación, menor rentabilidad real obtendrás. Es un hecho que, en un contexto de alta inflación, los inmuebles suben. Históricamente, tanto los inmuebles como las materias primas han sido han sido un excelente indicador que adelantaba la inflación; en numerosos periodos incluso han subido antes que la inflación lo hiciese (probablemente, más que un indicador son una causa del aumento de la inflación).



Las inversiones alternativas ayudan a reducir el riesgo global de una cartera, dado el bajo nivel de correlación que tienen con los activos tradicionales.

## Lo alternativo reduce el riesgo

El estudio *Of Commodities and Correlations*, de SummerHaven Investments LLC, elaborado por Geetesh Bhardwaj y Adam Dunsby, compara la correlación entre la bolsa y los bonos con las materias primas y la correlación de las materias

primas entre sí (en este capítulo te explicaré la importancia de las materias primas como tipo de inversión alternativa). En él, el índice de bolsa norteamericano S&P 500, la rentabilidad del bono norteamericano a 10 años y los precios del mercado de futuros de materias primas sirven para estudiar un periodo que va de 1962 a 2013.

### Tabla 7-1. Coeficiente de correlación entre activos tradicionales y materias primas

	<i>Acciones - materias primas</i>	<i>Bonos - materias primas</i>	<i>Intra materias primas</i>
Media histórica	0,13	-0,09	0,15
Valor máximo	0,76	0,36	0,44
Valor mínimo	-0,39	-0,53	0,04

Si observas la tabla 7-1 verás que, en promedio, cuando el índice S&P 500 cae un 10 %, las materias primas solo lo hacen en un 1,3 % (coeficiente de correlación de 0,13). Más relevante aún es la correlación con los bonos, que es negativa, lo que significa que si tu inversión en bonos baja, tu inversión en materias primas no solo no bajará, sino que aumentará su valor ligeramente. Ahora no salgas corriendo a comprar materias primas, pues debes tener en cuenta que estos datos son el promedio de un largo periodo de tiempo (hablamos de más de cincuenta años) y en modo alguno suponen una relación causa-efecto que siempre se vaya a cumplir.



Por norma general, incluir inversiones alternativas en tu cartera puede ayudarte a reducir el riesgo, dado el bajo nivel de correlación de las inversiones alternativas con las inversiones tradicionales. Pero fíjate que digo “por norma general” porque la baja correlación funciona en periodos largos y no tiene por qué darse de forma continua.

La inversión en inmuebles y materias primas protege de la inflación a tu cartera.

### Lo alternativo, al detalle



El mundo financiero divide los activos alternativos en cuatro grandes

grupos:

- ✓ Inmuebles, siempre a través de vehículos de inversión inmobiliaria. Lo verás como *real estate*.
- ✓ Fondos de inversión libres o fondos de cobertura. En inglés, *hedge funds*.
- ✓ Materias primas o *commodities*.
- ✓ Capital privado, aunque la denominación más común en español es capital riesgo. En inglés lo encontrarás como *private equity*.

## Las universidades invierten en bolsa

¿Sabes en qué se parecen las universidades de Yale y Harvard? Piensa... ¿En qué son estadounidenses? Sí, tienes razón. ¿En que las dos pertenecen a la Ivy League (las ocho universidades clásicas, caras y excelentes del noreste de Estados Unidos)? También. ¿En que de ambas han salido presidentes de Estados Unidos? Sí, George Bush estudió en Harvard y Gerald Ford en Yale. Pero me refiero a cuestiones relacionadas con la inversión, que de eso trata este libro. Estas dos grandes universidades invierten, y cada vez más, sus grandísimos fondos financieros (también llamados *endowment*, los fondos obtenidos por la donación de exalumnos) en inversiones alternativas.

Los *endowment* de Harvard y Yale eran de 32.700 millones y 20.780 millones de dólares respectivamente en 2013, y el porcentaje de inversiones alternativas en estas carteras era del 41 % en Harvard y del 77,9 % en Yale. Y sí, has leído bien, he escrito el 41 y 77,9 %.

Antes te decía que las inversiones alternativas ayudan a mejorar la relación rentabilidad-riesgo de una cartera de inversión tradicional. Los gestores de los *endowments* de Harvard y Yale no piensan así. Creen que no solo ayudan a mejorar su cartera tradicional, sino que el grueso de su inversión debe estar canalizado en activos alternativos. En el caso de Yale, su *endowment* es prácticamente una cartera de inversiones alternativas que se “complementa” con un 22 % de acciones y bonos.

Lo malo es que el modelo de inversión que desarrollan Yale y Harvard no es fácilmente replicable, por lo que te aconsejo no copiarlo. La inversión alternativa es compleja y esas universidades pueden darse el lujo de contratar a cualquier gestor del mundo por mucho que cobre. Como particular, lo mejor es que empieces poco a poco, incluyendo algunos activos alternativos. Siempre estarás a tiempo de aumentar la proporción si ves que la cosa funciona.

Que te dé también los nombres de cada uno de estos activos en inglés no es un capricho. Te recomiendo que te los aprendas porque, dado que los productos de inversión en España apenas tienen gestión alternativa, la terminología que encontrarás suele estar en esa lengua.

Dicho esto, vamos a ver en detalle cada uno de estos grandes grupos de activos alternativos. Y, para no romper el orden, empezaré comentándote el de los inmuebles.

## Póngame cuatro apartamentos y diez plazas de aparcamiento

Decirle a un inversor español tradicional que puede invertir en inmuebles sin comprar el ladrillo es algo así como decirle a un italiano que cambie su pizza cuatro quesos por una de esas galletitas con sabor a pizza. Parece una locura, pero cuando conozcas las ventajas de la inversión en inmuebles a través de vehículos financieros dudo mucho que vuelvas al notario para comprar nada como inversor. ¿Por qué? Lee las siguientes razones y lo sabrás:

- ✓ **Accesibilidad.** Puedes entrar en una inversión inmobiliaria a partir de cualquier importe. En cambio, si quieres comprar cualquier tipo de inmueble necesitas una suma de dinero considerable. Pongamos que dispones de 200.000 euros, una cantidad nada despreciable. ¿Cuántos apartamentos puedes comprar con ella en tu ciudad? La respuesta, en el siguiente punto.
- ✓ **Diversificación.** Con 200.000 euros podrías comprar algo en una gran ciudad. En una población más pequeña, quizá dos o tres activos, y si piensas en plazas de aparcamiento, varias más. Y ahí se acaba la cosa. Pero si recurrés a vehículos de inversión puedes ser copropietario de miles de inmuebles de todo tipo (oficinas, apartamentos, centros comerciales...) distribuidos por todo el mundo, aunque en países emergentes no sea tan fácil acceder a este producto.
- ✓ **Trasparencia.** Un activo financiero te informará de la cotización diaria (o, como máximo, mensual) de lo que vale tu inversión. Si tienes una plaza de aparcamiento en Valencia o un apartamento en Nerja, ¿cuánto valen? El único medio para conocer el precio real de tus bienes inmobiliarios en el mercado es por medio de una tasación, es decir, una valoración que hacen unas empresas registradas en el Banco de España que son expertas en valorar inmuebles. Pero una tasación es una aproximación teórica, el precio real lo marca la oferta y la demanda que haya en cada momento, que es precisamente lo que sí que ofrece la inversión en inmuebles a través de productos financieros.
- ✓ **Liquidez.** Todos tenemos amigos y familiares que, debido a la crisis económica, han tenido que vender o, mejor dicho, malvender, sus propiedades. (Que quede claro que me refiero a la segunda residencia o a inmuebles comprados como inversión y no a la vivienda habitual, que por su valor de uso —por algo es el lugar donde vivimos—no es equiparable a una inversión financiera.) Necesitaban dinero y no hay peor venta que la que se hace con prisas. Han buscado una agencia inmobiliaria y cedido una parte de la venta para pagarles una comisión, han negociado y regateado con los posibles compradores con el cansancio psicológico que ello conlleva, y finalmente han ido al notario para firmar la venta, aunque ahí no acaba todo, pues todavía deben pagar los impuestos y tasas correspondientes. En cambio, para vender un vehículo de inversión inmobiliaria lo único que hay

que hacer es encender el ordenador, entrar en la web de tu banco, sacar la tarjeta de claves, marcar el fondo que quieras vender, ver cómo está cotizando para saber qué ganancias o pérdidas aproximadas vas a obtener, introducir la clave y tocar la palabra “venta”. En 24-72 horas tendrás tu dinero en la cuenta.

Como puedes ver, no hay color. En los capítulos de la parte I me he puesto muy pesado con la liquidez de las inversiones. Es un factor clave: si necesito mi dinero, ¿cuando lo tendré?

## No todo es de color de rosa

¿Hay alguna desventaja? Por supuesto, y evidente: el usufructo. Un apartamento en la playa lo puedes disfrutar, mientras que una inversión financiera no. Aunque también es evidente que puedes alquilar en vez de comprar. Y me niego a entrar en el debate patrio de si es mejor el alquiler o la compra en segundas o terceras residencias. Aunque, dado que para mí la liquidez es un criterio de inversión fundamental no hace falta pensar mucho para saber hacia dónde me inclino: alquiler.

Pero la principal desventaja es la psicológica, y es la más normal del mundo. Si compras tres plazas de aparcamiento en tu ciudad para alquilarlas y obtener beneficios, vas al notario, obtienes una escritura de propiedad, tienes las llaves de acceso al aparcamiento e incluso puedes ir y pisarlas si te da la gana: son tuyas. Dicho de otro modo, tienes un sentimiento real de propiedad. En cambio, si inviertes el mismo dinero en un fondo inmobiliario, lo único que tienes es una anotación en tu extracto que dice algo así como “Fondo ABC: 230 participaciones por valor de X euros”. El sentimiento de ser copropietario de un inmueble desaparece. A eso hay que añadir que, hasta hace unos años, tampoco pensábamos que nuestras casas podrían perder valor, mientras que un producto de inversión cotizado sí, ya que el valor te lo da el mercado todos los días. Nuestras casas no hacían más que subir, subir y seguir subiendo.

Hoy conocemos la realidad.

## Vehículos de inversión inmobiliaria



La industria financiera tiene dos maneras de invertir en activos inmobiliarios. Son:

- ✓ La inversión directa.
- ✓ La inversión indirecta.

Más claro, agua. Pero como todo en esta vida, merece una explicación.

## La inversión directa

Fondos o sociedades de inversión cuyos activos son directamente inmuebles. Por ejemplo, el fondo Bankia Inmobiliario FII debe tener invertidos entre el 70 y el 90 % de su saldo en inmuebles.

Para la inversión directa en inmuebles, en España contamos con tres tipos de fondos:

- ✓ **Fondos de Inversión Inmobiliaria o FII.** No voy a explicarte todos los misterios de los FII españoles porque solo quedan cuatro funcionando (hay seis registrados, pero en el momento de escribir estas líneas dos están en liquidación). Se trata de fondos de inversión que compran inmuebles para su alquiler. Son un producto mal planteado desde el inicio, con liquidez limitada (solo una vez al año y, en general, con comisión de reembolso) y que, tras un problema grave que hubo con el fondo inmobiliario de una gran marca, pasaron a mejor vida. La industria financiera no ha mostrado interés en lanzar nuevos fondos de estas características. Mala señal.
- ✓ **Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI).** Estas sociedades se crearon hace años con unos criterios muy estrictos (capital social mínimo de 15 millones de euros, diversificación entre varios activos, permanencia mínima de varios años de los inmuebles y un largo etcétera muy poco flexible) y fueron un desastre, ya que apenas generaron interés en el mercado. En 2013 se modificó su normativa, el capital social ha bajado a cinco millones de euros y los criterios de inversión se han flexibilizado: el 80 % de sus inversiones deben ser bienes urbanos destinados al alquiler y deberán permanecer tres años en la sociedad; además, no existe limitación en cuanto al endeudamiento que puede tomar las SOCIMI. Las que cumplan todos los requisitos legales, no pagan Impuesto de Sociedades y tienen que repartir como dividendo el ciento por ciento del beneficio entre sus accionistas. En octubre de 2014 ya hay cinco SOCIMI constituidas y se está tramitando la creación de una decena más. Le falta experiencia, pero con el tiempo puede ser un vehículo de inversión muy interesante. Hay interés en el mercado y presentan una característica fundamental para el inversor particular: cotizan en un mercado organizado, por lo que tienen valoración diaria, y las mayores deberían gozar de la liquidez adecuada.
- ✓ **Real Estate Investment Trust (REIT).** Voy a ponértelo fácil, las SOCIMI se han inspirado en los REIT. Se crearon en la década de 1960 en Estados Unidos, y aunque aquí hemos tardado un pelín en incorporarlas, medio siglo de nada, lo cierto es que más vale tarde que nunca. Los REIT invierten en

inmuebles de todo tipo para su alquiler (edificios residenciales, oficinas, industriales, salud, hoteles...) y, al repartir el 90 % del beneficio anual en forma de dividendo, están exentos del Impuesto de Sociedades. Para que te hagas una idea de lo inmenso que puede ser un REIT te pondré como ejemplo al mayor que existe, el Simon Property Group: sus activos superan los 28.000 millones de dólares y su beneficio neto, los 1.000 millones de dólares anuales.



A efectos legales y financieros, los REIT son una acción cotizada y nada más. Da lo mismo comprar acciones del Banco Popular en la bolsa española que acciones del Simon Property Group en la bolsa americana (salvo que pagarás una comisión más alta por ser mercado internacional). Puedes comprar y vender cualquier REIT a golpe de clic. Por decir una barbaridad: podrías hasta especular, si quisieras, con acciones de REIT comprando y vendiendo en el día.

## La inversión indirecta

Estos fondos o sociedades de inversión no compran directamente inmuebles, sino que invierten entre distintos fondos dedicados a la inversión directa en inmuebles (los fondos, SOCIMI y REIT de los que te he hablado en el punto anterior).



Por ejemplo, el fondo de inversión AXA Framlington Global Real Estate Securities suele tener en su cartera más de cincuenta inversiones distintas, la mayoría de las cuales son REIT. Su inversión principal (en septiembre de 2014) es el REIT estadounidense Avalon, especializado en inversión residencial (bloques de apartamentos) y con un valor de mercado de más de 19.000 millones de dólares. El formato legal de este tipo de inversiones es el de fondos de inversión tradicionales (si quieras saber más sobre ellos, corre al capítulo 8) que concentran sus inversiones en REIT. Por ejemplo, otro fondo, el de la gestora Fidelity Global Property nos proporcionará (septiembre de 2014) una cartera de inmuebles que está repartida entre Estados Unidos y el resto del mundo (especialmente Asia) y la primera posición que tiene en la cartera es precisamente el Simon Property Group con un 7 %. La inversión indirecta en inmuebles vía fondos de inversión funciona exactamente igual que con cualquier fondo de inversión sobre renta fija o sobre bolsa. Es una inversión totalmente líquida e incluso, si el fondo está registrado como traspasable en la CNMV, podrás reinvertirlo en otros fondos difiriendo la tributación (esto también te lo explico en el capítulo 8).



Comprar acciones cotizadas de compañías inmobiliarias no es una inversión alternativa. Sobreponderarás el sector inmobiliario y darás un sesgo inmobiliario a tu cartera de inversión, pero sujeto a todos los vaivenes del mercado bursátil. Incorporando acciones como las de ACS, Sacyr y OHL, por ejemplo (compañías inmobiliarias que cotizan en la bolsa española), no obtendrás las ventajas de la descorrelación de las inversiones alternativas.



Para incluir inversión inmobiliaria en tu cartera, el vehículo ideal es un fondo de inversión indirecta: vas a acceder a inmuebles de todo tipo a través de los mayores REIT del mundo y un gestor profesional especializado en inversión inmobiliaria es quien decidirá por ti que REITS son los más adecuados en cada momento.

## Los fondos de inversión libre, o mejor en inglés

Empezaré por la terminología para evitar líos: el nombre internacional de uso común es *hedge fund*. En el ámbito financiero, el término *hedge fund* o *hedge* a secas es como el término *internet* para el común de los mortales: el único que se conoce.

Como tenemos un idioma fuerte y una magnífica academia de la lengua, hemos intentando castellanizar la expresión. La CNMV recoge oficialmente la categoría Fondos de Inversión Libre o FIL. Hasta aquí bien. Pero la cosa se complica cuando se crea la categoría de “fondos de fondos”, esto es, un formato de fondos de inversión (lo verás en el capítulo 8) que invierte en otros fondos. Y la cosa se complica más aún cuando te diga cómo ha decidido llamar la CNMV a los fondos de fondos de Fondos de Inversión Libre (agárrate que vienen curvas): Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre o IICIICIL.

Ya sé que no es mi terreno, pero creo que por lo que se refiere al *branding* (proceso de construir una marca), a la CNMV no le iría mal ponerse un poco las pilas.

Si consultas la prensa o lees algún informe financiero, es habitual encontrarse las expresiones *fondos alternativos* o *fondos de cobertura*. Pero les llamemos fondo de inversión libre, fondos de fondos de inversión libre (los IICIICIL), fondos de

cobertura o fondos alternativos, en el fondo... ¡todos son *hedge fund*!

Antes de seguir adelante, un aviso. Se trata de una división no oficial pero sí bastante asentada en el mundo de los *hedge fund*. Me refiero a:

- ✓ **Los *hedge* estandarizados.** Son a los que tú podrás acceder, en gran parte.
- ✓ **Los *hedge* de autor.** Son los que gestionan los mejores gestores del mundo. Suelen tener un mínimo de entrada muy elevado, que oscila entre uno y diez millones de dólares.

Si tu cartera es como la del común de los mortales y no te alcanza para entrar en un *hedge* de autor no te desanimes, cada vez hay más oferta para el inversor particular, y es un sector en auge y continua innovación, así que aprende todo lo que puedas porque te será de gran ayuda en tu evolución como inversor.

### Qué es un *hedge fund*

Como aquí tampoco hay una definición aceptada por todos (esto de que las finanzas sean una ciencia empieza a parecerme un tanto discutible), voy a tomar prestada la que creo que explica mejor qué es un *hedge*.



Según Martin Fothergill y Carolyn Coke, ambos del equipo de gestión de *hedge fund* del Deutsche Bank en Londres, los *hedge funds* son todas las formas de fondos de inversión, empresas y sociedades que usan derivados para invertir direccionalmente y/o están autorizados para tomar posiciones cortas y/o usar un significativo apalancamiento a través de préstamos...

No te preocupes si no has entendido nada. Me pasó lo mismo la primera vez que la leí. Voy a desmenuzártela para hacerla más inteligible. Un *hedge fund*:

- ✓ Es una inversión colectiva que tiene una estructura de fondo de inversión o de sociedad de inversión.
- ✓ Usa derivados (de los que te hablaré en el capítulo 11). Dentro de un fondo *hedge* podemos encontrar futuros, opciones, *swaps* y productos estructurados a la carta de todo tipo y pelaje.
- ✓ A diferencia de los fondos tradicionales, que son unidireccionales (es decir, que compran activos para que suban), también pueden tomar “posiciones cortas”. ¿Qué significa eso? Una posición corta (*short*) o venta en descubierto es una operación financiera que consiste en vender un activo que no posees con la expectativa de que su precio baje y poder cerrar la

operación recomprando ese activo a un precio más bajo. Ese activo te lo presta un intermediario financiero a cambio de una comisión. En una operación *short* ganas si el activo pierde valor. En un *hedge* puedes encontrar una acción del BBVA porque el gestor piensa que va a subir y una venta en descubierto del Banco Popular porque cree que va a bajar. Si tienes prisa por saber qué son exactamente este tipo de productos, puedes echar un vistazo al capítulo 11, pero si puedes esperar un poco, termina antes este capítulo y avancemos paso a paso.

- ✓ Utilizan apalancamiento. Un fondo de inversión tradicional tiene el dinero que han puesto sus inversores, los partícipes. Un fondo *hedge* trabaja como una industria: con crédito (apalancarse no es ni más ni menos que tomar prestado). O sea, que un fondo *hedge* puede tener un capital fundacional de 50 millones de euros y pedir otros 50 a crédito para acabar invirtiendo 100 millones.

¿Mejor ahora? ¡Espero que sí!

## Qué tienen en común Meryl Streep y los *hedge funds*

Son muchísimos los inversores que creen que los *hedge funds* han sido creados recientemente por matemáticos de Wall Street con acceso a los ordenadores más complejos del mundo para perfeccionar el algoritmo financiero que hará invencible su estrategia.

La realidad es más sencilla. Un sociólogo y periodista financiero (¡uno de letras!) fue el creador de los *hedge funds*.

En 1949, A. W. Jones (Alfred Winslow Jones), mientras trabajaba como periodista en la revista *Fortune* y escribía artículos sobre educación o agricultura, se le ocurrió escribir un artículo sobre finanzas titulado “Fashions in Forecasting” que trataba sobre las técnicas de análisis de los mercados financieros. Después de ese artículo, le gustaron tanto las finanzas que creó una sociedad de inversión llamada A.W. Jones & Co (tampoco es que fuese muy creativo con el nombre, podría haber trabajado en la CNMV), en la que aplicó técnicas poco usuales hasta entonces: ventas en descubierto, diversificación de acciones y apalancamiento financiero. Había nacido el primer *hedge fund*.

Los *hedge funds* no son novedosos. Tienen más de sesenta años pero siguen manteniendo intacto el interés y el misterio que ocasionaron desde su creación. Como la sobresaliente Meryl Streep, ganadora de tres Oscar y ocho Globos de Oro, que nació a la vez que los *hedge funds* (1949) y sigue siendo una de las mejores actrices que podemos disfrutar.

## Características de los *hedge funds*

Si dentro de las inversiones alternativas hay un activo complejo este es, sin duda, el mundo *hedge*. A continuación te daré algunas características esenciales para comprender el funcionamiento de los *hedge*, válidas tanto para los de autor como para los estandarizados:

- ✓ **Diversidad de estrategias.** Es un mundo heterogéneo, la diferencia de rentabilidades dentro de una estrategia de inversión puede ser muy elevada.
- ✓ **Poca liquidez.** Es habitual que solo se puedan hacer suscripciones y reembolsos una vez al mes, incluso trimestralmente. Tampoco te extrañe que te pidan un preaviso de un mes.
- ✓ **Distintas estructuras jurídicas.** Fondos de inversión, sociedades de socios (*partnership*), estructuras empresariales (sociedades anónimas) y muchas otras más habituales del derecho anglosajón (*trust, managed accounts, collective investments schemes...*).
- ✓ **Apalancamiento financiero.** A mayor apalancamiento, mayor beneficio potencial pero también mayor riesgo. Ten en cuenta que el apalancamiento excesivo ha sido una de las causas de las mayores bancarrotes de *hedge funds*.
- ✓ **Posibilidad de tomar posiciones largas y cortas.** Comprar para que algo suba es “estar largo”; vender para que algo baje es “estar corto”. A diferencia del apalancamiento, esta es una característica que reduce el riesgo. Un fondo tradicional de bolsa invertido al ciento por ciento tiene más riesgo que un fondo *hedge* que esté largo al 70 % y corto al 50 %, pues el fondo *hedge* tiene una “posición larga neta” del 20 % (70 % largo – 50 % corto).
- ✓ **Objetivo de rentabilidad absoluta.** Un fondo tradicional toma como referencia un mercado concreto (lo que se llama *benchmark*). Es decir, un fondo de bolsa estadounidense tomará como referencia el S&P 500 (el mayor índice de bolsa norteamericana) y lo hará bien o mal en función de la rentabilidad relativa. Si el índice pierde un 20 % y el fondo solo un 10 %, será una buena gestión. Ha perdido, pero lo ha hecho mejor que su mercado de referencia. En el mundo *hedge*, las rentabilidades son absolutas y se llaman también “retorno absoluto”. Aquí no hay *benchmark* que valga, el gestor *hedge* tiene como objetivo dar resultados positivos en cualquier situación de mercado. La rentabilidad de los *hedge* suele estar referenciada al tipo de interés oficial de una divisa y se le añade un porcentaje en función del riesgo que el gestor vaya a asumir, así que es normal encontrar productos *hedge* con objetivo de rentabilidad Euribor + 2,00 % o Euribor + 4,50 %.
- ✓ **Sistema de comisiones.** Los fondos tradicionales tienen, en el caso español, las comisiones limitadas por ley. Los *hedge*, incluyendo los fondos libres españoles, no tienen limitación legal. Lo habitual es una comisión sobre patrimonio del 1,5 %, por ejemplo, y una comisión sobre resultados del 20 % (aunque pueden ir del 15 al 25 %).

Los puntos anteriores valen tanto para el *hedge* de autor como para el *hedge* estandarizado. Los que te presento a continuación, en cambio, solo se refieren a los *hedge* de autor:

- ✓ **Poca trasparencia y secretismo.** Por algo se les llama *black box* (caja negra). Dicen los gestores que es para que no les copien la estrategia y es cierto, pues lo más importante de un *hedge* de autor es el talento.
- ✓ **Están domiciliados en paraísos fiscales.** Es evidente por qué: para “reducir” el pago de impuestos, en plan fino se dice “optimizar” la fiscalidad.

### Estrategias de inversión de los *hedge funds*

Igual que no hay una definición propiamente dicha de lo que es un *hedge fund*, tampoco puede hablarse de una estrategia universal de inversión. Aun así, sí que pueden distinguirse tres grandes estrategias. El financiero Alexander Ineichen las definió por primera vez, aunque su modelo ha sido posteriormente modificado y adaptado a las innovaciones que iban surgiendo. ¿Quieres conocer esas estrategias? Son las siguientes:

- ✓ **Estrategias de valor relativo (*relative value*).** Buscan aprovechar las ineficiencias de valoración que ofrecen los mercados. Generalmente se basan en la compraventa simultánea de dos o más activos para aprovechar las diferencias de precios entre ellos.



La subestrategia de inversión con mayor relevancia dentro del valor relativo es la llamada *market neutral*. Vamos a verlo con un ejemplo. Supón que invertimos largos en el índice español Ibex 35 (verás más adelante que a través de productos derivados y de ETF puedes comprar un índice sin problemas) y a la vez invertimos cortos el mismo importe en el índice europeo Eurostoxx 50 (50 mayores grandes empresas de Europa). Es decir, estás comprado en Ibex 35 y vendido en Eurostoxx 50. Lo que estás buscando es aprovechar el diferencial de rentabilidad entre dos activos con una correlación muy elevada (el Ibex y el Eurostoxx tienen una correlación muy alta, suelen moverse en la misma dirección; si uno sube el otro también y viceversa, lo que no hacen es subir o bajar exactamente los mismos puntos). Fíjate que con esta estrategia reduce la volatilidad (el riesgo) de tu inversión de una manera extraordinaria. Tu riesgo no tendrá pues una relación directa con las subidas o bajadas de las bolsas, sino única y exclusivamente con el diferencial entre la bolsa española (Ibex) y la bolsa europea (Eurostoxx). Si el Ibex sube un 12 % y el Eurostoxx sube un 8 %, tu ganancia será del 4 % (recuerda que ganas el 12 % por el Ibex pero como en Eurostoxx estás corto pierdes el 8 %). Supón un año extremo en que el Ibex cae un 25 % y el Eurostoxx cae un 18 %. Ese año los inversores españoles tendrán una rentabilidad negativa muy alta, seguramente la del Ibex -25 %. En cambio, tú solo habrás perdido un 7 % (habrás perdido el 25 % del Ibex).

pero por la parte del Eurostoxx, al estar corto, habrás ganado el 18 %).

- ✓ **Estrategias de situaciones especiales** (*event-driven*). Pretenden sacar provecho de situaciones empresariales especiales, como pueden ser las fusiones entre empresas, las reestructuraciones o la bajada del precio de acciones de empresas en dificultades. Por ejemplo, si una empresa líder en un sector pasa por una etapa de dificultades y sus acciones y bonos tienen fuertes pérdidas, el gestor del fondo determinará si esas pérdidas han puesto al valor en precio o está infravalorado y, dependiendo de su evaluación, invertirá o no en esas acciones.
- ✓ **Estrategias de oportunidad** (*opportunistic*). Se basan en la búsqueda continua de las oportunidades que puede ofrecer el mercado. Por ejemplo, la estrategia de vendedores en corto (*short sellers*) se basa en buscar títulos sobrevalorados para ganar cuando caiga la cotización (venta al descubierto).

Solo te he hablado por encima de las tres grandes estrategias de inversión del mundo *hedge*. Hay muchísimas variantes, tantas como gestores de fondos hay en el mundo, pero con estas tres tienes más que suficiente para empezar con los *hedge funds*.

### **Desmitificando los *hedge funds***

Los *hedge fund*, como todo en esta vida, tienen sus cosas buenas y sus cosas malas, pero no te creas a pies juntillas lo que te digan, porque sus defensores te cantarán las alabanzas, y los detractores solo te señalarán lo malo. Ninguno será objetivo. Pero yo voy a intentarlo. ¡A ver si sacamos algo en claro sobre estos fondos de inversión!

Sobre las ventajas de los *hedges* se oye por ahí que arrojan unas rentabilidades que no se consiguen con la inversión tradicional. De acuerdo, aunque no es exactamente así. Si buscas una rentabilidad alta no hay nada como una cartera de acciones bien gestionada. La bolsa es, sin discusión, el activo más rentable a largo plazo, obviando el problema de que los plazos pueden ser muy largos. Sin ir más lejos, según la plataforma de fondos Morningstar, la bolsa española ha dado una rentabilidad anualizada a tres años del 18,25 % (y estos datos son de septiembre de 2014), mientras que un *hedge*, usando la estrategia de inversión de situaciones especiales, ha dado un 4,59 %. La bolsa, pues, es más rentable. Incluso si miro a cinco años, la bolsa española ha dado una rentabilidad anualizada del 5,66 % frente al 3,35 % del *hedge*. Vale, es verdad, hay *hedges* con rentabilidades del 35 % anual (por ejemplo el Renaissance de James Simons), pero son una excepción.



Los *hedges* no se han diseñado para dar más rentabilidad que la inversión tradicional, se han diseñado para controlar mejor el riesgo.

Si nos centramos en el lado malo de estos fondos, hay ejemplos que ilustran muy bien los problemas de los *hedge funds*. El más conocido es el del Long Term Capital Management, un fondo gestionado, entre otros, por dos premios Nobel como son Myron Scholes y Robert Merton. Era un fondo muy complejo que utilizaba modelos matemáticos para determinar posiciones de arbitraje con bonos (comprar bonos infravalorados y vender en descubierto bonos sobrevalorados). Tuvo años excelentes con rentabilidades por encima del 40 % anual. ¿Y cuál fue el problema? El exceso de deuda. Para obtener suficientes ganancias, su nivel de apalancamiento era, de forma habitual, de 1 a 25 (por cada euro aportado por los socios pedían 25 de crédito) y puntualmente llegó a estar 1 a 100. En cualquier actividad empresarial, cuando tienes mucha deuda, a la mínima que tus previsiones no se cumplen tienes un serio problema. El fondo quebró en 1998 y perdió 4.600 millones de dólares en apenas cuatro meses, antes de que la FED tuviese que intervenir, lo que dio un susto de los buenos a todo el sistema financiero estadounidense.

Hay quien pone como ejemplo del riesgo de los *hedges* el fondo de Bernard Madoff, o lo que es lo mismo, la mayor estafa de la historia cometida por una sola persona: 50.000 millones de dólares. Pero no nos confundamos. Lo siento por los detractores de los *hedge funds*, pero aquí no hay tecnología financiera que valga. Aquí hubo un tocomochito puro y duro, como los de la época del *Lazarillo de Tormes*: las rentabilidades eran inventadas y se pagaba a los inversores que querían vender con el dinero que aportaban los nuevos inversores deseosos de entrar en el fondo dadas las “excelentes” rentabilidades que presentaba. Mientras tanto, el señor Madoff se pagaba un salario más que interesante para vivir muy bien.

## **Commodity no es comodidad**

En los fondos de inversión y otros productos financieros internacionales verás la expresión *commodity* (o su plural *commodities*), que no son más que las materias primas.

Las materias primas son los productos que se extraen directamente de la naturaleza. Se caracterizan porque su oferta no se diferencia mucho dentro de un mercado, así que el precio lo marca el mercado en su conjunto.



Aunque estén muy relacionados, no hay que confundir materias primas en sentido estricto, *commodities*, con la categoría de inversión “recursos naturales”, *natural resources*. Dentro de los recursos naturales hay actividades de lo más variopinto. Por ejemplo, dentro de la gama de fondos de Black Rock “Natural Resources Growth & Income Fund” podemos encontrar empresas del tipo Exxon —una petrolera— conviviendo con Tyson Food —una empresa dedicada a la producción de carne de ternera y carne de pollo además de un montón de alimentos más como tortitas mexicanas y nachos o *toppings* para pizza —o con Rio Tinto, una de las mayores empresas de minería del mundo. En otro fondo de recursos naturales de una gran casa suiza de inversión, como es Julius Baer, encontramos una cartera copada por industrias relacionadas con la extracción y tratamiento del agua como son Watts Water, Xylem o Pentair.

### Hay materias primas y materias primas

Si no nos tomamos la molestia de diferenciar los componentes que forman el gran grupo de las materias primas, este mercado puede ser muy heterogéneo. Así que te propongo separarlas en los siguientes grupos:

- ✓ **Energía.** Petróleo, gas natural...
- ✓ **Agricultura y ganadería.** Café, cacao, maíz, cabezas de vacuno, carne de cerdo, arroz, soja...
- ✓ **Metales básicos.** Aluminio, cobre, acero...
- ✓ **Metales preciosos.** Oro, plata, platino...

¿A que no te imaginas al broker de la oficina de tu banco comprando un futuro Lean Hog, que son 40.000 libras de carne de cerdo (unos 18.000 kilos), con vencimiento en octubre?

Supongo que no, y yo tampoco, la verdad, pero puede ser muy interesante añadir petróleo a tu cartera en un contexto de crecimiento económico (si crece la economía, la demanda de petróleo aumenta, y si aumenta la demanda, aumenta el precio) o metales preciosos, como el oro, ante un conflicto bélico.

Ahora bien, si compras un lingote de oro o un barril de petróleo (y puedes comprar un barril de petróleo y un lingote de oro hasta desde tu teléfono móvil a través de ETF y derivados que los verás en el capítulo 15 y 11, respectivamente), ¿cómo los valoras? ¿Pagan cupones como los bonos? No. ¿Pagan dividendos como las acciones? No. ¿Tienen un balance y una cuenta de resultados que podamos valorar para tomar decisiones de inversión? No.

De hecho, no existe un método de valoración financiero que nos sirva para obtener una valoración razonable de una materia prima. El único indicador es la relación entre la oferta y la demanda.

## Ventajas de invertir en materias primas



Invertir en materias primas tiene tres ventajas que resultan muy, pero que muy, interesantes:

- ✓ Tienen unos niveles de correlación muy bajos, incluso negativos, con los activos tradicionales, como acciones y bonos.
- ✓ Son una cobertura natural ante procesos inflacionistas. Las materias primas suben junto con la inflación.
- ✓ Protección ante riesgos geopolíticos, como una guerra o una revolución. El oro y la plata siempre son un valor fiable en estos casos.

## Cómo invertir en materias primas

En todos los formatos de inversión encontrarás opciones para invertir en materias primas, pero, por norma general, a los inversores particulares les recomiendo siempre estas tres:

- ✓ **Fondos de inversión.** Aunque no es una inversión pura en materias primas, los fondos invierten en empresas relacionadas con la materia prima. Si el petróleo sube mucho, probablemente también subirá Repsol.
- ✓ **ETF (*Exchange Traded Funds*, en español, fondos cotizados).** Para mí son, con diferencia, la mejor opción. Se trata de una exposición directa a la materia prima sin tener que invertir a través de otras empresas como los fondos de inversión. Tienes un capítulo (el 15) entero dedicado al funcionamiento de los ETF, pero para muestra un botón: si quieres invertir directamente en el lingote de oro puedes comprar un ETF cuyo nombre es SPDR Gold, que replica el precio del lingote de oro y cuya cartera es oro físico. Estás comprando oro de verdad a golpe de clic.
- ✓ **Futuros.** Los contratos de futuros están explicados en el capítulo 11, dedicado a los productos derivados. Solo son para inversores muy avanzados ya que, como verás, invertir en futuros supone apalancamiento (invertir en una cantidad mucho mayor que el capital efectivo aportado) y ese es un riesgo que solo pueden tomar inversores muy expertos. Tienes contratos de futuros de la mayor parte de materias primas que se te ocurran, aunque su funcionamiento tiene cierta complejidad dada las unidades de

cada materia prima (onza de oro, *bushel* de trigo, barril de petróleo etc.).

## La hora del capital privado

Para evitarte dolores de cabeza, voy a explicarte primero la semántica. La expresión inglesa que dio origen a nuestro “capital privado” es *private equity*, aunque la forma que se usa más en español es la de “capital riesgo”. Si te soy sincero, no entiendo por qué el regulador quiso poner “riesgo” en lugar de “privado”, pero es lo que hay.

A diferencia de los *hedge*, esta es una categoría que ha tenido cierto éxito en España y hay bastantes fondos registrados, por lo tanto, tenemos distintos fondos donde elegir llevados por gestores de calidad.

### Qué es el *private equity*



Por *private equity* o capital riesgo se entiende la inversión en empresas no cotizadas.

Aquí no hay grandes secretos de gestión financiera. Me refiero a una actividad tan vieja como el capitalismo: poner capital en un proyecto empresarial.

Imagínate que tienes un amigo que es propietario de una empresa. Imagínate también que este amigo necesita dinero porque quiere comprarse una máquina nueva. Pues bien, puede hacer dos cosas: pedirle el dinero al banco o pedírtelo a ti (tu amigo sabe que estás buscando inversiones rentables, claro, no es un gorrón cualquiera). Si tú accedes y le prestas el dinero a tu amigo, estarás desarrollando una inversión de capital privado. Tal cual.

### Ventajas y desventajas del *private equity*

Como siempre, no te creas que todo el monte es orégano, pues todo tiene sus ventajas e inconvenientes, y estos fondos no iban a ser una excepción.

Pero seamos positivos y veamos primero las ventajas. Son las siguientes:

- ✓ **Descorrelación con los activos tradicionales**, es decir, bolsa y bonos. Tal como hemos visto con las materias primas, la descorrelación (o baja correlación) consiste en que la rentabilidad de dos activos no se mueve en el mismo sentido y/o con la misma intensidad lo que ayuda a reducir el riesgo

global de una cartera de inversión.

- ✓ **Posibilidad de obtener altos beneficios.** Sobre todo en *private equity* relacionados con empresas de sectores en crecimiento (biotecnología) o con una posterior salida a bolsa (OPV, de la que te he hablado en el capítulo 5).

Y ahora, los inconvenientes:

- ✓ **Liquidez.** Son inversiones que apenas tienen liquidez y hay que hacerlas, necesariamente, con un horizonte temporal a largo plazo.
- ✓ **Son inversiones difíciles de controlar.** Al ser empresas no cotizadas, la obligación de emitir información contable es anual y su publicación es por medio del registro mercantil. En bolsa, cada trimestre puedes ver las cuentas de las empresas publicadas en la CNMV.
- ✓ **Mínimos de entrada altos.** Es decir, no aptos para todos los públicos.



En general, el capital riesgo es interesante para el inversor institucional (grandes compañías, aseguradoras, *family offices*, etc.) y no tanto para el inversor particular. Los expertos hablan de la descorrelación con los activos tradicionales tal como he mencionado al inicio, pero yo tengo mis dudas. Si alguien me diera a elegir entre una cartera de inversión de capital riesgo con Supermercados ABC, Laboratorios MNO y Moda XYZ, todas ellas compañías no cotizadas, y una cartera de acciones corriente y moliente con Carrefour, Grifols e Inditex (Zara), ¿con cuál crees que me quedaría? Las empresas cotizadas, sin dudarlo, por transparencia y liquidez.

Aunque esto escapa un poco al alcance de este capítulo, no está de más que sepas que en España, las sociedades y los fondos de capital riesgo están regulados por ley. Además, pueden ser de régimen común o simplificado. En el caso del régimen simplificado, la colocación del fondo entre inversores debe realizarse con carácter estrictamente privado, es decir, sin actividad publicitaria, y el importe mínimo por inversor son 500.000 euros, estando limitado el número de accionistas a 20 (excluyendo inversores institucionales y administradores). En el caso de las de régimen común —en las que nosotros podríamos invertir— es la CNMV la que supervisa toda la actividad del fondo de capital riesgo, tienen la obligación de presentar auditoria anual y, a diferencia de las de régimen simplificado, unos criterios mucho más estrictos en cuanto a diversificación de inversiones y niveles de liquidez mínimos.

## Incluye inversiones alternativas en tu cartera

Si revisas las carteras modelo de cualquier entidad financiera verás muy poca exposición a inversiones alternativas. Incluso circula poca información sobre inversiones de esta naturaleza. Es decir, aunque este tipo de inversiones nos ayuda a reducir el riesgo de las carteras y a obtener resultados positivos aun cuando los mercados no funcionan del todo bien, lo cierto es que nos cuesta incorporar esta clase de activos. ¿Por qué?

El motivo número uno es la dificultad de comprensión que entrañan los activos alternativos. En 2010, la plataforma de fondos Morningstar y la revista financiera *Barron's* hicieron una encuesta entre inversores institucionales (fondos de inversión, compañías de seguros, *endowments*, gobiernos, etc.) y asesores financieros en la que el 70 % de los encuestados indicaba que las inversiones alternativas iban a ser tan importantes como las inversiones tradicionales en los próximos años, pero, a la vez, el 40 % de los asesores consideró que “la falta de comprensión” era la principal barrera para invertir en estos activos.

En los clientes de mayores rentas (con un patrimonio invertido por encima de un millón de dólares), aproximadamente el 10 % de la cartera se invierte en activos alternativos, sin incluir inmuebles, que supone otro 20 % (según un informe de la consultora Capgemini-RBC Wealth Management).

En mi opinión, algunos de los motivos que alejan al inversor particular de las inversiones alternativas son:

- ✓ Desconocimiento general de este tipo de inversiones: no las conoce el público ni tampoco los profesionales, salvo los mejor cualificados, que son pocos a nivel de red comercial.
- ✓ Sesgo excesivo del sector financiero hacia la venta de fondos de inversión en detrimento de otros vehículos más direccionales, como los ETF: los fondos pueden tener dificultades para tomar exposición a determinadas inversiones alternativas. Una empresa de minas de oro, que es lo que puede comprar un fondo, no es lo mismo que un lingote de oro, que sí lo puede comprar un ETF.
- ✓ Falta de formación de los gestores nacionales: la industria de inversión alternativa española está en pañales respecto a la del mundo anglosajón.



Después de hablaros de los fondos de inversión alternativos, voy a daros mi opinión y deciros, claramente, si los recomiendo a un inversor particular o no. Por descontado, todo depende del perfil de riesgo del inversor, de sus objetivos, de su horizonte temporal y del momento de mercado en el que se

encuentre. Pero esto es lo que yo haría:

- ✓ **Inversión inmobiliaria.** Claramente sí. La mejor vía son los fondos de inversión indirecta. En la plataforma de fondos Morningstar ofrecen seis categorías para elegir (inmobiliario indirecto Asia, Europa, global, Norteamérica, zona euro y otros).
- ✓ **Hedge funds.** Te los recomiendo si vas a estudiártelos muy bien. Es la categoría más versátil y la que ofrece mayores posibilidades de conseguir descorrelación en tu cartera tradicional de bonos y acciones, pero a la vez es la más compleja. No te molestes en preguntar sobre productos *hedge* en tu oficina bancaria porque te llevarás un chasco. Vuelvo a Morningstar, tienes unas 23 categorías de producto *hedge* (17 subcategorías con la etiqueta “alternativos”, *market-neutral*, *long-short*, *multistrategy*, *trading*, etc.). Ve con cuidado porque esto es complejo, es difícil y el precio por equivocarse es muy alto. No te pongas a perseguir rentabilidades. O entiendes al ciento por ciento el modelo de gestión que sigue el fondo o será mejor que no inviertas por mucho que te guste.
- ✓ **Materias primas.** También es una categoría que recomiendo, pero no para tener de forma permanente en cartera. Son muy cíclicas. Encajan en coyunturas inflacionistas cuando el ciclo económico empieza a mejorar. Otras, como el petróleo y el oro, han tomado tal importancia que se podría decir que cada una conforma una verdadera clase de activo. El vehículo de inversión ideal son los ETF o fondos cotizados y, para los muy expertos, futuros (y repito, he dicho “muy expertos”).
- ✓ **Private equity.** No me parece una opción que aporte valor a la cartera de un inversor particular. Que pueda ser una buena inversión para un inversor institucional no quiere decir que lo sea para ti.



Incluye inversiones alternativas en tu cartera pero poco a poco, con mucho análisis previo y, por favor, solo aquello que sepas perfectamente cómo funciona y cómo puede aportarte valor.

## **Parte III**

# **¿Qué envoltorio te gusta más? Productos financieros**

## **En esta parte...**

En la segunda parte del libro hemos visto las distintas clases de activos financieros en los que puedes invertir: liquidez o efectivo, bonos, bolsa e inversiones alternativas. En esta parte te mostraré cómo adquirir esos activos para tu cartera.

Seguramente habrás oído hablar tanto de producto financiero como de vehículo de inversión o incluso de “paquetizar” la inversión, en el sentido de cómo “empaquetar” el activo en el que se quiere invertir.

Pues bien, es un error común decir primero “voy a invertir en fondos” y luego buscar qué clase de activo tiene que “rellenar” el fondo. El proceso correcto es justo al revés: primero debes saber en qué activo quieras invertir y luego ya buscarás el vehículo de inversión que mejor se adapte a él. Así de fácil, o no...

¿Listo para entrar en el tempestuoso mundo de los productos financieros? Pues adelante. El rey de los productos financieros, el fondo de inversión, te está esperando.

## Capítulo 8

---

# Los fondos de inversión

---

### En este capítulo

- ▶ Cómo funciona un fondo de inversión
  - ▶ Verdades y mentiras sobre los fondos de inversión
  - ▶ Cómo elegir un buen fondo
- 

“La mayoría de los inversores quiere hacer hoy lo que funcionó ayer.”

ANTHONY BOLTON (gestor de Fidelity Funds)

Estás convencido, y nada ni nadie hará que te eches atrás: has decidido convertirte en inversor particular. Ahora bien, ¿cómo vas a invertir tu dinero? Ante ti se abren dos caminos, que pueden ser complementarios, pero en cada decisión de inversión que tomes deberás decidirte por uno: me refiero a la inversión directa y a la inversión colectiva.

### Juan Palomo o donde va Vicente

Este primer apartado no es exclusivo de los fondos de inversión. Es una idea general previa, válida para cualquier estrategia de inversión que desarrolles. Se trata de decidir si vas a invertir por tu cuenta de forma individual o si vas a optar por un producto financiero que invierta de manera colectiva (muchas personas, muchos activos); vamos, si vas a invertir estilo Juan Palomo, y tú te lo guisas y tú te lo comes, o harás como Vicente: donde va la gente. En otras palabras, puedes acceder a una inversión de forma directa o hacerlo de forma colectiva, modalidad en la que el instrumento rey son los fondos de inversión.

- ✓ **La inversión directa.** Como su nombre indica, se trata de comprar directamente las acciones y bonos que más te gusten. Una cartera de inversión directa estaría formada, por ejemplo, por acciones de BBVA, acciones de Repsol, acciones de Iberdrola y Bonos del Estado a 3 y 5 años. Sus ventajas son:

- Es un traje a medida. Tú has elegido unas inversiones muy concretas, que son las que más te gustan.
- Es barato. No pagas comisiones de gestión, solo comisiones transaccionales (compraventa), que son muy bajas.

Las desventajas son:

- En general, suelen ser carteras poco diversificadas (a no ser que tengas una pasta larga que te dé para diversificar correctamente).
- No tienen las ventajas fiscales de los fondos.

✓ **La inversión colectiva:** Este tipo de inversión consiste en juntar el dinero de muchas personas en un producto financiero (como un fondo de inversión) para invertir según una estrategia previamente establecida. Las ventajas son:

- Diversificación; en el ejemplo de la inversión directa teníamos tres acciones, en un fondo de inversión podemos tener varias decenas o cientos de acciones.
- Gestión profesional: detrás de un producto de inversión colectiva siempre hay un gestor profesional.
- Ventajas fiscales: las tienen los fondos como verás en este mismo capítulo a través del diferimiento de las pérdidas y ganancias.

Y alguna desventaja tiene que tener:

- Pagas un coste por ello y, como verás más adelante, a veces no está del todo justificado

## Y sin más preámbulos... los fondos de inversión



Un fondo de inversión es una Institución de Inversión Colectiva, IICs, sin personalidad jurídica. La otra IIC recogida en el ordenamiento jurídico español son las sicav (Sociedad de Inversión de Capital Variable), que sí tienen personalidad jurídica. Aunque su funcionamiento operativo apenas difiere de los fondos, su uso se ha centrado casi exclusivamente en operaciones de banca privada.

A efectos legales, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva establece que, de forma exclusiva, las instituciones de inversión colectiva revestirán la forma de sociedad de inversión (sicavs) o de fondo de inversión. Jurídicamente es así, lo dice la ley, pero piensa que un plan de pensiones funciona, a efectos financieros, como una inversión colectiva, y un ETF (fondo cotizado, que te explico en el

capítulo 15), en lo que respecta a diversificar la cartera, que es lo más importante, también.

## El fin del mito de las sicav

Ya que han salido las sicav y como seguramente habrás leído en prensa titulares sobre ellas, me parece interesante aclararte algunas cosas para que no te confundas:

- Una sicav o Sociedad de Inversión de Capital Variable no es más que uno de los formatos principales que ofrece la ley para constituir una institución de inversión colectiva (la otra son los fondos).
- En todos los aspectos relevantes (política de inversiones y fiscalidad) funciona exactamente igual que un fondo. La principal diferencia es jurídica (las sicavs tienen personalidad jurídica, como cualquier otra sociedad anónima, mientras que los fondos de inversión no).
- La tributación de una sicav en el Impuesto de Sociedades es exactamente la misma que un fondo de inversión: un 1 %.
- La tributación de los beneficios que obtiene en una sicav una persona física residente es la misma que en los fondos: tributan por IRPF en la base imponible del ahorro, exactamente a los mismos tipos de gravamen.
- Entonces, ¿por qué algunos inversores de altos patrimonios quieren tener una sicav? Porque el accionista mayoritario puede gestionar la cartera de la sicav según sus preferencias personales, dentro de los límites legales de diversificación de las inversiones que verás más adelante. Recuerda que hay un consejo de administración que puede determinar qué política de inversión quiere seguir. Y, no nos engañemos, porque tener una sicav es una forma de diferenciarse de la masa.
- No confundas las sicav “privadas”, controladas por una persona o familia (lo habitual es que tenga más del 98 % de la sicav), de las sicavs “masivas o abiertas”, que funcionan como fondos y cuyo patrimonio es propiedad de cientos o miles de inversores. La mayor parte de fondos internacionales en los que inviertas tendrán la forma jurídica de sicav.

Relacionar sicavs con alta rentabilidad es un mito. La rentabilidad promedio de los fondos de inversión de calidad es bastante más alta que la de las sicavs. Como botón de muestra,

la rentabilidad media en 2013 de las 10 sicavs más rentables entre las más grandes (artículo publicado en *Cotizalia* el 31 de enero de 2014) fue de un 12.44 %, en tanto que los fondos mixtos (que invierten tanto en bonos como en bolsa), tan accesibles y de marcas tan poco glamurosas como la de la aseguradora Fondmapfre Diversificación FI, dio un 15.4 % (sin mínimos de entrada). Y un *pata negra* como el fondo Bestinver Mixto Internacional FI dio un 24 % (este sí que pide un mínimo de 6.000 euros para entrar).

## La cara oculta de los fondos



Te lo digo ya: considero que los fondos son uno de los mejores vehículos de inversión que existen y, para un particular, son imprescindibles. Te los recomiendo al ciento por ciento.

Pero en la vida cotidiana no es oro todo lo que reluce. Tampoco en los fondos. Por eso, antes de contarte sus maravillas, creo que es interesante señalar algunos elementos menos positivos asociados a ellos.

El estudio “Rentabilidad de los fondos de inversión en España 1998-2013”, realizado por los prestigiosos profesores del IESE Pablo Fernández, Pablo Linares y Pablo Fernández Acín, y publicado en enero de 2014, afirma, entre otras cosas:

- ✓ La rentabilidad anual media del Ibex en el periodo diciembre 1998-diciembre 2013 fue del 4,0 %, y la rentabilidad media de los bonos del Estado a 15 años, del 4,39 %.
- ✓ El universo de estudio fueron 614 fondos con 15 años de historia cuya rentabilidad media en el periodo de estudio fue del 1,98 %.
- ✓ Solo 26 fondos de los 614 superaron la rentabilidad del bono a 15 años.
- ✓ Solo 38 fondos de los 614 superaron la rentabilidad del Ibex 35.
- ✓ 52 fondos de los 614 tuvieron una rentabilidad promedio ¡negativa!

¿Sabes por qué empiezo este capítulo en un tono tan negativo? Para que tengas muy presente este estudio y hagas a fondo los deberes a la hora de escoger buenos fondos. Te va la vida (financiera) en ello.

Date cuenta de que, más allá de la publicidad del sector financiero, y de lo bien que pueda estar diseñado el producto (que lo está), seleccionar buenos fondos a largo plazo no es nada fácil. El estudio que te comento te está diciendo que, en ese periodo y sobre el universo de fondos estudiado (fondos con 15 años de historia), los gestores que batieron al mercado (que para eso y nada más que eso pagas la comisión de gestión) fueron muy pocos: solo un 4,23 % (26 de los 614) batieron a la deuda pública a 15 años, y solo un 6 % batíó al Ibex 35.



Por cada fondo bueno hay muchos malos. Estate muy atento cuando selecciones en qué fondos de inversión vas a invertir tu dinero.

## Voy a invertir en un fondo



Imagínate que te pones de acuerdo con tus nueve mejores amigos para

poner 1.000 euros cada uno en una cuenta para invertir. Tendréis en total 10.000 euros (tus nueve amigos y tú, diez). Como uno de tus amigos es muy listo y sabe mucho de inversiones (si fuera tan listo probablemente no estaría haciendo el tonto con cuentas de amiguetes, pero para el ejemplo nos vale), él decidirá lo que debe hacerse en cada momento, mientras que otro amigo, que es muy serio y ordenado, se ocupará de controlar la cuenta y gestionar las órdenes de compraventa que le dé el listo.

Felicidades, acabas de fundar un minifondo de inversión. Los partícipes son los diez amigos, el que sabe es la sociedad gestora y, el serio y ordenado, el depositario.



Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva; es un patrimonio común sin personalidad jurídica propia que reúne a un número elevado de inversores o partícipes (el mínimo legal son 100) que quieren invertir su dinero (un mínimo de 3 millones) en la clase de activos en los que invierte el fondo.

Ahora que ya sabes qué es un fondo de inversión, te voy a explicar qué características lo distinguen:

- ✓ **Gestión profesional:** detrás de las decisiones del fondo hay una sociedad gestora compuesta por profesionales que siguen y analizan los mercados con el fin de tomar decisiones de inversión de forma metódica.
- ✓ **Diversificación:** si tienes 3.000 euros para invertir, poca diversificación podrás hacer. Pero si inviertes tus 3.000 euros en un fondo que tiene 75 activos en su cartera, conseguirás una cartera de inversión diversificada. Todo en un único producto y con valoración de tu cartera a diario, pues los fondos publican su valor liquidativo todos los días, a excepción de los inmobiliarios y los *hedge* (puedes repasar qué es un *hedge* en el capítulo 7).
- ✓ **Tiempo:** imagina que has decidido que una parte de tu cartera será de renta fija europea (te hablo de ello en el capítulo 4). Con la inversión directa, tendrías que buscar los bonos de toda Europa, país a país, emisor a emisor, que mejor se adapten a tu cartera. Es un trabajo que, en caso de tener la suficiencia técnica para llevarlo a cabo, te ocuparía muchísimo tiempo. En cambio, si inviertes a través de un fondo, tu trabajo se limitará a escoger el más adecuado. Es el gestor del fondo, es decir, alguien profesional, quien hará el trabajo de analizar países y emisores.
- ✓ **Fiscalidad:** los fondos tienen un trato fiscal ventajoso frente a la inversión directa.
- ✓ **Acceso a cualquier mercado:** si quieres comprar acciones coreanas ¿cómo

lo haces? Es posible, pero no fácil. Es caro, y además no tienes ni idea de acciones coreanas. Los fondos te permiten optar a cualquier activo en cualquier parte del mundo.

Según datos de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (Inverco) de noviembre de 2014, el patrimonio total de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) en España era de 313.768 millones de euros, con un incremento desde diciembre de 2013 de 62.400 millones (casi un 25 % más). Este patrimonio estaba repartido entre 8 millones de inversores, 1,5 millones más que el año anterior (consulta la tabla 8-1).

**Tabla 8-1. Datos de Inverco (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva), noviembre 2014**

<b>Tipo de IIC</b>	<b>Patrimonio en millones €</b>	<b>% Variación 2014</b>	<b>Participes</b>	<b>% Variación 2014</b>
Fondos de Inversión	193.435	25,8	6.388.277	25,2
Sicavs	32.374	15,6	436.892	6,8
IIC Inmobiliarias	3.958	-13,6	5.081	-27,1
IIC Extranjeras	84.000	29,2	1.263.669	18,4
Total	313.768	24,8	8.093.919	22,9

## ¿Cómo quieras la arquitectura, abierta o cerrada?

No hace tanto tiempo, solo podías invertir en los fondos de tu propio banco. Si eras cliente de La Caixa, solo tenías acceso a los fondos de La Caixa y si eras cliente de BBVA, pues lo mismo.

La banca privada anglosajona nos enseñó que hay vida más allá de los productos del propio banco del que somos clientes y que se puede invertir en productos financieros fabricados por otros bancos y gestoras. Y esa forma de invertir, que se ofrecía solo a determinados clientes, hoy es una tendencia mundial que también ha llegado al inversor de a pie.

Y precisamente eso es lo que llamamos arquitectura abierta, la posibilidad de acceder a multitud de fondos de inversión a nivel mundial

Pero el exceso de oferta conlleva un problema en la toma de decisiones. En la web de la banca privada del Santander se puede leer la siguiente oferta: “... ponemos a su disposición la posibilidad de contratar más de 18.000 Fondos de Inversión, tanto nacionales como extranjeros, de más de 350 gestoras”. Lo

primero que puedes pensar es “Oh, que bien, cuánta oferta para elegir”. Y yo te digo: ¿tienes idea de cómo valorar 18.000 fondos de inversión”.

La solución viene a través de las denominadas “short list”, que son una selección que hacen los especialistas del banco por ti y limitan esos miles de fondos a una lista manejable de 70 a 100 fondos, más o menos. En lenguaje comercial verás esa lista como “fondos recomendados”.



En general te recomiendo que te circunscribas a la lista de fondos recomendados, pero si tienes interés en hacer un inversión concreta a través de un fondo concreto que no está en esa lista ¡pídelo! Al fin y al cabo es tu dinero el que está en juego.

## Cómo se gana o se pierde dinero con un fondo

A veces oigo afirmaciones, tanto de inversores como de profesionales, que carecen de sentido. Una de ellas es: “Yo no invierto más en fondos porque perdí mucho con ellos”. Otra, que posiblemente te suene, afirma: “Si usted quiere ganar dinero de verdad, invierta en fondos”. La expresión “invertir en fondos” relacionada con ganar o perder dinero tiene poco sentido. Un fondo per se no es más que un envoltorio jurídico-fiscal que permite agrupar el dinero de mucha gente y gestionarlo de forma profesional con una fiscalidad ventajosa.



Lo que hace que ganes o pierdas dinero utilizando fondos como vehículo de inversión son otros factores:

- ✓ **Acertar con los mercados que van a dar rentabilidad y con la vocación inversora del fondo:** la vocación inversora del fondo es en qué clase o clases de activos va a invertir el gestor: bonos o bolsa.
- ✓ **El estilo de inversión del fondo:** dentro de los fondos de bolsa encontramos fondos de valor, fondos de crecimiento, fondos de pequeñas compañías... ídem con bonos: bonos emitidos por gobiernos, bonos emitidos por empresas, bonos a corto plazo, bonos a largo plazo, *high yield*... Dentro de cada categoría hay múltiples opciones (si quieres profundizar más, en el capítulo 4 te hablo de la renta fija y, en el 5 y 6, de la bolsa y sus distintos estilos de inversión).
- ✓ **La calidad de los gestores:** como casi todo en la vida, hay pocos muy

buenos, hay pocos muy malos y hay muchísimos del montón. El efecto rebaño manda: buena parte de los gestores de fondos prefieren la comodidad del rebaño a jugársela; no vaya a ser que la cosa salga mal.



Si quieras saber mi opinión, para mí el primer factor es, con diferencia, el más importante: acertar con los mercados que van a dar rentabilidad y emplear un fondo con la vocación inversora que recoja ese mercado. Si la categoría “renta variable americana” es la que sube y da un 10 %, el mejor gestor conseguirá un 14 % y el peor gestor un 5 %. Incluso el gestor que es un desastre subirá y te dará rentabilidad positiva.

Supón ahora que, en vez de Estados Unidos, has escogido Japón, y ese mercado cae un 20 %. Como sabes mucho de fondos, has hecho los deberes y has elegido al mejor gestor de bolsa japonesa, que solo ha caído un 8 %. El peor gestor del mejor mercado ha ganado un 5 % y el mejor gestor del peor mercado ha perdido un 8 %. O sea, eres un buen seleccionador de fondos (a fin de cuentas, has escogido el mejor fondo de Japón), pero te has equivocado con el mercado... ¿qué prefieres?

## Fondos para todos los gustos

Aunque puedan existir otros criterios (como la zona geográfica), la clasificación más habitual por lo que se refiere a los fondos se hace según la vocación inversora del fondo, esto es, según el tipo de activos financieros en los que invierte el fondo: renta fija y renta variable, y en qué proporciones.

Según el activo financiero en el que invierte, las clases básicas de fondos son:



- ✓ **Renta fija:** invierten el ciento por ciento del patrimonio en bonos. Cuando son bonos a menos de 18 meses de vencimiento, hablamos de “fondos monetarios” y se equiparan a la liquidez.
- ✓ **Renta variable:** invierten el ciento por ciento del patrimonio en bolsa.
- ✓ **Mixtos:** forman, por sí mismos, una cartera completa de inversión. Hay mixtos de renta fija, en los que el porcentaje de renta fija es superior a la renta variable, y mixtos de renta variable, donde la proporción de bolsa es mayoritaria.
- ✓ **Globales:** no está limitada la política de inversión. El gestor tiene

discrecionalidad para gestionar la vocación inversora del fondo en función de su visión del mercado.

Pero hay más, porque en función de los mercados en que invierta el fondo, es posible diferenciar dos grandes categorías:

- ✓ **Euro:** encontrarás fondos de renta fija euro, renta variable euro, renta fija mixta euro y renta fija variable euro.
- ✓ **Internacional:** aquí se agrupan todos los no-euro.

## La divisa, menudo lío



Hay un lío tremendo con el efecto divisa en los fondos y es un aspecto muy importante en la gestión de carteras de fondos. El efecto divisa (riesgo divisa o riesgo de cambio) son las fluctuaciones que se producen entre el valor del euro —la divisa que usas para invertir— y el resto de divisas mundiales que incidirán en tu cartera a la alza o a la baja.

Debes diferenciar entre:

- ✓ **Divisa en que está denominado el fondo:** divisa en que se valora a diario el valor del fondo. Un fondo denominado en euros se valora a diario en euros, un fondo denominado en dólares se valora a diario en dólares.
- ✓ **Divisa en la que invierte el fondo:** se relaciona con los activos que compra el fondo. Un fondo de bolsa japonesa invierte necesariamente en yenes porque las empresas japonesas cotizan en yenes. Pasa lo mismo con un fondo de bolsa india en rupias o un fondo de bolsa brasileña en reales. Por aquí entra el riesgo de cambio o riesgo divisa.



Aunque veas que tu fondo está denominado en euros, si invierte en mercados no-euro seguro que presenta riesgo de divisa, ya que, necesariamente, está comprando activos denominados en otras divisas.

El riesgo de divisa puede ser cubierto (consiste en eliminar el impacto del cambio entre divisas y existen distintas formas de hacerlo, ya sea por medio de contratos a plazo o productos derivados) y es evidente que la cobertura de la divisa es uno de los aspectos relevantes en la gestión de un fondo que invierta a nivel

internacional. Hay fondos que nacen con la misión de tener la divisa cubierta. En esos casos, la denominación del fondo suele incluir la expresión *hedge* (*cobertura*; ojo, no lo confundas con un *hedge fund*, que no tiene nada que ver). En los fondos tradicionales, el apellido *hedge* significa que tienen el riesgo de divisa cubierto), como pasa en el Blackrock-Japan Flexible Equity Fund Hedged A2 EUR, un fondo que siempre tendrá cubierto el riesgo divisa del yen. En otros fondos es más complicado encontrar esta información. Por ejemplo, Bankinter Índice Japón FI dice en los datos fundamentales al inversor que “normalmente la exposición —a la divisa— no superará el 15 %”, pero hay que leer con cuidado lo que nos dice la gestora.

En las grandes casas de fondos es habitual que ofrezcan, de la misma cartera de inversión (es decir, del mismo fondo), la posibilidad de tener la inversión denominada en distintas divisas. Así, se puede encontrar, por ejemplo, un fondo de bolsa mundial que ofrezca la posibilidad de contratarlo en euros, en dólares o en libras esterlinas.

## En los fondos también hay clases

La gran estrella de la banca española de los últimos años han sido los fondos garantizados, últimamente sustituidos por los fondos con objetivo de rentabilidad. ¿Te interesa saber en qué consisten? Seguro que sí.



Como su nombre indica, un *fondo garantizado* garantizaba a vencimiento el capital invertido y, en ocasiones, una rentabilidad mínima. En él, el beneficio potencial estaba vinculado a la evolución de un mercado concreto. Hasta ahí bien. Pero había un problema, y es que la emisión de la garantía consumía capital de los bancos, y dado que el horno de los bancos no está para bollos, se crearon los fondos con objetivo de rentabilidad, que no consumen recursos porque no hay garantía alguna. Son fondos construidos, en general, como un producto estructurado. Si la rentabilidad es variable en función de un índice, es un producto de renta fija con opciones. Si ofrecen una rentabilidad prefijada, no son más que un fondo de renta fija a vencimiento.

Pero hay que ir con cuidado con los nombrecitos porque la CNMV ha obligado a indicar expresamente que “este fondo no tiene garantía de un tercero, por lo que ni el capital ni la rentabilidad están garantizados”.

Dicho esto, te estarás preguntando por qué estos fondos son un producto estrella de las redes bancarias. Pues por la sencilla razón de que el entorno de tipos de

interés es muy bajo, y no requieren esfuerzo de entendimiento ni de seguimiento por parte del inversor que lo compra, ni tampoco para el comercial bancario que lo vende. En general, y salvo fondos construidos con activos de baja calidad crediticia que puedan dar algún susto, a vencimiento se debería recuperar el ciento por ciento de la inversión (los más agresivos garantizan el 95 % de la inversión, esto es, se perdería como máximo un 5 % a cambio de mayor rentabilidad potencial), más el rendimiento que prometía el fondo.

Si hay un aspecto que no me gusta de estos fondos es que, si bien las comisiones del primer año (cuando se fabrica el fondo) están justificadas, las del resto de años (hasta 4 y 5 años más) son excesivas, teniendo presente que la gestora del fondo no hace prácticamente nada. Es el precio de querer acotar la incertidumbre y no invertir en fondos tradicionales asumiendo las oscilaciones del mercado.

## Cómo funciona un fondo de inversión

Volvamos ahora al ejemplo de la cuenta que abriste con tus nueve amigos, incluido ese amigo listo que decidía qué activos comprar para el fondo y el ordenado que controlaba lo que hacía el listo. También habíamos visto que un fondo de inversión es un montón de dinero (recuerda que el mínimo son 3 millones de euros) que pertenece a mucha gente distinta que quiere que se lo inviertan de una manera concreta.

El DFI, o Datos Fundamentales para el Inversor, junto con el último informe semestral del fondo, te darán toda la información relevante que necesitas conocer antes de invertir en un fondo. Es obligatorio que te lo entreguen antes de hacer la primera operación (suscripción) en un fondo.

Los Datos Fundamentales para el Inversor, o DFI (en los fondos internacionales verás KID o *Key Investor Document*) es un documento de unas dos páginas (máximo tres si son fondos estructurados) previamente analizado y autorizado por la CNMV. Además de los datos identificativos e información legal que precises lo importante es que, de forma muy resumida y muy exacta, te dirá cuál es:

- ✓ **La categoría del fondo:** la vocación inversora con detalle, si es renta fija a corto plazo en euros, si es un mixto de renta variable internacional, si es un global, etc.
- ✓ **La política de inversión:** una descripción detallada de lo que realmente hace el fondo.
- ✓ **El objetivo de gestión:** si el fondo tiene o no un índice de referencia.
- ✓ **El perfil de riesgo:** fundamental. La CNMV tiene una escala de riesgo que va de 1 a 7. 1 es el riesgo menor (que no quiere decir que no tenga riesgo; lo

tiene, pero poco) y 7, máximo riesgo.

- ✓ **Los costes del fondo:** se publica la ratio de gastos totales (TER o *Total Expenses Ratio*), además de las comisiones directas.



Entre el informe semestral y el DFI, te sugiero que prestes más atención al DFI. Fíjate que digo “prestar atención”, no “leer”. Es decir, coge papel y lápiz, toma notas y comprende los aspectos básicos de la política de inversión. La normativa legal no permite ventilar la política de inversión en una única línea generalista, por lo que se extiende por media página de explicaciones que incluyen todo lo que debes saber del fondo: qué límites de exposición a cada clase de activo puede tener y qué tipo de activos busca (pequeñas compañías o grandes compañías; si es de renta fija, qué tipo de bonos puede comprar, etc.). También te dirá si cubre o no la divisa y cualquier especificidad relacionada con la política de inversión. El informe semestral tiene un enfoque más contable y te proporcionará el balance del fondo, la cartera del fondo detallada y el número de participaciones, entre otros datos, pero para conocer lo que hace el fondo no hay nada como el DFI.



Cuando suscribas un fondo por primera vez te tienen que entregar obligatoriamente el DFI y el último informe semestral. Si, además, lo solicitas expresamente, también te tendrán que entregar el folleto del fondo y el último informe anual y/o trimestral. En mi opinión, con el DFI tienes lo justo y necesario siempre y cuando lo trabajes a fondo.

## La administración de mi fondo

Llega el momento de administrar el fondo. Pues bien, en este apartado hay tres figuras fundamentales que debes conocer como si fueran de la familia. Son las siguientes:

- ✓ **La sociedad gestora:** su función es desarrollar la vocación inversora del fondo. Para no liarnos, es la que dice, dentro de la política de inversión del fondo, lo que hay que hacer. Si es un fondo de bolsa española, es la que decidirá qué acciones compra y cuáles vende. En otras palabras, es la mente pensante del fondo, y de sus buenas decisiones depende la rentabilidad del fondo. Sigue la evolución del fondo a diario y toma las decisiones sobre la política de inversión prefijada. De tu grupo de amigos, es el listo.

- ✓ **El depositario:** como su nombre indica, es donde se depositan los activos que compra la gestora, es decir, es el que responde de la existencia de dichos activos. Ejerce una función de custodia y control sobre la gestora. En el ejemplo de tus amigos, es el serio y ordenado. En general, si compras fondos de la gestora de un banco, el propio banco actúa como depositario.
- ✓ **El auditor:** aunque a veces tiende a olvidarse esta tercera figura, los fondos de inversión se auditán anualmente, igual que pasa con cualquier empresa. De ese modo se refuerza la seguridad de los inversores.

Lo mismo, con nombres y apellidos



Un buen fondo que hay en España, no vinculado a ningún banco, nos servirá para entender en qué consisten estas tres figuras de las que te he hablado. O, al menos, para ponerles nombre y apellidos. Me refiero al Bestinver Bolsa FI:

- ✓ **La sociedad gestora:** Bestinver Gestión, una SA SGIIC (Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva). Sus decisiones determinan el comportamiento del fondo, pues debe aplicar la política de inversión estipulada.
- ✓ **El depositario:** Santander Investment, S. A., que, como su nombre indica, es una empresa que forma parte del grupo Banco Santander. Es aconsejable que el depositario tenga buen nombre, que sea fiable. Si el depositario fuese el Banco del Coral Rojo de un ignoto e impronunciable país que ni sabes situar en el mapa, los chicos de Bestinver lo seguirían haciendo igual de bien, pero ¿estarías tan seguro de que tu dinero está donde dicen que está? Por eso yo prefiero que el depositario sea el Santander antes que el Coral Rojo. Por supuesto donde dice Santander puedes poner cualquier otra entidad española o internacional de confianza: BBVA, La Caixa, BNP, Sabadell, Popular, Deutsche, Société...
- ✓ **El auditor:** KPMG, uno de los líderes mundiales del sector.

En este caso, al ser una gestora independiente (no vinculada a grupos bancarios), la separación de funciones es absoluta. Si el fondo es de una entidad financiera, el depositario, por lo general, es la propia entidad financiera.

## Los intríngulis de las participaciones

El patrimonio de un fondo de inversión se divide en participaciones. Cuando invertimos es una sicav internacional (recuerda que la mayor parte de fondos

internacionales tienen esa forma jurídica), se divide en acciones. Es un mero tecnicismo. Cuando inviertes en un fondo se dice que “suscribes participaciones” y, cuando lo vendes, que “reembolsas participaciones”.

La participación es la unidad de inversión del fondo (el patrimonio del fondo se divide en participaciones), por eso, como inversor de un fondo, eres partícipe.

El fondo calcula a diario el valor liquidativo de la participación, lo que vale tu inversión, y lo hace según esta sencilla fórmula:

$$\text{Valor liquidativo} = \frac{\text{patrimonio total del fondo}}{\text{número de participaciones}}$$

Imagina que un fondo tiene un patrimonio de 8.577.353 euros y está dividido entre 5.321.450 participaciones. El valor de la participación será de  $8.577.353 / 5.321.450 = 1,61184$  euros  $\approx 1,61$  (se expresa con dos decimales).

Ten en cuenta que el valor liquidativo ya lleva deducidos los costes del fondo. Todos los días se repercute la parte proporcional de comisiones y gastos, por lo que tu valor liquidativo está libre de comisiones (salvo la de reembolso, si fuese el caso).



No confundas el funcionamiento de las participaciones de los fondos (idem acciones fondos internacionales) con la compra de acciones de empresas cotizadas en bolsa. En un fondo puedes invertir dando la orden en unidades monetarias “compro 1.000 euros que me dan para 621,11 participaciones” (caso anterior). Pero a la bolsa no puedes ir a comprar “1.000 euros de acciones”, sino que tienes que ordenar un número concreto de acciones. En otras palabras, no puedes comprar 250,37 acciones de Telefónica; o compras 250 o compras 251.



La rentabilidad de tu inversión se calcula a través de la diferencia de los valores liquidativos con la fórmula de la rentabilidad simple que te expliqué en el capítulo 2:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Valor liquidativo final} - \text{Valor liquidativo inicial}}{\text{Valor liquidativo inicial}} \times 100$$

## Las dudas del inversor conservador

En un entorno de tipos de interés tan bajo como el actual, donde los depósitos a plazo fijo rentan un 1 % anual en el mejor de los casos, son muchos los ahorradores que se están convirtiendo en inversores y al vencimiento de sus depósitos están contratando fondos por recomendación de su banco.

El problema para buena parte de estos ahorradores reconvertidos “a la fuerza” en inversores es que entender cómo funcionan los mecanismos de rentabilidad de un fondo les es complicado. Antes, cuando contrataban un depósito sabían de antemano qué rentabilidad iban a obtener al vencimiento y ahora se encuentran con que esto del fondo: primero no tiene vencimiento y segundo a la pregunta ¿Y esto qué da?, su gestor bancario le tiene que responder que “depende” y que “más o menos le podrá dar tanto”. No es lo mismo, y vuelvo a insistir (una vez más) en que es preciso entender los mecanismos de los productos en que se invierte.

Lo más parecido a la inversión en depósitos a plazo fijo (y que me perdona la CNMV por la herejía) son los fondos con objetivo de rentabilidad (de los que te he hablado en este capítulo, en el apartado “En los fondos también hay clases”), y de ahí su éxito. Requieren poca cultura financiera y son fáciles de comprender. Tal como lo digo puede sonar mal, pero si es de verdad la inversión que a ti te encaja pues eso... es la que te encaja y no hay que darle más vueltas.

Un ejemplo sería un fondo de rentabilidad objetivo que invierte en renta fija y que ofrece un 2,05 % TAE si está cuatro años invertido y, por supuesto, no quiebra ninguno de los activos del fondo, que en este caso no son otra cosa más que bonos. Ni se hablará de gestión de carteras, ni de distribución de activos, ni de horizonte temporal (salvo los cuatro años de vencimiento), ni casi de perfil de riesgo. Al final se acabará hablando de este fondo como si de un depósito se tratara. Y esto, al final, ¿cuánto da?

Imagina que nuestro fondo, que hemos comprado a 1,61 euros la participación, ha ido bien y ha subido a 1,84 euros la participación. Tu rentabilidad será:  $(1,84 - 1,61) / 1,61 = 0,1428 = 14,28\%$ .

### Acumular o tomar

Algunas gestoras ofrecen, dentro del mismo fondo, dos formas de acceder a la rentabilidad:

- ✓ **Fondos de acumulación:** tanto el incremento de valor de los activos como los ingresos que generan las inversiones del fondo (dividendos de acciones y cupones de bonos) se quedan dentro del fondo, incrementando el valor liquidativo de este a lo largo del tiempo.
- ✓ **Fondos de distribución o de reparto:** distribuyen de manera periódica un dividendo entre sus partícipes. Lo más habitual es un pago trimestral.



Todavía hay una oferta muy escasa de fondos de distribución y de hecho se han lanzado más como una respuesta comercial para competir contra los

depósitos a plazo. Si estás invertido en un buen fondo y no necesitas esos ingresos periódicos lo mejor que puedes hacer es invertir en modo acumulación y dejar que el dinero siga trabajando para ti.

## Todo fondo tiene un coste

Como se dice por ahí, “todo en esta vida tiene un precio” y en el caso de los fondos vienen con el nombre de *comisiones*. Las dos comisiones más comunes que encontrarás en todos los fondos son:

- ✓ **Comisión de gestión:** la que cobra la gestora por realizar la gestión del capital invertido en el fondo. Están limitadas por la ley. Si se cobra sobre patrimonio, el máximo es el 2,25 % anual; si es sobre beneficio, el 18 % y si es una combinación de ambos, no podrá superar el 1,35 % del patrimonio ni el 9 % de resultados.
- ✓ **Comisión de depositaria:** la cobra el depositario, como máximo puede ser del 0,20 % anual.

Y eso no es todo. Aunque son poco frecuentes en España, estas dos comisiones son comunes en fondos internacionales:

- ✓ **Comisión de suscripción:** cobras por entrar como accionista en el fondo.
- ✓ **Comisión de reembolso:** cobras por salir. Es frecuente en los fondos de rentabilidad objetivo.



Las comisiones también están estrechamente relacionadas con las clases de acciones. ¿Qué qué es una clase de acción? Te lo explico rápidamente: En los fondos internacionales es muy común que puedas acceder al mismo fondo a través de distintas clases de acciones, cada una de ellas identificada con una letra mayúscula. Cada clase de acción conlleva unas comisiones distintas, nada más. Es importante tener claro que la cartera en la que invierte el fondo es la misma, es única. Lo único que diferencia a cada clase de acción son las comisiones que se aplican y por esto la rentabilidad que da cada clase de acción es distinta (si la cartera del fondo ha dado un 10 % pero la clase A aplica un 1 %, tu rentabilidad será del 9 %, pero si tienes la clase E, que aplica un 2 %, entonces tu rentabilidad será menor, del 8 %).

Por ejemplo, un fondo muy popular entre los mixtos es el Carmignac Patrimoine. Como particular puedes comprar la clase A, que tiene una comisión de gestión del 1,50 %, o la clase E, que tiene una comisión de gestión del 2,00 %. No hay

ninguna otra diferencia entre ambas clases e, insisto, la cartera del fondo es una. En la práctica la clase A se reserva para clientes de banca privada y la clase E para el resto.

Más adelante, en el apartado titulado “Cómo escoger un buen fondo de inversión”, te explicaré cómo utilizar el mejor buscador de fondos que existe. Si dentro del fondo que quieras hay una clase con menor comisión que el que te ofrecen y no hay cortapisas técnicas de ningún tipo (mínimos de entrada altos)... ¡ese debería ser tu fondo!

## Las sobrevaloradas ventajas fiscales de los fondos

Si has llegado hasta aquí, te habrás dado cuenta de que soy un asesor financiero un tanto atípico. Vale, puedes decir raro, si lo prefieres. La mayor parte de profesionales de la inversión que conozco recomiendan invertir en fondos por sus “ventajas fiscales” y, muchas veces, ese es su principal argumento. En mi ranking de motivos para invertir en fondos te aseguro que, de ninguna de las maneras, sería el principal motivo.



La única gran ventaja fiscal que yo veo en los fondos es el llamado *régimen de diferimiento*, que es aplicable a las personas físicas residentes en España. Es decir, ni las empresas —personas jurídicas— ni los no residentes pueden beneficiarse del mismo. Esta ventaja consiste en que, si quieres vender un fondo pero ese dinero va a otro fondo, las ganancias (o pérdidas) acumuladas que lleve el fondo “viejo” se traspasan al nuevo y no se harán efectivas hasta la venta definitiva.

Te lo explico mediante un ejemplo: imagina que has invertido 100 euros en el fondo A, ha cumplido lo que habías previsto y está en 120, pero, como no le ves más recorrido, lo “traspasas” al fondo B. En este momento no hay retención ni te imputas los 20 euros de beneficio. El fondo B también funciona y se pone en 160 euros (¡estás hecho un hacha de la inversión!) y decides “traspasarlo” a otro fondo C, que sigue yendo bien y llega a 180 euros. Y ahí te plantas, decides vender y que te ingresen el dinero en tu cuenta corriente. Ahí sí que tienes impacto fiscal: primero, tendrás una ganancia de 80 euros ( $180 - 100$ ); segundo, te aplicarán una retención del 20 % en el momento de la venta y tercero, en tu impuesto sobre la renta deberás imputar los 80 euros de ganancia en la base imponible del ahorro (así como deducir el importe de la retención de la cuota líquida).

Cuando te acoges al régimen de diferimiento se dice que “traspasas

participaciones”. Aunque no todos los fondos son traspasables, la mayor parte de los que se comercializan activamente en España sí lo son. No te preocupes por este aspecto, si un fondo no fuese traspasable, tu propio banco rechazaría la operación. A priori, no hay posibilidad de cometer errores con esto.

Por lo demás, la fiscalidad de los fondos en las personas físicas residentes es buena pero, como ya te he dicho, salvo por lo que respecta al régimen de diferimiento (que realmente es una buena ventaja), no se diferencian del resto de productos financieros que forman parte de la base del ahorro. En la normativa fiscal de 2015, si las ganancias son de hasta 6.000 euros, tributarán al 20 %; entre 6.000 y 50.000, al 22 %, y a partir de 50.000, al 24 %. Estos tipos de gravamen de la base del ahorro son los mismos para la inversión en acciones o en ETF, por ejemplo. La aportación de los fondos se circscribe única y exclusivamente al diferimiento de los beneficios hasta la venta efectiva.

## La protección de tu cartera

Antes te he dicho que uno de los aspectos que, siendo positivos, no me hacían decantar por los fondos era la fiscalidad. En cambio, uno de los aspectos menos valorados y que sí me hacen valorar los fondos como un excelente vehículo de inversión es la protección legal que dan a los inversores. Ya te dije que era un tipo rarito...

La Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Ley 35/2003 de 4 de noviembre) y reglamentos posteriores han hecho de los fondos de inversión el vehículo financiero más regulado y con mayor seguridad operativa para los inversores españoles, pues se regula:

- ✓ Qué activos son aptos para la inversión y cuáles no (artículo 48).
- ✓ Si se pueden incluir activos no cotizados y en qué condiciones (artículo 49).
- ✓ La diversificación del riesgo (artículo 50).
- ✓ Las limitaciones a la capacidad de inversión (artículo 51) y la inversión en derivados (artículo 52).
- ✓ La liquidez del fondo (artículo 53).

Por lo que respecta a la diversificación, la norma básica es que el fondo podrá invertir hasta un 5 % en un instrumento financiero concreto, y se podrá llegar al 10 %, siempre que la inversión en los emisores que supere el 5 % no exceda el 40 % del patrimonio total del fondo. Hay una excepción a ese 10 %, que son los valores emitidos por un Estado de la Unión Europea (bonos) que permite llegar al 35 % (ampliable a comunidades autónomas, organismos internacionales de los que España sea miembro, entidades locales, etc.).



Para no complicarte con demasiados datos, recuerda que el límite de concentración máximo que te puedes encontrar en activos de riesgo es del 10 %. Solo por esto los fondos merecen estar en el altar de las preferencias de los inversores particulares.

Si las normas de concentración de riesgos que define la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva se tuviesen que aplicar forzosamente al resto de inversiones (carteras de acciones, preferentes, estructurados, etc.) otro gallo hubiera cantado y no habríamos tenido los problemas que se han dado con la crisis económica. Si un inversor hubiese declarado que su patrimonio financiero eran 60.000 euros, con los límites que marca esta ley ¡no hubiese podido comprar 60.000 euros en preferentes! Como máximo podría haber comprado 6.000 (el 10 % de su patrimonio).

## Cómo escoger un buen fondo de inversión

Fíjate que no digo cómo escoger buenas inversiones. Eso lo decidirá la combinación de clases de activos en que inviertas (liquidez, bonos, bolsa y alternativos... ya sé que el recordatorio no hace falta, pero por si acaso), pues, como te he explicado, el peor gestor de la clase de activo que mejor se comporte lo hará probablemente mejor que el mejor gestor de la clase de activo con peor comportamiento (un galimatías como el de “la parte contratante...”, pero ya me entiendes).

Lo que vamos a ver es, dentro de la clase de activo en la que hayas decidido invertir, cómo escoger un buen fondo de inversión. Y no es fácil. Sin hacer ingeniería financiera de ningún tipo, en España tienes más de 20.000 fondos de inversión donde colocar tu dinero.

Para seleccionar fondos de inversión hay distintos métodos, alguno tan surrealista como que el nombre te guste. Sí, suena poco serio, y lo es, pero mira los dos siguientes nombres y dime con cuál de ellos te quedarías:

- ✓ Bolsa Europa FI, gestionado por un banco español.
- ✓ Strategic Fund European Absolute Return Sicav, gestionado desde Londres (no lo busques, que es *inventao*).

Nos gustan las apariencias y entre un nombre tan soso como “Bolsa Europa” y un

nombre largo y complejo en inglés, y que además nos digan “esto es canela fina... esto se lleva desde la City...”, pues nos gusta más el segundo. ¡Qué le vamos a hacer!

Otra buena forma de seleccionar fondos de inversión es dejarse aconsejar por el comercial bancario sin hacer trabajo propio. “Para qué, no tengo tiempo y el del banco me lo hace gratis”, te dirás (recuerda cuánto te he insistido en el factor tiempo en el capítulo 1).

Por último, y para cerrar este apartado, hay otra forma pintoresca de escoger fondos: en función de si aparecen o no en la prensa. La SEC (equivalente americano de la CNMV) publicó un informe en el año 2000 en el que indicaba que el 40 % de los inversores basaban su decisión de elegir un fondo en la información aparecida en los medios de comunicación.

## **Los puntos sobre las íes**

Hay que admitir que la primera opción esconde una verdad como un templo: lo complejo nos parece mejor que lo simple. Y no solo eso, sino que a los españoles nos gusta más lo de fuera que lo propio (¿por qué, si no, se vende más el Volkswagen Golf que el Seat León?). No obstante, puedo asegurarte que, en la actualidad, los gestores españoles tienen nivel en cuanto a formación y experiencia, y aguantan razonablemente bien la comparación. Dicho esto, y más allá del patriotismo, hay que reconocer que no hay una sola gestora española entre las cincuenta mayores del mundo (ranking 2014 de Investment & Pension Europe). Ni siquiera Santander o BBVA. Es más, apenas conocemos a las primeras de la lista (y pienso en profesionales, no en inversores particulares). La primera gestora del mundo es BlacRock, seguida de Vanguard, State Street y así varias norteamericanas hasta llegar a la octava, que es el Deutsche (DeAWM) y tiene el honor de ser la primera europea de la lista.

En cuanto al segundo método, lo que te diga el banco, sabemos que ni morirse es gratis, aunque nos gusta seguir viviendo en la ficción de que el asesoramiento financiero sí lo es. Allá tú si sigues pensando así. Ya te he avisado.

Con relación al tercero, y aunque a los profesionales no les guste reconocerlo, hay cierta verdad. Los fondos que se mantienen en los primeros puestos de su ranking tienen más entradas de dinero y, mientras se mantenga la tendencia alcista del activo en el que invierten, seguirán funcionando bien. No me refiero a fondos que están un año bien posicionados en el ranking y desaparecen, sino a fondos que, de forma recurrente, están en el primer cuartil de su categoría. Te lo explico con detalle a continuación.

## El valor del ranking

Te lo explico, y tómalo ya como un primer criterio para seleccionar fondos. Técnicamente no es una buena forma, y algunos se harán cruces cuando lean esto, pero es más efectivo de lo que muchos profesionales creen. Se trata de que ganes dinero, no de hacer tesis sobre teoría financiera.



De todas las categorías de fondos se hacen rankings. Sin ir más lejos, en España lo tienes actualizado todas las semanas en el diario *Expansión*. Una primera forma de seleccionar fondos es escogiendo los buenos fondos de cada categoría que son los que, insisto, de-forma-recurrente-a-lo-largo-de-los-años, ocupan buenas posiciones en el ranking.

En cada ranking se habla de cuartiles. El ranking se ordena por rentabilidades y se divide en cuatro partes iguales (25 % cada parte). El 25 % de los mejores fondos son el primer cuartil, el segundo cuartil el 25 % siguiente. El primer y segundo cuartil suman los fondos cuya rentabilidad está por encima de la rentabilidad media de esa categoría de fondos. El tercer cuartil tiene otro 25 % de los fondos y el cuarto cuartil, el 25 % de los peores fondos de la categoría. Si es una categoría con 100 fondos, tendrías que escoger entre los 25 mejores, el problema es si la categoría tiene 600, con lo cual el primer cuartil te daría 150 fondos, y son muchos. Entonces se utiliza el decil: divides el ranking entre 10 y nos quedamos el primer decil o el primero y el segundo. En el caso anterior, de los 600 fondos te quedarías el primer decil, que son 15, o dos deciles, que serían 30 fondos.

## Llega la hora de escoger

Seguimos con el ejemplo. Has hecho una primera criba. Has decidido que, como clase de activo, quieres invertir en bolsa europea y, por lo tanto, has buscado el ranking de fondos de bolsa europea, y has hecho un cuartil con la rentabilidad de los últimos cinco años, por lo que has eliminado los fondos que no alcanzan esa existencia. Te quedan 30 fondos, sacas tres que piden mínimos superiores a los que quieres, te quedan 27. Sacas siete que has visto que tienen mucha exposición a la libra y no quieres asumir ese riesgo, te quedan 20.

Lógicamente, y tras todo el trabajo que has hecho, vas e inviertes en el que va primero de los 20.

Pues bien, ahí llego yo y te digo “¡no, no, no y mil veces no!”. Y si siguiendo el razonamiento pensabas que sí (sé honesto contigo), vuelve, por favor, al capítulo 2

porque veo que no has entendido cómo funciona esto...

Vale, lo reconozco, estoy exagerando. No vuelvas atrás, que te lo voy a volver explicar.

### Rentabilidad ajustada al riesgo



Cuando elijas fondos de inversión, no puedes basar tu decisión, exclusivamente, en la rentabilidad que proporciona el fondo. Es imprescindible calcular a qué riesgos te expones para alcanzar esa rentabilidad.

No puedes decir que un gestor que saca un 20 % es mejor que otro gestor que saca un 10 %. Un aspecto básico de las finanzas es que, a mayor riesgo, obtendrás, a largo plazo, más rentabilidad. Es necesario valorar los riesgos en que nos ha sumido el gestor del 20 % para ver si realmente es mejor que el del 10 %. Es lo que se llama *Rentabilidad Ajustada al Riesgo* (RAR).



Todo el mundo puede mejorar la rentabilidad potencial de una cartera asumiendo más riesgo. La calidad de gestión consiste precisamente en obtener mejores rentabilidades relativas que el resto de fondos, entendiendo por rentabilidad relativa la rentabilidad ajustada al riesgo.

### La ratio de Sharpe

Hay bastantes métodos para calcular la rentabilidad ajustada al riesgo. Uno de los más difundidos es la ratio de Sharpe:

$$\text{Ratio de Sharpe} = \frac{\text{Rentabilidad del fondo} - \text{Rentabilidad libre de riesgo}}{\text{desviación estándar del fondo}}$$

---

**Tabla 8-2. Ratio de Sharpe**

---

	<b>Fondo A</b>	<b>Fondo B</b>
Rentabilidad	20 %	10 %
Desviación estándar	45 %	14 %
Tasa libre de riesgo (bono a diez años)	3,5 %	3,5 %
Ratio de Sharpe	0,37	0,46

La ratio de Sharpe no es fácil de interpretar. Técnicamente, mide el exceso de rentabilidad por cada unidad de riesgo asumida. En el caso del fondo A, cada unidad de riesgo ha dado 0,37 unidades de rentabilidad y, en el caso B, cada unidad de riesgo ha dado 0,46 unidades de rentabilidad. ¿Qué fondo está mejor gestionado, el que da el 20 % o el que da el 10 %? Fíjate que el gestor B es mucho más eficiente gestionando el riesgo, pues por cada unidad de riesgo que asume saca bastante más rentabilidad al mercado. Podemos decir de forma objetiva que a relación rentabilidad-riesgo del fondo B es mejor que la del fondo A.



De forma aislada, la ratio de Sharpe tiene poca utilidad y es poco intuitiva. Su utilidad reside en comparar el Sharpe de varios fondos como uno de los elementos de decisión. En ocasiones verás que esta ratio se multiplica por 100 para que se pueda entender; así diremos que el Sharpe del fondo A es de 37 % y, el del fondo B, de 46 %

Otras medidas para valorar la rentabilidad ajustada al riesgo serían el Índice de Treynor, el Índice de Jensen, la ratio de Sortino o el RAP (*Risk Adjusted Performance*). No las vamos a ver, pues el Sharpe es el indicador que verás habitualmente en las fichas de fondos ya calculado. Tu trabajo es saber interpretarlo.

### Una herramienta maravillosa: Morningstar



Vaya por delante que no tengo un interés particular ni percibo comisión alguna por esta mención (aunque estoy abierto a propuestas ☺). Dicho lo cual, no suscribas un fondo de inversión que no hayas analizado previamente en [www.morningstar.es](http://www.morningstar.es).

Morningstar es uno de los mayores proveedores mundiales de información financiera. Opera en 27 países y ofrece información sobre 473.000 activos, entre los que se incluyen fondos de inversión, planes de pensiones, ETF, acciones, informes de mercado y diversas herramientas de gestión de carteras.

Ya te he puesto más deberes: lo primero era machacar el documento Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) y ahora te toca completar esa información con Morningstar.



En Morningstar encontrarás toda la información necesaria para determinar si el fondo que te están recomendando es bueno o no. Aunque lo mejor es que navegues por su web [www.morninstar.es](http://www.morninstar.es) (para mí, esta es bastante mejor que la matriz, la puntocom), te voy a echar una mano y te diré dónde debes fijarte:

- ✓ **Rating:** Morningstar otorga rating valorando la rentabilidad ajustada al riesgo. El 10 % de los mejores fondos obtiene cinco estrellas, el 22,5 % siguiente 4 estrellas, el 35 % siguiente 3 estrellas y el resto, que ni los debes mirar, 2 y 1 estrella respectivamente.
- ✓ **Riesgo:** con el rating te dan el trabajo hecho, pero si quieras ver los datos por ti mismo te ofrecen (ya calculado, *don't worry*): rentabilidad media, desviación estándar (de estos conceptos te he hablado en el capítulo 2), ratio Sharpe y otros indicadores relevantes como la Beta y el Alfa (de esto te hablaré en el capítulo 16). Todo a 36 meses.
- ✓ **Rentabilidad:** detalle exhaustivo de la rentabilidad, semana, mes, trimestre, año en curso. También te ofrece rentabilidades anualizadas a uno, tres, cinco y diez años.
- ✓ **Comisiones y mínimos de entrada:** te dirá si los hay o no.
- ✓ **Clases de acciones:** verás del mismo fondo si hay distintas clases de acciones y qué comisiones tiene cada una.
- ✓ **Style Box:** te proporcionan características concretas del estilo de inversión que sigue el fondo; tamaño de las acciones y estilo de inversión si es renta variable, y calidad crediticia y sensibilidad a tipos de interés si es renta fija.



Ni se te ocurra firmar “en frío” la suscripción de un fondo. De la cartera que te proponga tu gestor, pídele todos los DFI y luego complétalo con la información de Morningstar. Firma la suscripción cuando estés convencido de que ese fondo es el mejor al que puedes acceder para la clase de activo en la que quieras invertir.

### La regla del 25 x 4

Si ante los más de 20.000 fondos que analiza Morningstar o las seis carteras perfiladas que te ofrece tu banco con 12 fondos de inversión cada una, te sientes intimidado, esta regla es para ti.



Se trata de una regla utilísima para el inversor particular que invierte a largo plazo, no quiere dolores de cabeza y ante todo prima la sencillez. Es además una cartera muy fácil de seguir. Es tan fácil como escoger cuatro fondos de altísima calidad e invertir un 25 % de la cartera en cada uno y darles un plazo largo para que trabajen. No hay que complicarse la vida con los fondos, deben ser generalistas (no de estilos concretos) y globales (que alcancen tanto mercados desarrollados como emergentes).

Puedo asegurarte que he visto carteras de este tipo donde se invirtió en 2002 y en 10 años la rentabilidad acumulada era de más del 150 % (100 euros se convirtieron en más de 250).



Si quieres mayor simplicidad y en tu cartera no sobran los ceros, puedes construir una cartera de inversión con un único fondo. Sí, has leído bien, con uno solo. La clave: los fondos mixtos. En Morningstar los encontrarás clasificados en mixtos agresivos, mixtos flexibles, mixtos moderados y mixtos defensivos. En un único fondo tendrás liquidez, bonos y bolsa, además de una amplia diversificación geográfica. Para mí son la tipología ideal de fondos para empezar y, desde luego ideales para carteras de pequeño volumen. Pero no te acomodes, a medida que aumenten tus conocimientos, es conveniente incluir otros fondos que ayuden a mejorar la relación rentabilidad riesgo de tu cartera.

Los fondos de inversión son el mejor producto financiero para el inversor particular con una condición: que sean buenos fondos. Y la buena noticia: ¡ya sabes escoger buenos fondos!

## **Capítulo 9**

---

# **Planes de pensiones**

---

### **En este capítulo**

- ▶ Por qué debes ahorrar para tu jubilación
  - ▶ Qué son y cómo funcionan los planes de pensiones
  - ▶ A quién le interesa invertir a través de planes de pensiones
- 

“Nada hay tan inevitable en este mundo como la muerte y los impuestos.”

BENJAMIN FRANKLIN

Invertir para la jubilación y pensar en planes de pensiones es algo que va inevitablemente unido. Se trata de una decisión importante, sobre todo ahora que, con la crisis económica, son muchos los que se preguntan qué pasará con sus pensiones cuando les llegue la hora de jubilarse. Pues bien, para eso estoy aquí, para resolver todas las dudas que puedas tener y ofrecerte los elementos que te ayuden a decidir si necesitas un plan de pensiones y, en caso afirmativo, a escoger un buen plan y gestionar la inversión a lo largo del tiempo.

El resto de cosas son pura mecánica: qué es un plan, cómo funciona la fiscalidad, cuándo y cómo se puede recuperar el plan, etc. Pero, por supuesto, también me detendré en ellas, de modo que, cuando acabes de leer, puedas decir bien alto que los planes de pensiones no tienen secretos para ti.

### **Un poco de dinero más**

Hazte a la idea: la raíz de todo esto de los planes de pensiones no es otra que Papá Estado, que hasta ahora velaba por tu jubilación, se está quedando sin dinero para pagarte cuando dejes de trabajar. No es política ni ideología. Es un hecho.

En el capítulo 1 ya te he explicado algunos motivos por los que es necesario invertir y, de entre todos, destacaba la necesidad de cubrir la jubilación. Es un asunto de tal impacto en tu vida futura que me vas a permitir que insista de nuevo

sobre él.

Si no quieres acabar amargado después de leer lo que voy a decirte, te recomiendo que tengas a mano alguna película de las que te transmiten buen rollo. Algo como *Qué bello es vivir*, *Sonrisas y lágrimas*, *Ocho apellidos vascos...* La que más te guste. Así que respira hondo y prepárate a recibir un aluvión de noticias no demasiado agradables.

Según el informe titulado *Proyección de la población de España 2014-2064* del Instituto Nacional de Estadística:

- ✓ Si se mantienen las tendencias demográficas actuales, España perderá un millón de habitantes para el año 2029 y 5,6 millones en 2064.
- ✓ El porcentaje de población mayor de 65 años, que en 2014 se sitúa en el 18,2 %, pasaría a ser del 24,9 % en 2029 y del 38,7 % en 2064.

La ecuación que me sale de todo esto es la siguiente (ya sabes que para que la economía y las finanzas parezcan ciencias de verdad nos inventamos ecuaciones):

- Menos personas cotizando
- Menos nacimientos
- + Más personas mayores
- + Mayor esperanza de vida
- = Vas a cobrar muy poco (si es que cobras algo)

Y no incluyo en la ecuación los altos niveles de desempleo que tenemos en España (personas en edad de trabajar que, por su situación, no pueden aportar y, por el contrario, consumen recursos públicos), porque entonces la depresión que cogerías sería de las gordas.

Ahora ya puedes poner tu película favorita y animarte un poco. Pero, en cuanto acabe, empieza a diseñar tu plan de jubilación. Lo necesitarás.

## Otros países, otros sistemas

Lo que puedes dar por seguro es que, con la evolución demográfica prevista por nuestro Instituto Nacional de Estadística, el sistema de pensiones vigente en España no es sostenible. Estoy convencido de que, más pronto que tarde, nuestros

políticos tomarán medidas y se implantarán, como recomiendan algunos expertos, sistemas mixtos de reparto y capitalización. Pero hasta que llegue ese momento, hay que espabilar.

Mientras, quizá te interese conocer las principales diferencias entre el sistema de reparto hoy vigente y lo que podría ser un modelo de sistema de capitalización personalizada.

**Tabla 9-1. Diferencias entre un sistema de reparto y uno de capitalización personalizada**

	<i>Sistema de reparto</i>	<i>Sistema de capitalización personalizada</i>
Aportaciones	Las fija el Estado/no flexibilidad.	Flexibles a partir de un mínimo.
Derechos sobre aportación	Se colectivizan. El Estado decide qué pensión te tocará.	Cuenta propia e individual de jubilación. En cada momento conoces tu saldo.
Fallecimiento	El dinero aportado es del Estado (paga viudedad).	El dinero aportado es tuyo y va a parar a tus herederos.
Cuantía de la pensión	Limitada por el Estado, inferior al sueldo percibido como trabajador.	Sin límite, va en función de lo aportado y del resultado de las inversiones.

Entre un sistema de reparto como el que tenemos y un sistema de capitalización personalizado puro como el que puedes ver en la tabla 9-1, hay soluciones mixtas. Por ejemplo, un primer cambio en el modelo podría ser mantener el sistema de reparto con menores aportaciones, destinadas a crear un fondo de solidaridad (paga mínima para quien no haya podido cotizar), y abrir a la vez un sistema de capitalización personalizado donde cada contribuyente controlase su aportación.

Se pueden desarrollar distintos modelos, que pueden ir desde las cuentas 401k estadounidenses (si recuerdas lo que te decía en el capítulo 1, se trata de un plan de retiro donde el empleado pacta con la empresa la parte de su sueldo que irá periódicamente a esa cuenta, y esa parte del salario no suma a efectos de impuestos) hasta un sistema mixto como el de Nueva Zelanda. En ese país, el gobierno paga una pensión anual a todos los ciudadanos de más de 65 años. Esa suma se complementa con un sistema voluntario contributivo, donde cada trabajador neozelandés elige un proveedor financiero al que aporta entre el 3 y el 8 % de su salario, que se suma al 2 % que, por ley, la empresa del trabajador debe

aportar. Además, y para que haya interés en suscribir el plan complementario, el Estado proporciona incentivos adicionales a los titulares de estos planes individuales por medio de reducción de impuestos e incentivos fiscales para la compra de vivienda.

Dicho lo cual, te dirás que todo conduce a hacerse un plan de pensiones. ¿O no?

## **Un plan es necesario, pero no tiene por qué ser de pensiones**

“Todo el mundo necesita un plan de pensiones.” Seguro que has escuchado esta frase más de una vez, sea en televisión, en tu banco o entre tus amigos y familiares.

Pues bien, esa frase tiene una parte de verdad: todo el mundo necesita invertir para su jubilación. Aunque eso no significa que todo el mundo necesite contratar un plan de pensiones... Tranquilo, me explico.

Un plan de pensiones es solo una de las muchas opciones que te ofrece el universo de las finanzas para cubrir tu jubilación. Puedes preparar tu jubilación con una cartera de fondos de inversión (lo encontrarás en el capítulo 8), con una cartera de acciones (en el capítulo 5) y bonos (en el 4), con productos de seguro, con el alquiler de plazas de aparcamiento de tu propiedad o con cualquier activo que se te ocurra que te ayude a completar tu paga de jubilación.

Según datos de Inverco (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones), a 30 de septiembre de 2014, el volumen de activos gestionados por fondos de pensiones era de 96.892 millones de euros, con un crecimiento desde diciembre 2013 de 4.177 millones de euros (un 4,51 %). En esas mismas fechas (septiembre 2014), en fondos de inversión se gestionaban 303.570 millones, más del triple. Que haya tanta diferencia entre dos productos financieros que son similares en cuanto a políticas de inversión no es gratuito, como verás más adelante.

La cuestión clave en el ahorro para la jubilación no es qué plan de pensiones escoger, sino si realmente un plan de pensiones es la mejor forma de canalizar el ahorro o te conviene otra alternativa. La respuesta: en la última parte del capítulo.

## **Los planes de pensiones en plan objetivo**

Más datos, pues cualquier análisis serio de algo empieza siempre con datos, no con frases vacías. Y no datos cualesquiera, sino datos objetivos analizados por profesionales de prestigio.

Te resumo a continuación algunos de los que puedes encontrar en el informe *Rentabilidad de los fondos de pensiones en España 2001-2011* de los profesores del IESE Pablo Fernández, Javier Aguirre amalloa y Luis Corres:

- ✓ En el periodo comprendido entre diciembre de 2001 y diciembre de 2011, la rentabilidad del Ibex fue del 4,3 % y la de los bonos del Estado a diez años, del 5,13 %.
- ✓ De entre los 532 fondos de pensiones con diez años de historia, solo dos superaron la rentabilidad de los bonos del Estado a diez años; solo tres superaron el 4 % de rentabilidad; y 191 tuvieron una rentabilidad promedio ¡negativa! (*sic*).
- ✓ El decepcionante resultado global de los fondos se debe a las elevadas comisiones, a la composición de la cartera y a la gestión activa.
- ✓ No es razonable la discriminación fiscal a favor de los fondos. En muchos casos, los inversores perdieron la desgravación fiscal con la que el Estado les indujo a invertir en fondos de pensiones en menos de cinco años (el informe se refiere a que esos inversores sí que pudieron beneficiarse de las ventajas fiscales que ofrece la ley, pero el problema fue que invirtieron en productos cuya mala gestión les hizo incurrir en pérdidas que fueron superiores al ahorro fiscal obtenido).

Por si eso te parece poco, en julio de 2013 *El Economista* publicó un artículo de Ana Palomares titulado “Los pocos planes de pensiones que sí valen la pena”. Entre otras lindezas, decía que “de los casi 600 planes de pensiones españoles que se comercializaban en España con más de diez años de antigüedad, solo consiguen batir a la inflación (en tasa anualizada es del 2,85 % en los últimos diez años, según los datos del INE) el 23 % de ellos”.

¿Cómo se te ha quedado el cuerpo después de leer esto? Supongo que algo tocado y poco predisposto a invertir en un plan de pensiones. Pero no te precipites en la decisión, porque este capítulo no ha hecho más que empezar y los planes de pensiones también tienen su parte positiva, como acabarás viendo.

## Qué son los planes de pensiones



Un plan de pensiones es un producto de ahorro-inversión a largo plazo, lo que significa que cuanto antes empieces con tus aportaciones, mejor, aunque sea con importes ínfimos. El objetivo exclusivo del plan es constituir un capital (derechos consolidados) que te permita complementar la pensión pública de la

Seguridad Social, es decir, cubrir la jubilación. Es cierto, como verás, que, ante determinadas contingencias previstas por la ley, podrías utilizar el plan antes de que te llegue la edad de jubilación, pero son contingencias no deseadas, situaciones de emergencia. Y es que un plan de pensiones no se utiliza como principal vehículo de inversión. La aportación está limitada por la ley y, además, la liquidez del plan le resta atractivo.

Los planes de pensiones no están regulados, como los fondos de inversión, por la CNMV, sino que los regula la Dirección General de Seguros.



Cuando leas documentación informativa es muy importante que no confundas un plan de pensiones con un fondo de pensiones. No es lo mismo. Un fondo de pensiones es el instrumento financiero que gestiona el dinero. Es donde está metida *la pasta*, para que nos entendamos. Consiste en un patrimonio creado con el objeto de dar cumplimiento a uno o varios planes de pensiones (de un mismo fondo de pensiones puede colgar más de un plan). El fondo de pensiones carece de personalidad jurídica y su gestión y control lo realiza una sociedad gestora, y una depositaria.. Tú directamente no inviertes en un fondo de pensiones sino en un en un plan de pensiones, que debes ver como si fuera un contrato, un instrumento de ahorro adscrito a un fondo de pensiones y en el que hay definidos unos derechos y obligaciones, que asumes al suscribirlo.

Como persona física, tú contratas un plan de pensiones.

**Nota:** Si resides en el País Vasco, dispones de otro instrumento: las EPSV (Entidad de Previsión Social Voluntaria). Históricamente se han diferenciado de los planes en que, a los diez años, podían recuperarse los derechos consolidados (el capital y los rendimientos acumulados), su supervisión corresponde al gobierno vasco en vez de a la Dirección General de Seguros y su fiscalidad corresponde a la Diputación Foral correspondiente, aunque se parece mucho a la fiscalidad general española.

## Tipos de planes de pensiones

Desde un punto de vista puramente financiero, piensa en los planes como lo harías en los fondos de los que te he hablado en el capítulo 8. Son un patrimonio común de una pluralidad de inversores que se invierte en los mercados financieros según las directrices que tiene marcadas el plan. En el mercado encontrarás las siguientes categorías (si tienes alguna duda, vuelve al capítulo 4, dedicado a la renta fija, y al capítulo 5, dedicado a la bolsa):

- ✓ **Garantizados:** planes de pensiones que ofrecen garantía de capital a vencimiento. También suelen ofrecer una rentabilidad mínima asegurada.
- ✓ **Renta fija:** categoría amplia donde encontraremos desde planes de pensiones cuya inversión es en activos del mercado monetario hasta planes de pensiones con deuda a muy largo plazo.
- ✓ **Renta variable:** invierte en bolsa de todos los países desarrollados y algunos planes de pensiones ofrecen exposición a mercados emergentes (China, Brasil, Rusia, etc.).
- ✓ **Mixtos:** combinación de bonos y bolsa. Los hay más agresivos, con mayor proporción de bolsa que de bonos, y más conservadores, donde predominan los bonos.

## Cómo gestionar tu cartera de planes

Es más habitual de lo que pensamos que se contrate un plan y se quede “muerto”, sin gestión financiera alguna, hasta el día en que te dan el reloj por tus treinta años de servicio a la empresa y te jubilas. Es un error; si gestionas tu cartera de fondos o tu cartera de acciones, ¿por qué no deberías gestionar tu cartera de planes?

La gente contrata planes de pensiones, sí, pero la mayoría de esos planes se contratan por razones que no tienen nada que ver con una gestión de carteras seria y razonable. Por ejemplo:

- ✓ Solicitas un crédito y, como “compensación”, te obligan a abrir un plan de pensiones en la entidad que te ha dado el crédito.
- ✓ Tu primo se hace agente de seguros y te ves en la obligación moral de contratar con él tus planes de pensiones.
- ✓ Te regalan un jamón si traspasas el plan y el jamón te vuelve loco...

Teóricamente, al ser una inversión largoplacista, debería ser más fácil gestionar una cartera de planes que una cartera de fondos o acciones. Y lo es. El principal problema es el olvido. Bajo el prisma de que son “a largo plazo”, solemos olvidarnos de nuestra cartera de planes.

Hace unos años, ING Direct publicitaba una fórmula en su web que me parece una buena manera de enfocar la cartera de planes de pensiones de forma estandarizada. Es fácil de recordar, tiene sentido financiero y es simpática. La verás en la tabla 9-2.

**Tabla 9-2. Fórmula de ING Direct**

<i>Clase de activo</i>	<i>Porcentaje de inversión</i>
Bono	Flexibles a partir de un mínimo.
Acciones	100 – Edad

Imagínate a un inversor joven que empieza a trabajar y, a los 25 años, comienza a aportar a un plan de pensiones. Como puedes ver en la tabla 9-3, la cartera estaría formada por bonos y acciones.

**Tabla 9-3. Ejemplo de aportaciones a un plan**

<i>Clase de activo</i>	<i>Porcentaje de inversión</i>
Bono	Edad 25 años: 25 % de cartera en bonos
Acciones	100 – Edad: 100 – 25 años = 75 % de cartera en acciones

Nuestro joven inversor se va haciendo mayor y llega a los 40 años. Su cartera sería entonces lo que se ve en la tabla 9-4.

**Tabla 9-4. Ejemplo de aportaciones a un plan**

<i>Clase de activo</i>	<i>Porcentaje de inversión</i>
Bono	40 % (su edad 40 años)
Acciones	100 – Edad = 100 – 40 = 60 % acciones

Ya ha llegado a los 60 y encara el último tramo de su jubilación (tabla 9-5).

**Tabla 9-5. Ejemplo de aportaciones a un plan**

<i>Clase de activo</i>	<i>Porcentaje de inversión</i>
Bono	60 %
Acciones	40 %

En resumen, la cartera habría tenido la evolución que se muestra en la tabla 9-6.

**Tabla 9-6. Evolución de un plan de pensiones**

	<i>25 años</i>	<i>40 años</i>	<i>60 años</i>
Bono	25 %	40 %	60 %
Acciones	75 %	60 %	40 %

¿Ves algo que no encaje? Es verdad, estamos generalizando y un plan de inversión se debe adecuar a las preferencias personales y al perfil de riesgo particular de cada inversor, pero ¿tiene sentido con 60 años tener un 40 % de bolsa? La respuesta es no. No en planes de pensiones. Otra cosa es tener expresamente una cartera de acciones o de fondos de inversión de acciones, pero esto son planes de pensiones que deben cubrir tu jubilación. Y a los 60 años, salvo en oficios muy concretos como el de papa de Roma, la jubilación está cerca.

Te propongo modificar el cálculo anterior para hacerlo un poco más prudente a medida que pasan los años. Hasta los 50 años, la fórmula anterior es perfecta y nos sirve sin tener que hacer ningún cambio. A partir de los 50 años, la parte que va a bonos se multiplica por 1,5 y el resto es lo que va a bolsa (tabla 9-7).

**Tabla 9-7. Plan a partir de los 50 años**

	<i>Menor 50 años</i>	<i>Mayor 50 años</i>
Bono	Edad	Edad × 1,5
Acciones	100 – Edad	100 – bonos

Por ejemplo, con la nueva fórmula, cuando tengamos 60 años, la cartera quedará tal como se ve en la siguiente tabla:

**Tabla 9-8. Plan a los 60 años**

	<i>Cálculo inicial</i>	<i>Nueva fórmula</i>
Bono	Edad: 60 %	Edad × 1,5 (60 × 1,5) = 90 %
Acciones	100 – Edad: 40 %	100 – 90 = 10 %

Con esta ligera variación, a partir de los 50 años vas reduciendo la inversión en bolsa y te evitas sustos de última hora. En el ejemplo, a los 60 años se pasaría de una cartera 60 % bonos y 40 % bolsa a una cartera 90 % bonos y 10 % bolsa. Eso sí, recuerda que la renta fija no está exenta de riesgos (si tienes alguna duda, vuelve a leer el capítulo 4), aunque es un activo menos volátil que las acciones.

## Las aportaciones a tu plan de pensiones

En 2015 puedes aportar a tu plan de pensiones un máximo de 8.000 euros al año, independientemente de tu edad (antes, los mayores de 50 años podían aportar más). Pero este importe está condicionado y no puede superar el 30 % de los rendimientos de tu trabajo y/o actividades empresariales. A parte, también puedes aportar hasta 2.500 euros a favor de tu cónyuge si no trabaja o su sueldo es

inferior a 8.000 euros anuales.



Vamos a plasmar todos esos números y porcentajes en un ejemplo, para aclararlo. Imagina que tus rendimientos del trabajo son de 35.000 euros. En este caso, puedes aportar el máximo permitido, ya que el 30 % de 35.000 (10.500 euros). Es decir, que puedes invertir 8.000 euros y no superarías la aportación máxima que permite la ley, pues “solo” supondrían casi el 23 % de tus ingresos. En cambio, si ganas menos, si tus rendimientos del trabajo son de 17.000 euros, no podrás ingresar el máximo permitido (los 8.000), porque eso superaría el 30 % de tus ingresos. En este caso, tu límite serán 5.100 euros anuales (el 30 % de 17.000).



No tienes que hacer aportaciones a ningún plan de forma obligatoria. Si decides abrir un plan y después no te interesa invertir, no pasa nada. Puedes hacer aportaciones mensuales, trimestrales, anuales o ninguna. Solo haz nuevas aportaciones si te conviene.

## ¿Y si quiero recuperar lo mío?



Presta atención a lo que te voy a decir ahora: el dinero que va a un plan de pensiones no se recupera hasta que te jubilas. Y eso es así a no ser que se dé alguna de las contingencias previstas por la ley. Son situaciones tan negativas que espero que no necesites recuperar tu plan de pensiones hasta que llegues a la edad de jubilación.

Las contingencias que cubre un plan de pensiones son las siguientes:

- ✓ Jubilación, que se ceñirá a lo que dicte el régimen de la Seguridad Social en cada momento. En cualquier caso, se entenderá producida a partir de la edad ordinaria de jubilación en el Régimen General de la Seguridad Social.
- ✓ Incapacidad permanente y total para la profesión habitual, absoluta para todo trabajo y gran invalidez.
- ✓ Fallecimiento, que genera derechos a favor del beneficiario.
- ✓ Dependencia severa o gran dependencia.

Con carácter excepcional, y previa acreditación con los certificados y documentos correspondientes, se contemplan también estas contingencias:

- ✓ Desempleo de larga duración, a partir del momento en que se haya agotado la prestación por desempleo.
- ✓ Enfermedad grave del partícipe, cónyuge, ascendientes y descendientes de primer grado.

Y aún hay otro supuesto excepcional y temporal:

- ✓ Ejecución hipotecaria de la vivienda habitual (en principio, este supuesto desaparece en mayo de 2015).

Y, por último, un nuevo supuesto que entra en vigor en 2015:

- ✓ Rescate del plan de pensiones antes de la jubilación siempre que hayan transcurrido diez años desde su contratación.

Lo malo de este nuevo supuesto es que no tiene efectos retroactivos. Es decir, la medida inicia sus efectos a partir de enero de 2015, por lo que no será efectiva hasta enero de 2025. Solo entonces se podrá hacer efectivo el rescate y por las aportaciones realizadas a partir de enero 2015, no por las anteriores.

Un plan de pensiones no es líquido.

Cuando lees todas estas cosas (muerte, invalidez, enfermedad grave) dan ganas de ponerte a ver tu película favorita y olvidarte de todo, pero en la vida esto puede pasar y es mejor tenerlo previsto. Hace años no había ninguna contingencia excepcional cubierta más allá de la jubilación, incapacidad e invalidez del partícipe del plan de pensiones. Una persona podía tener miles de euros en un plan y necesitar el dinero para operar a uno de sus hijos, pero era imposible obtener liquidez del plan. Así de fuerte. Otra cosa es que, dadas las circunstancias, su banco le hiciese un préstamo, aunque un plan de pensiones tampoco se puede pignorar (ponerlo como garantía de un crédito).



Por ello, ten esto muy presente: nunca inviertas los ahorros que puedas necesitar en un plan de pensiones. No los podrás recuperar, ni siquiera ofrecerlos como garantía a la hora de solicitar un crédito.

No debes confundir la iliquidez del plan con la posibilidad de cambiar de plan.

Puedes hacer tantos cambios de planes como te dé la gana (se llaman *traspasos*), tanto dentro de la gama de planes de pensiones que ofrezca tu banco como entre planes de distintas entidades financieras.

## A quién le interesa un plan de pensiones

Espero haberme explicado hasta ahora. Pero, por si las moscas, te dejo claro que, si quieras montar un negocio, el ahorro en planes no te sirve. Si quieras pagar la educación de tus hijos, invertir tu dinero en planes no te sirve. Si tienes una emergencia no prevista en la legislación de los planes, este ahorro no lo podrás tocar. Si quieras pedir un crédito al banco, tampoco podrás ofrecer tu plan como garantía. Entonces, ¿por qué debería interesarte un plan de pensiones?

## Ventajas (y desventajas) fiscales de los planes

Siempre se habla de las ventajas fiscales de los planes de pensiones. Y las tienen. Tanto es así que los planes de pensiones se contratan única y exclusivamente por razones fiscales. Pero también te quiero hablar de las desventajas. Aunque menores, también las tienen.

Aunque explicar esto de forma inteligible no es tarea fácil, por intentarlo que no quede. Sabes que cada año debes declarar a la Hacienda Pública todo lo que ganas a través de la declaración de la renta o IRPF. La forma en que se organiza el IRPF es la siguiente:

- ✓ **Base imponible general:** aquí declaras lo que percibes por trabajo, por capital inmobiliario y por actividades económicas (hay alguna cosa más, como imputaciones de rentas, pero hagámoslo fácil o necesitaremos tres libros como este). Es decir, si tienes un empleo por cuenta ajena, lo que te pagan va aquí, si tienes un negocio como persona física, no como sociedad, los ingresos y gastos van aquí, y si tienes una vivienda alquilada o una segunda residencia, también va aquí.
- ✓ **Base imponible del ahorro:** en esta otra parte de la renta declaras los llamados *rendimientos de capital mobiliario*, que incluyen, por ejemplo, los intereses de un depósito bancario, los cupones de un bono y las *ganancias y pérdidas patrimoniales* que incluirían la transmisión de acciones o de participaciones de fondos de inversión, entre otros. Su atractivo es que los tipos de gravamen son fijos (dentro de unos rangos) y significativamente más bajos que la base general (en 2015 la base imponible general nacional tiene cinco tramos impositivos que van del 20 % al 47 % y, sin embargo, la base imponible del ahorro tributa entre el 20 % y un máximo del 24 %).

Pues bien, olvídate de la base imponible del ahorro (aunque parezca que sí, los planes de pensiones no tienen nada que ver con la base imponible del ahorro) y céntrate en la base imponible general.

### La diferencia entre “a pagar” y “a devolver”

Voy a ponerte un ejemplo simple y usaré los tipos de gravamen nacionales para que te hagas una idea: imagina que un contribuyente gana 50.000 euros por trabajo y le retienen 18.000 euros a cuenta. Este contribuyente puede aportar, si quiere, hasta 8.000 euros a un plan de pensiones.

Si el contribuyente no tiene contratado un plan de pensiones, le tocará pagar:  $50.000 \times 39\% \text{ tipo gravamen} = 19.500 \text{ euros}$ .

Como ya le han retenido a cuenta 18.000 euros, le saldrá una declaración “a pagar” de 1.500 euros ( $19.500 - 18.000$ ). La noticia no le gustará, pero es lo que hay.

Imagina que antes de acabar el año, y viendo que Hacienda le va a pegar un buen palo, nuestro contribuyente aporta lo máximo a un plan de pensiones, eso es 8.000 euros. Con el plan de pensiones, resta los 8.000 euros a sus 50.000 que forman la base imponible, dando lugar a lo que se llama *base liquidable*:  $50.000 - 8.000 = 42.000$  de base liquidable.

Con esta nueva cifra, los números quedarían así:  $42.000 \times 39\% = 16.380$  euros que tiene que pagar a Hacienda, pero como ya le han retenido a cuenta 18.000, la declaración del IRPF le saldrá “a devolver” y Hacienda le enviará una bonita transferencia de 1.620 euros (18.000 que le han retenido menos 16.380 que le toca pagar). Y ya te digo yo, por si no lo has experimentado nunca, que cambiar la cruz de tu declaración de la renta de “a pagar” por un “a devolver” es como quedarse encerrado en un ascensor con Scarlett Johansson o George Clooney (George sin café, si no, va con ventaja. *What else?*).

Fíjate que la diferencia entre lo que se paga con plan o sin plan, que son 3.120 euros ( $19.500 - 16.380$ ), es equivalente al 39 % de los 8.000 euros aportados. Ahora ya te será más fácil comprender por qué en los folletos publicitarios te encontrarás frases del tipo “las cantidades aportadas al plan suponen un ahorro igual al tipo marginal en el IRPF, ya que suponen una reducción directa en su base imponible” y es cuando te dirán que Hacienda “te ha pagado el 39 %” de lo que aportas al plan (recuerda que nuestro inversor de 50.000 euros al año tributa a un tipo marginal del 39 % y ese es el ahorro fiscal que obtiene).



Las aportaciones realizadas a un plan de pensiones reducen la base imponible general del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF).

## Hacienda no hace favores

De la misma forma que tus probabilidades de quedarte encerrado en un ascensor con un *sex-symbol* de Hollywood son mínimas, la probabilidad de que Hacienda te quiera hacer un favor no lo son menos. ¿Qué pensabas? Cuando te jubiles y recuperes los derechos consolidados de tu plan (la suma total de lo aportado y los rendimientos que ha generado) también tributará en el IRPF, como si fuesen rendimientos del trabajo, por lo que tributarán en la base imponible general (la que tiene los tipos más altos)

Es decir, a tu pensión por jubilación tendrás que sumarle las cuantías que obtengas de tu plan y no podrás beneficiarte de los menores impuestos que gravan la base del ahorro. Lo que no pagas de entrada, te lo cobran a la salida. Aunque con matices:

- ✓ **Ingresarás menos que cuando trabajabas.** Ganes lo que ganes, tu pensión será menor que lo que cobrabas.
- ✓ **Podrás regular la cuantía que quieras percibir cada año.** Con algunas limitaciones, podrás decidir la renta que quieras percibir, por lo que podrás regular, parcialmente, tu factura fiscal (el IRPF es un impuesto progresivo, si ingresas más, el porcentaje a pagar es proporcionalmente mayor).

En definitiva; mientras estés en activo y ganes más, podrás pagar menos con un plan de pensiones; pero cuando te jubiles y ganes menos, te harán pagar un poco más.



Si tu IRPF te sale a devolver sin plan, no lo necesitas. Tienes otras formas de inversión eficientes, líquidas y con mejor fiscalidad cuando las reembolsas, como son los fondos de inversión. Si tu IRPF te sale a pagar, hazte un plan de pensiones sin dudarlo. Calcula todos los años cuánto te conviene ingresar para ajustar tu factura fiscal.

## La importancia de las comisiones

En agosto de 2014 se regularon las comisiones máximas que se pueden cobrar por ley pasando del 2,50 al 1,75 %.

Hombre, pues ya tocaba. En un contexto de tipos de interés en mínimos históricos, siguen siendo unas comisiones elevadas. Cuando se crearon los planes en España, en 1988, el interés legal del dinero era del 9,00 % y que una comisión fuese del 2,50 % era lógico y normal. Pero los tiempos cambian, y el tipo de interés legal del dinero para 2014 era del 4,00 % y los bonos del Estado están pagando mínimos históricos, incluso por debajo del 2,00 % en el bono a diez años. Difícil lo va a tener un plan conservador que invierta en bonos si, después de aplicar la comisión (que no tiene porque ir a la máxima y, de hecho, no lo hace) te tiene que ayudar a cubrir tu jubilación sacando una buena rentabilidad. Hay una desproporcionalidad evidente entre las comisiones y la situación de los tipos de interés de antes y los de ahora.

Recuerdo un anuncio en prensa de ING del año 2006 que me llamó la atención y del que ya hablé en mi anterior libro (*Todo lo que tu banco debería contarte antes de invertir*, Gestión 2000). El anuncio era, en sí mismo, un supuesto largo de leer (por eso debió durar poco, pues nadie lo leía a fondo). El que yo vi y se reproduce en la tabla 9-9 se publicó en *El Economista* el 15 de noviembre de 2006. Es verdad que con el nuevo límite legal a las comisiones ha quedado desfasado (en el ejemplo se sobrepasa la comisión máxima permitida actualmente) pero la fuerza del mensaje que transmite es tal que no me puedo resistir a recuperar esta publicidad. Aunque sea del 2006.

---

**Tabla 9-9. Anuncio ING publicitando la importancia de las comisiones en los planes (año 2006)**

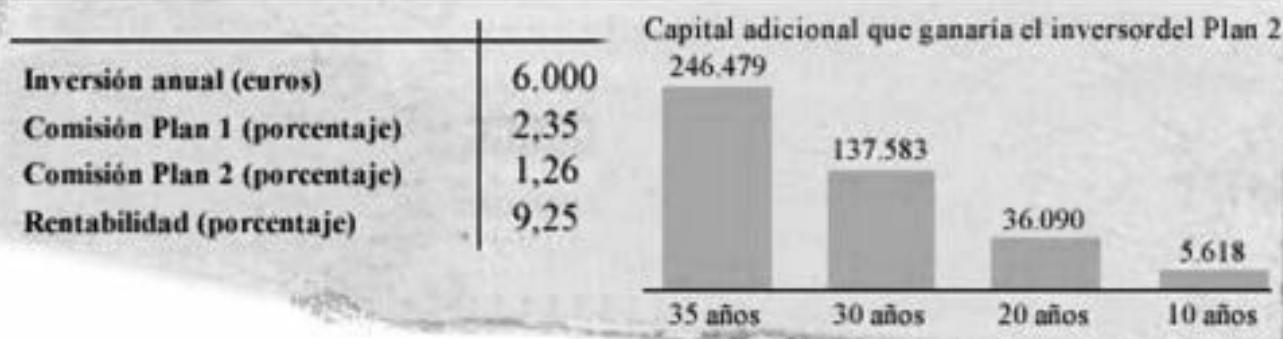
---

<i>Supuesto (cifras en euros)</i>	<i>Capital adicional que ganaría el inversor del plan 2</i>
Inversión anual: 6.000 euros al año	En 10 años: 5.618
Comisión del plan I: 2,35 %	En 20 años: 36.090
Comisión del plan II: 1,26 %	En 30 años: 137.583
Rentabilidad anual promedio: 9,25 %	En 35 años: 246.479

---

# ¿Quién da más?

## Comparación de los planes de pensiones según la comisión que cobran



Fuente: *El Economista*, a 15/11/2006.

La interpretación de la tabla anterior es que el inversor del plan 2, con la misma cartera de inversión (muy importante: asumiendo el mismo nivel de riesgo) gana a los 10 años 5.618 euros más por el mero impacto de las comisiones. Y a muy largo plazo, 35 años, la diferencia de rentabilidad es escandalosa: 246.479 euros.

Es verdad que la rentabilidad promedio es excepcional (es la que da una cartera de 100 % bolsa a muy largo plazo) y que la comisión del 2,35 % hoy en día no sería aplicable (aunque no está tan desfasada: estuvo vigente hasta el 2 de octubre de 2014), pero lo importante es que te quedes con la idea de que a largo plazo la misma rentabilidad con una menor comisión ofrece un incremento de patrimonio muy significativo.



Invertir en productos con comisiones bajas es empezar ganando.

Este ejemplo me viene muy bien para aclarar un concepto que he introducido antes cuando te explicaba la diferencia entre un fondo de pensiones y de un plan de pensiones y que intuitivamente cuesta de ver. El plan I y el plan II podrían estar adscritos perfectamente al mismo fondo de pensiones. Esto es, el fondo de pensiones es una única cartera de inversión y sobre el mismo se han definido dos planes de pensiones distintos, cuya diferencia es la comisión de gestión que aplican.

## Qué pasa cuando te jubilas

Lo primero ¡felicitaciones! Si te vas a jubilar en un tiempo prudencial seguramente

todavía te caerá algo de la Seguridad Social. Lo segundo, prepárate a buscar y organizar la montaña de papeles que te van a pedir antes de que puedas recuperar tu dinero. ¿Pensabas que era fácil? Dime cuándo has visto que en un banco te pongan pegas y dificultades para ingresar el dinero y que para sacarlo todo sean facilidades. Ya te lo digo yo: nunca. Así es la vida, y por eso te animo a que no desfallezcas. Prepara los papeles y láñate a recuperar tu dinero.

Cuando le enseñas al señor del banco todos los papeles que te pida para liberar tu plan de pensiones, ese mismo señor, de aspecto circunspecto y voz grave, te preguntará si quieres:

- a) Recuperar tu dinero en forma de capital.
- b) Recuperar tu dinero como renta financiera.
- c) Recuperar tu dinero como renta asegurada vitalicia.
- d) Recuperar tu dinero como renta asegurada temporal.
- e) Una combinación de las anteriores.

Te acabas de jubilar y ya tienes el primer dolor de cabeza. Vaya follón. Además, lo malo es que no hay respuestas únicas y universales que valgan para todo el mundo, ya que depende de las condiciones que te ofrezcan y de tu situación personal y financiera concreta (y también de tu situación fiscal).

Para no calentarte mucho la cabeza, ten en cuenta que:

- ✓ **En forma de capital:** quiere decir que lo cobrarás todo de golpe. Esto provocará que el impuesto de la renta del año de tu jubilación suba de forma muy significativa. Para mí, excepto por motivos muy específicos (existe una exención para aportaciones anteriores al 2006), no es la opción más recomendable.
- ✓ **Renta financiera:** significa que dejas tu dinero trabajando para ti dentro de los planes de pensiones que consideres (bonos/bolsa). No tienes la rentabilidad garantizada, pero, a cambio, puedes beneficiarte de la buena marcha (si se da) de los mercados financieros. Si decides cobrarlo así —que para mí es una de las mejores opciones—, el plan te irá pagando una cuantía periódica (cada mes, cada trimestre o cada año es lo usual) durante el tiempo que indiques (5 años, 10 años, 15 años... Lógicamente a mayor plazo, menor será la cuantía) y hasta que se agote el dinero (derechos consolidados). Durante todo ese tiempo, el dinero que no utilizas sigue trabajando para ti dentro del plan, por lo que puede seguir creciendo al beneficiarse de la rentabilidad que el plan obtiene. En una renta financiera, además, se permite tanto el rescate anticipado de todos los derechos de

cobro (recuperar toda tu inversión si la necesitas), como el llamado anticipo de rentas (solicitar una vez al año un anticipo a cuenta de la renta pendiente de cobro).

- ✓ **Renta asegurada:** funciona como los seguros: se hacen unos cálculos y te aseguran un importe durante un periodo de tiempo (esta es la renta asegurada temporal), o bien se pacta un importe menor pero hasta tu muerte (renta asegurada vitalicia). En estos casos, es importante negociar la reversibilidad de la recuperación, es decir, te aconsejo que te asegures de que, en caso de muerte, tus beneficiarios reciban el dinero que quede en el plan. Todos estos aspectos relacionados con los seguros los encontrarás en el capítulo 10, dedicado al mundo de los seguros.

## Claves para escoger el mejor plan



Una buena herramienta para analizar planes de pensiones es Morningstar, un proveedor independiente de información financiera (ya te he hablado de él en el capítulo 8). Pero también debes tener en cuenta que el sector de planes suele ofrecer menos transparencia e información que los fondos, aunque a lo largo de 2014 se aprobaron nuevas normas legales con el fin de mejorar esta situación.



Por ello, ahí te dejo estos consejos finales:

- ✓ Invierte en planes de pensiones si tu factura fiscal es a pagar. Si no es así, centra tu inversión en fondos u otros productos financieros líquidos con los que te sientas cómodo.
- ✓ Si inviertes en planes, adecua tu cartera, además de a tus circunstancias personales, al horizonte temporal que tengas por delante. Aunque seas un valiente no deberías invertir igual a los 30 años que a los 58. No al menos en lo que respecta a la previsión de tu jubilación.
- ✓ Busca, en lo posible, planes con bajas comisiones, sobre todo en planes de renta fija. En bolsa, si el gestor es bueno, se paga la comisión de sobras, pero en renta fija hay menos opciones para sacar a relucir el talento.
- ✓ Las normativas legales modificadas durante 2014 obligan a las gestoras de planes de pensiones a elaborar un documento muy parecido al DFI o Datos Fundamentales para el Inversor, obligatorio de los fondos de inversión (está

explicado de forma amplia en capítulo 8). Este nuevo documento se llama Documento con los Datos Fundamentales para el Partícipe, DDFP, y detalla los principales aspectos relacionados con la política de inversión y riesgos del fondo de pensiones y del plan adscrito al mismo. Es fundamental, como en los fondos, que lo estudies detenidamente antes de suscribir ningún plan.

Y, si además de hacerlo bien, te regalan un jamón por contratar un plan, no seas tonto y cógelo.

## **Capítulo 10**

---

# **Seguros, una forma de invertir y ahorrar**

---

### **En este capítulo**

- ▶ Clases de seguros
  - ▶ En qué consiste un seguro ahorro-inversión
  - ▶ Ventajas fiscales de los seguros
- 

“La vida es lo que pasa mientras estás haciendo otros planes.”

JOHN LENNON

¿Has visto alguna vez un libro de inversiones que trate sobre los seguros? Lo más probable es que no, y apuesto a que sabes el motivo: son muy complicados de leer, tienen un aparato técnico-legal que no hay quien lo entienda y hacen que tragarse un contrato completo sea como hacer la dieta Dukan y trabajar en una pizzería. Complicado.

Pero lo bueno es que dan juego para invertir y, en el caso del inversor conservador, pueden ser una de las mejores opciones para gestionar parte de su cartera.

Este capítulo no es más que un curso de iniciación para principiantes al mundo de los seguros, ya que darían para escribir un manual completo. Una lectura muy recomendable en caso de insomnio...

### **¿Es seguro invertir en seguros?**

Si te hablan de seguros, ¿qué es en lo primero que piensas? Es probable que en una de estas dos cosas:

- ✓ **El seguro del coche**, del que ya te cuesta entender el rollo de si la franquicia es por cada lado del coche y no por la totalidad. Da igual lo que signifique, lo que sabes seguro es que, en caso de accidente, acabas pagando

mucho más de lo que creías. Cuando te venden el seguro, no nos lo suelen explicar así y el contrato, por supuesto, ni nos lo leemos. ¿Para qué, si en el primer párrafo ya nos preguntamos si está escrito en nuestro idioma de lo incomprensible que resulta?

- ✓ **El seguro de tu casa.** Es ese seguro que, sobre el papel, cubre todo de todo hasta que llamas a la compañía para declarar una fuga de agua y te dicen que “ese supuesto está excluido” y te quedas con cara de tonto. O te preguntan cuánto tiempo hace que pasó y tú, inocente, dices que hace quince días, pero que has estado muy ocupado con la enfermedad de tu gato y entonces te responden: “La ley general de seguros dice claramente que son siete días; lo sentimos, pero ha presentado la reclamación fuera de plazo. ¿Tiene alguna otra consulta?”. Y en ese momento soltaríamos alguna ordinariaez, pero como los Dummies somos gente educada, controlamos nuestro malhumor.

Pues bien, olvídate de estos seguros que conoces tan bien, porque no son el objeto de nuestro interés. Aunque no es objeto de este libro, déjame recordarte que un paso previo obligatorio a la construcción de tu cartera de inversión es la cobertura de tu patrimonio y de posibles contingencias: ten un buen seguro para tu casa, un seguro de vida... Y por si acaso, si eres profesional, contrata un buen seguro de responsabilidad civil. Los riesgos son cuantificables, y un buen profesional del sector te podrá ayudar a cubrirlos.

A nosotros lo que nos interesa es aprender a invertir, y el mundo de los seguros nos ofrece un gran abanico de posibilidades para todos los gustos. Te estoy hablando de los seguros de ahorro-inversión, a los que dedico uno de los próximos apartados. Y te voy a hablar de hasta ocho categorías de productos de esta naturaleza que cubren diversas necesidades, aunque no son categorías tipificadas ni oficiales.

## Algunos palabras antes de empezar

Antes de sumergirte en el mundo de los seguros es imprescindible que tengas claros algunos conceptos básicos o no vas a entender nada (tampoco es que luego se entienda mucho, pero al menos podemos disimular nuestra confusión):

- ✓ **Asegurador:** empresa que asume el compromiso del seguro. A veces ellos mismos te venden el seguro y otras veces te lo vende un corredor de seguros o un banco, pero el que tiene que pagar si pasa algo es el asegurador.
- ✓ **Tomador:** palabra que engaña, porque tomar no toma nada... Es el que paga el seguro.
- ✓ **Asegurado:** el que está expuesto al riesgo.
- ✓ **Beneficiario:** el que recibe la indemnización.



Nuestro enfoque será el más sencillo de todos porque el tomador, el asegurado y el beneficiario son la misma persona: tú.

- ✓ **Interés técnico garantizado:** rentabilidad mínima garantizada por contrato. Cada año, el Ministerio de Economía publica el interés técnico mínimo, si bien las aseguradoras podrán calcular el tipo de interés en función de la rentabilidad que obtengan con sus inversiones siempre que cumplan con los requisitos que marca la normativa legal (las inversiones que puede hacer una compañía aseguradora están delimitadas por la ley).
- ✓ **Participación en beneficios:** tiene que estar recogido expresamente en la póliza. Es un porcentaje que el asegurador ofrece sobre los rendimientos de la inversión. Se calcula como la diferencia entre la rentabilidad obtenida y el interés técnico garantizado, es decir, cuánta rentabilidad obtienes por encima del interés técnico garantizado La participación en los beneficios solo puede aumentar el capital invertido con esos mismos beneficios obtenidos, y nunca puede dar un resultado negativo que disminuya el capital garantizado.
- ✓ **Valor de rescate:** es la devolución de tu inversión en caso de que cancelas la póliza antes de lo establecido. Incluye la suma que resulta de la inversión que has hecho en el seguro, capitalizada al tipo de interés técnico garantizado (si el interés técnico garantizado era del 2 %, te devolverán el dinero que has puesto más el 2 % proporcional al tiempo transcurrido), más la participación en beneficios si los hubiera habido, más... ¿Te creías que era tan sencillo? Pues no exactamente, porque te descontarán los gastos y comisiones estipulados en el contrato por la cancelación anticipada. En general, cuando el contrato lleva varios años de vida los gastos son muy bajos y suele salir a cuenta, pero como se te ocurra cancelar en los primeros dos años es posible que incluso pierdas capital. No es buena idea invertir en seguros si el dinero te puede hacer falta dentro de poco tiempo.
- ✓ **Renta actuarial versus renta financiera:** no voy a entrar en tecnicismos pero me parece importante comentarte este punto, porque es muy común que en el mundo de los seguros te hablen de “rentas actariales”, que es un concepto que no hemos visto ni siquiera en el capítulo 2 y que realmente es una parte muy específica y muy compleja de las matemáticas financieras. Para que te suene, una renta financiera solo tiene en cuenta factores financieros (la rentabilidad de la inversión, lo que has visto en el capítulo 2), mientras que una renta actuarial, además de los factores financieros, tiene en cuenta cálculos actariales (esperanza de vida, probabilidad de supervivencia, etc.). Las rentas actariales suelen ser vitalicias, esto es, se garantiza su pago durante toda la vida del beneficiario con independencia de

los años que viva.

Para los neófitos (y cuando se trata de seguros, “neófita” es todo aquel que no es actuaria de seguros), esto del interés técnico garantizado y de la participación en beneficios es uno de los puntos más difíciles de entender. Vamos a ver un ejemplo simplificado al máximo de cómo funciona:



Supón que vas a tu banco habitual y te ofrece un depósito a plazo fijo al 1,50 %. “¡Qué poca cosa!”, pensarás. Entonces te diriges a tu aseguradora de confianza, La Viuda Alegre Seguros Generales, y allí te ofrecen un seguro de ahorro-inversión (enseguida verás en qué consisten) con un interés técnico garantizado del 1,00 %, esto es, menos que el depósito del banco, pero que incluye una participación en beneficios del 70 % y además te explican que su equipo de inversión lo hace de miedo (de miedo del bueno, quieren decir). Al final te convencen y te largas con La Viuda Alegre (la empresa, por supuesto).

Al cabo de un año te dicen que su equipo de inversión ha obtenido nada más y nada menos que un 10 %, por lo que el resultado de tu inversión es del 7,30 %. ¡Albricias!

El cálculo sería como sigue:

- ✓ 1 % que tenías en cualquier caso (interés técnico garantizado)
- ✓ 6,30 % de participación en beneficios

La participación en beneficios se calcula de la siguiente manera: en este caso, será el 70 % de la diferencia entre lo obtenido por la gestión de inversión (el 10 % que han conseguido los de La Viuda Alegre), menos el interés técnico garantizado (el 1 %). Esto es:  $70\% \times (10\%-1\%) = 6,30\%$ .

El interés técnico garantizado va a ir en línea con los tipos de interés de mercado y en cuanto a la participación en beneficios no esperes, en general, superrentabilidades (en el ejemplo he tomado una rentabilidad muy alta solo para conseguir un resultado muy claro de la participación en beneficios). Por fuerza, una compañía de seguros debe ser conservadora —su política de inversiones está además muy limitada por ley—. Lo que sí es muy importante es el porcentaje que te lleves de la participación en beneficios, ya que a largo plazo es la clave de la mejora de la rentabilidad de tu inversión en seguros de ahorro. Recuerda además, que siempre suma, nunca resta.

## Un poco de solvencia, por favor

Un aspecto fundamental cuando contratas un seguro de ahorro es la *solvencia* de la empresa. Me explico: cuando inviertes, por ejemplo, a través de un fondo de inversión (de los que te hablo en el capítulo 8), estás invirtiendo en un producto de “fuera de balance”. Aunque el banco que te lo ha vendido quebrase, tu inversión está fuera del balance del banco y a ti no te pasaría nada, el banco es un mero comercializador, un intermediario. Lo mismo ocurriría si tu inversión estuviese en acciones, bonos o en planes de pensiones, todos ellos activos “fuera de balance”. Con un seguro no ocurre así: tu dinero está “dentro de balance” de la aseguradora, por lo que, si esta quiebra, tienes un problema. Y gordo.

Así como para los depósitos bancarios hay una cantidad asegurada de 100.000 euros por depositante y entidad por parte del Fondo de Garantía de Depósitos, para los seguros no existe una cantidad asegurada por las instituciones públicas.

Ciento es que:

- ✓ son entidades supervisadas por la Dirección General de Seguros.
- ✓ los seguros de ahorro generan unas provisiones matemáticas individualizadas dentro del balance de la compañía (el saldo neto acumulado por el contrato de seguro, que hace como de pequeño colchón).
- ✓ a diferencia de los bancos, no tienen la problemática de la morosidad crediticia que, sin ir más lejos, se ha llevado por delante al sector de las cajas de ahorro.

Pero por muchos “cierto es que” a su favor, no es menos verdad que no tienes ningún importe mínimo asegurado por ley al ciento por ciento y en caso de quiebra de la aseguradora la devolución de tu dinero dependería única y exclusivamente del resultado de la liquidación de la compañía (de la venta de sus bienes).



Así pues, el factor número uno a la hora de escoger una entidad aseguradora para constituir un seguro de ahorro es la solvencia de la compañía, antes que las propias prestaciones del contrato.

## Los seguros ahorro-inversión

Como sabes, seguros hay de todo tipo: además de los de casa y automóvil que ya hemos visto, hay de vida, de accidentes, de averías en el hogar, de incendios,

deportivos, de asistencia de viajes, de perros...

Pero nada de eso nos interesa en este momento. De lo que quiero hablarte es de los seguros ahorro-inversión.



Un seguro de ahorro-inversión es un seguro de vida que asegura un capital o una renta en el supuesto de que el asegurado sobreviva al vencimiento de la póliza. Su finalidad es el ahorro a largo plazo y se puede ir constituyendo un capital a través de la aportación de primas periódicas (lo más común son pagos mensuales o trimestrales) o de un pago único.



Aunque el aparato jurídico legal de los seguros es complejo, debes ver un seguro de vida de ahorro-inversión como un mero producto de ahorro más, que te ofrece la posibilidad de obtener un capital al vencimiento del contrato.

¿Ves algo raro en la definición de los seguros de ahorro? Supongo que, como diría José Mota, “¿te has dao cuenta tú también?”. En la definición dice “en el supuesto de que el asegurado sobreviva”. Acongoja, ¿verdad? (la editorial no me deja poner el verdadero adjetivo que encaja en un asunto de este cariz, pero tú ya me entiendes). No deja de ser un seguro de vida, pero eso no quiere decir que si falleces se vaya a perder tu dinero y se lo quede la aseguradora, este tipo de seguros de inversión llevan una cobertura por fallecimiento que ofrece reversibilidad a los beneficiarios que hayas designado.



La reversibilidad del seguro quiere decir que si el asegurado fallece, se transmite el derecho de cobrar un porcentaje del valor del seguro a los beneficiarios.

Aunque pueda parecer que los seguros de ahorro son el gran desconocido de la inversión, en realidad no es así. Según la patronal de los seguros Unespa, a 30 de septiembre de 2014 el volumen de ahorro gestionado en productos de seguro de vida era de 165.056 millones de euros y llevaba un crecimiento del 3,14 % desde septiembre de 2013. Por hacer una comparación, en esa misma fecha, el volumen de fondos de inversión en España era de 303.570 millones de euros, según Inverco. Cierto es que los seguros suponen poco más de la mitad de los fondos, pero es que estos son el producto rey de la inversión en los países desarrollados.

Los seguros se pueden dividir en nueve tipos (no es una división formal, es un enfoque habitual en las compañías del ramo):

- ✓ Planes de previsión asegurados (PPA).
- ✓ Planes individuales de ahorro sistemático (PIAS).
- ✓ De prima única.
- ✓ De capital diferido.
- ✓ De rentas.
- ✓ De renta vitalicia sobre inmueble.
- ✓ Planes de ahorro a largo plazo
- ✓ *Unit Linked*.
- ✓ *Variable Annuities*.

Voy a explicártelos uno a uno. Si quieres conocerlos, sigue leyendo.

## Planes de Previsión Asegurados (PPA)



Los PPA funcionan prácticamente igual que los planes de pensiones: su finalidad es constituir un capital de cara a la jubilación. La diferencia entre un plan de pensiones y un PPA es que este último, necesariamente, debe garantizar un interés mínimo, lo cual no ocurre con los planes de pensiones (salvo en los garantizados). Además, puede ofrecer participación en beneficios.

Al igual que los planes de pensiones, no pueden ser rescatados salvo en los mismos supuestos en los que se puede acceder al dinero de un plan. Además de la jubilación o invalidez, incluiría:

- ✓ Enfermedad grave del asegurado o familiares de primer grado.
- ✓ Desempleo de larga duración.

Las primas también reducen la base imponible del IRPF como en los planes (te lo he explicado en el capítulo 9) y los límites son los mismos que en los planes.

## Planes Individuales de Ahorro Sistemático (PIAS)



Los PIAS tienen la finalidad de constituir un ahorro a largo plazo que suponga una renta vitalicia. La idea del legislador es crear un complemento a la pensión, pero que, a diferencia de los planes de pensiones o PPA que tienen buena fiscalidad cuando los constituyes (reducción de la base imponible) y mala cuando se rescatan (tributan como rendimientos del trabajo personal), los PIAS no tienen ventajas fiscales en su constitución, pero sí cuando se perciben.

Se caracterizan por:

- ✓ Tomador, asegurado y beneficiario, en caso de supervivencia, deben ser la misma persona.
- ✓ La duración del PIAS debe ser, al menos, de cinco años (hasta el 2014 era de 10 años). Esta duración mínima de los PIAS es aplicable tanto a los que se constituyan a partir del 1 de enero de 2015 como a los formalizados con anterioridad.
- ✓ Las primas no pueden superar los 8.000 euros al año y el total acumulado no puede superar los 240.000 euros.
- ✓ Si han transcurrido cinco años o más, el asegurado obtiene una renta vitalicia al finalizar el contrato que dependerá del capital acumulado y de sus condicionantes actuariales (edad, esperanza de vida, sexo —las mujeres tienen una esperanza de vida mayor que los hombres—, etc.).
- ✓ Los PIAS pueden ser rescatados antes de los cinco años, pero entonces tributarán como cualquier seguro de vida de capital diferido.

## Primas únicas

Aunque el nombre evoque a fantasmas del pasado (en su día se comercializaron como un producto opaco y hubo fraude fiscal a escala nacional), son una estupenda modalidad de seguros de ahorro que ofrece una rentabilidad garantizada al vencimiento de la operación.

Sus características son:

- ✓ Se constituye un único capital con un vencimiento pactado con la compañía.
- ✓ No suele darse la participación en beneficios, pero el interés técnico acostumbra a ser superior al que marca la Dirección General de Seguros.
- ✓ Normalmente se puede rescatar a partir de un año, y las penalizaciones no suelen ser excesivas.

## **De capital diferido**

Su objetivo es constituir un capital a largo plazo y tiene las siguientes características:

- ✓ Cuando se contrata, se fija un interés técnico y suelen tener participación en beneficios.
- ✓ La duración es abierta, y se negocia entre la compañía aseguradora y el asegurado.
- ✓ Tienen una prima periódica (una vez al año, trimestral o mensual) que suele incrementarse de forma anual según lo pactado con la aseguradora.
- ✓ Ofrecen unos derechos garantizados al asegurado: derecho de rescate (extinción de la póliza) y derecho de reducción (suspensión del pago de la prima).
- ✓ Es un producto flexible en el que se pueden modificar la mayor parte de términos del contrato (prima aportada, capital a obtener al vencimiento, porcentajes de revalorización, etc.).

## **De rentas**

Su objetivo es ofrecer al asegurado unos ingresos de forma periódica y garantizada. Sus características son:

- ✓ Debe invertirse una cantidad de capital suficiente para que pueda generar una renta.
- ✓ Las rentas pueden ser temporales (se reciben durante el tiempo que se haya pactado contractualmente) o vitalicias (recibes la renta hasta la muerte).
- ✓ Las rentas pueden ser inmediatas o diferidas. Inmediatas significa cuando se suscribe el contrato se empieza a percibir la renta y diferidas quiere decir que estipulas cuándo empezarás a recibir la renta.
- ✓ Cuando las rentas son vitalicias pueden ser reversibles (al fallecer el titular el beneficiario que él designe percibe un porcentaje de la renta), con reembolso (si hay dos titulares, situación habitual en cónyuges, si uno fallece el otro continúa recibiendo la renta hasta su fallecimiento) y reversibles con reembolso (si fallecen ambos titulares, un beneficiario cobra la renta hasta agotar la prestación).

## **De renta vitalicia sobre inmuebles**

Es un seguro por el cual el asegurado vende su vivienda a la compañía aseguradora. La casa se convierte en la prima necesaria para recibir una renta

mensual vitalicia (para toda la vida). Sus características son:

- ✓ El asegurado tiene que ser mayor de 65 años.
- ✓ En vez de dinero, se aporta una vivienda. La casa hace la función de prima.
- ✓ Existen dos modalidades de contratación: con herederos (a la muerte se retorna la prima no consumida a los herederos) o sin herederos (a la muerte se extingue la prima). De cara al asegurado (al que vende la casa), la modalidad con herederos supone recibir una renta más baja que sin herederos.
- ✓ La renta a percibir va en función de la edad del asegurado, del valor de la vivienda y de ciertos parámetros financieros.
- ✓ Como cualquier compraventa, se firma ante notario y se inscribe en el Registro de la Propiedad. En términos legales, se dice que el asegurado transmite la propiedad y se reserva el usufructo (el uso y disfrute de la vivienda).

## Dinero o herencia

Si estás pensando en hacer una renta vitalicia sobre inmuebles, deberías compararlo con una hipoteca inversa.

¿Es lo mismo? No.

¿Cuál es mejor? Depende de las circunstancias del asegurado y de sus preferencias personales.

En la hipoteca inversa no transmites la propiedad, hipotecas la casa pero, en lugar de pagos mensuales (que es la hipoteca normal), percibirás ingresos mensuales en función de tu edad y del valor de tasación de la vivienda.

En general, si piensas en los beneficios del asegurado, puede ser mejor un seguro de renta vitalicia sobre inmuebles, ya que la renta suele ser más alta y el asegurado ya no tiene que pagar algunos gastos inherentes a la propiedad de la vivienda (el Impuesto de Bienes Inmuebles, IBI, y las derramas extraordinarias las paga la aseguradora).

Pero si piensas dejar herencia a tus hijos, la hipoteca inversa es más recomendable, pues tras la muerte del propietario de la vivienda, esta se transmite a los herederos, que tendrán un plazo (entre seis y doce meses) para cancelar la hipoteca. En el caso del seguro de renta vitalicia sobre inmuebles no hay herencia alguna: el inmueble se vendió para percibir una renta y, a la muerte del asegurado, la compañía aseguradora tendrá plena disponibilidad del inmueble.

La diferencia está entre percibir más dinero (seguro de renta vitalicia sobre inmuebles) o dejar herencia a los hijos (con cargas, pero herencia al fin y al cabo). Los expertos indican que la diferencia en la cuantía de la renta a percibir entre una y otra modalidad puede llegar a ser entre un 25 y un 30 % a favor del seguro.

¡Difícil decisión!

## Planes de ahorro a largo plazo

Esta es una nueva modalidad de seguro que hasta el año 2015 no existía y con la que se pretende fomentar el ahorro popular a través del seguro (aunque también puede tener otro formato, como verás a continuación). En la prensa se les ha bautizado como “planes de ahorro 5”, porque esos son los años mínimos necesarios para que su contratación sea interesante, pero puedes encontrarlos con varios nombres:

- ✓ Cuando se contrata con una aseguradora se llama Seguro Individual de Ahorro a Largo Plazo (SIALP).
- ✓ Cuando se contrata con un banco se llama Cuenta Individual de Ahorro a Largo Plazo (CIALP).
- ✓ Las principales características de este nuevo producto son:
  - La aportación máxima anual son 5.000 euros y se garantiza recuperar, como mínimo, el 85 % de las aportaciones.
  - Solo se puede rescatar en forma de capital (aquí no hay rentas que valgan).
  - El atractivo de este producto es fiscal: si se recupera transcurridos cinco años desde la primera aportación, los beneficios que hayas obtenido estarán exentos de impuestos. No tributan. Si has invertido 25.000 euros a lo largo de cinco años y cuando lo recuperas tu inversión vale 30.000, esos 5.000 euros de beneficio están exentos de tributación.

## Unit linked

Lo encontrarás escrito como lo he puesto o como *unit link*. Sinceramente, no sé cuál es la forma buena, pero puede aplicarse aquello de que “no importa el color del gato si caza ratones”. Vamos, que nos da igual (he consultado webs de distintas aseguradoras importantes y se utilizan ambos términos).

Que no se nos olvide, sus características:

- ✓ A diferencia del resto de seguros que hemos visto, el asegurado decide, dentro de unas opciones limitadas, dónde colocar la inversión. Se suelen ofrecer varias cestas de fondos y el asegurado decide en qué tipo de cesta invierte y si prefiere una más conservadora o más agresiva.
- ✓ No se garantiza el capital a vencimiento, la rentabilidad depende de cómo hayan ido las inversiones seleccionadas.
- ✓ A lo largo de la vida del producto se puede ir cambiando de inversión

(pasar de una cesta de fondos a otra).

- ✓ No tienen un vencimiento prefijado, se cancelan cuando el asegurado lo decide.

Los *unit linked* tuvieron su momento de gloria cuando no existía la posibilidad de traspasar fondos, y la única manera de hacerlo sin tributar era por medio de este seguro. Cuando se autorizó el traspaso entre fondos de inversión, su utilidad quedó en entredicho y hoy en día su uso está concentrado en las bancas privadas a través de la constitución de *unit linked* en Irlanda y Luxemburgo, ya que ofrecen algunas características ventajosas para los grandes patrimonios.

## Variable annuities

También se les llama seguros indexados y, junto con los *unit linked*, son lo más parecido a la inversión a través de productos financieros. De hecho, un *variable annuity* no es más que un producto estructurado (te hablo de ellos en el capítulo 11) con formato de seguro. Sus características:

- ✓ Son seguros de prima única. Desde el principio se invierte la cantidad que se desea invertir.
- ✓ La rentabilidad de la inversión viene determinada por la evolución de uno o varios índices bursátiles o una cesta de acciones.
- ✓ En general, son inversiones a muy largo plazo (diez, quince y veinte años).
- ✓ Ofrecen la posibilidad de rescate parcial o total (recuperar el dinero). En ese caso es posible incurrir en pérdidas sobre el capital invertido.
- ✓ Son muy heterogéneos, y cada compañía aporta unas características propias a sus *variable annuities*. Los mejores son aquellos en los que la inversión está garantizada al ciento por ciento a vencimiento y ofrecen un porcentaje de revalorización interesante sobre la evolución de un índice.



Para que lo entiendas, aquí tienes un ejemplo de ING Nationale-Nederlanden (todas las grandes aseguradoras ofrecen productos parecidos) cuyo producto estrella dentro de los *variable annuities* se llama “Generación F Único”:

- ✓ Capital garantizado 100 % a vencimiento.
- ✓ Rentabilidad: 100 % de la revalorización de un índice o mercado bursátil sin medias ni porcentajes.

Exige, eso sí, que la cartera tenga siempre un mínimo del 30 % invertido en renta fija.

- ✓ Inversión en distintos mercados: Ibex, zona euro, Japón, Estados Unidos o bolsa global.

Como seguro de vida que es, en caso de fallecimiento ofrece la mayor de las siguientes cantidades: o bien el valor de la inversión más 1.000 euros o bien el 100 % del capital garantizado.

- ✓ Plazos de inversión de entre 10 y 20 años, aunque como todo seguro se puede rescatar de forma anticipada.
- ✓ Se puede cambiar la inversión de un mercado a otro pagando una comisión.

¿No pinta mal, no? Como en todo seguro, hay que entender muy bien el contrato y, sobre todo, tener muy claros los plazos de la inversión. Diez años dan para muchos cambios en la vida y 20 ni teuento.

## Ventajas fiscales de los seguros

Como esto de la fiscalidad es complejo y en nuestro país cambia además cada año, voy a intentar no liarnos más de la cuenta. Nuestro enfoque ha tomado como referencia la tributación establecida para el 2015, por lo que, si lees el libro en 2016, algo habrá cambiado y si el libro cae en tus manos en 2020 puedes tachar todo lo que tenga que ver con normas fiscales, no te valdrá para nada.

Vamos a ver la tributación de los seguros de ahorro cuando el tomador (el que paga; en la normativa del IRPF verás que se habla de él como “el contratante”) y el beneficiario son la misma persona, porque si fuesen personas distintas la cosa se nos liaba y nos tendríamos que ir a otro impuesto, que es el de sucesiones y donaciones, y entraríamos en una diversidad de casuística que haría que acabásemos con más dudas que al principio. El caso más habitual de que el tomador (el que paga el seguro) y el beneficiario sean la misma persona es el de los seguros de vida-ahorro que contratas tú (tomador) y del que tú mismo eres el beneficiario. Si tú dejases de ser el beneficiario (y en un seguro de vida el único caso en que dejas de ser beneficiario es si se te ocurre llamar a la puerta de san Pedro), entonces las personas que tú hubieses designado como beneficiarios pasarían a tributar por sucesiones.

Las características principales de la fiscalidad de los seguros ahorro son estas:

- ✓ Los seguros de vida de ahorro-inversión en que el tomador y el beneficiario

son la misma persona tributan por IRPF.

- ✓ Dentro del IRPF, tributan en la base imponible del ahorro.
- ✓ Dentro de la base imponible del ahorro tributan como rendimiento del capital mobiliario.
- ✓ Dentro de los rendimientos del capital mobiliario los seguros tributan en función de cómo se cobran, si en forma de capital o en forma de renta.
- ✓ Si es en forma de renta, puede ser una renta temporal o una renta vitalicia.

## Prestaciones en forma de capital

La tributación para 2015 en forma de capital corresponde a los tipos de gravamen generales para la base imponible del ahorro:

- ✓ 20 % hasta 6.000 euros de beneficio.
- ✓ 22 % de 6.000 a 50.000 euros de beneficio.
- ✓ 24 % si supera los 50.000.



Recuerda que la retención a cuenta para el ejercicio 2015 es del 20 %.

## Prestaciones en forma de rentas

Las rentas ofrecen importantes ventajas fiscales en el momento del cobro, ya que solo tributa una parte de la renta total percibida. La parte no exenta tributa al tipo general que hemos visto al inicio de este apartado (del 20 al 24 %).

- ✓ **Rentas temporales:** hay unas tablas con los distintos períodos. Estos son los porcentajes de integración del rendimiento vigentes para 2015, en función de la duración de la renta:
  - 12 % cuando la renta tenga una duración inferior o igual a 5 años.
  - 16 % cuando la renta tenga una duración superior a 5 años e inferior o igual a 10 años.
  - 20 % cuando la renta tenga una duración superior a 10 e inferior o igual a 15 años.
  - 25 % cuando la renta tenga una duración superior a 15 años.



Supón que percibes una renta temporal de 100 euros que, de acuerdo con las tablas, tributa al 12 %. En este caso, el importe que declaras en el Impuesto sobre la Renta, en la base del ahorro, son 12 euros (no los 100 que has cobrado). Esos 12 euros tributarán al 20 % (podría ser más si tuvieras otros ingresos imputables a la base del ahorro que te hicieran superar los 6.000 euros de rendimientos), por lo que tu tributación efectiva es de 2,40 € (20 % de 12 euros), esto es, del 2,40 %.

✓ **Renta vitalicias:** al igual que el caso anterior, tributan en función de las tablas que determina el Ministerio de Hacienda y que te resumo a continuación:

- 40 %, cuando el perceptor tenga menos de 40 años.
- 35 %, cuando el perceptor tenga entre 40 y 49 años inclusive.
- 28 %, cuando el perceptor tenga entre 50 y 59 años inclusive.
- 24 %, cuando el perceptor tenga entre 60 y 65 años inclusive.
- 20 %, cuando el perceptor tenga entre 66 y 69 años inclusive.
- 8 %, cuando el perceptor tenga 70 años o más.

De acuerdo con este baremo, si tienes 70 años y percibes 100 euros de renta, imputarás en tu impuesto sobre la renta 8 euros que, al 20 %, supondrán una tributación efectiva del 1,60 %.

Dentro de la fiscalidad de los seguros hay algunos que tienen unas características especiales: los PPA, los PIAS y los planes de ahorro a largo plazo. Aunque ya los haya tratado en sus respectivos apartados, nunca está de más hacer un breve recordatorio.

## PPA

Los PPA tributan exactamente igual que los planes de pensiones, y a partir de 2015 se pueden aportar hasta 8.000 euros, que reducen la base imponible, y a su rescate tributarán como rendimientos del trabajo (para solucionar cualquier duda, puedes echarle un ojo al capítulo 9, en el que te hablo de los planes de pensiones).

## PIAS

Cuando se cobra un PIAS en forma de renta vitalicia —que es como se debe

cobrar— el rendimiento generado durante el ahorro está totalmente exento de impuestos y solo se tributa por el importe de la renta vitalicia que, como acabamos de ver, tiene un coste fiscal muy bajo en función de la edad que tengas en el momento de constituirla. Pero para acogerte a estas ventajas, el PIAS debe tener una antigüedad de cinco años y un importe máximo de 240.000 euros.

## Planes de ahorro a largo plazo

Con un límite de 5.000 euros al año, si recuperas tu dinero pasados cinco años desde la primera aportación, los rendimientos están totalmente exentos de impuestos.

## Mi consejo sobre los planes de ahorro



Desde mi experiencia, los seguros pueden ser el as de tu cartera de inversión siempre y cuando:

- ✓ Inviertas a través de una aseguradora muy solvente
- ✓ Dediques el tiempo necesario a *machacar* y entender el contrato (digo “machacar” expresamente; un poco más arriba te he aclarado cuatro “palabros” para empezar a andar, pero entender una póliza completa es más difícil que poner en marcha una lavadora o interpretar un mapa —y ya sabes que hay personas para cada cosa, ☺).
- ✓ Es un producto para el largo plazo, por lo que, si tienes alma de especulador, no te los mires, no son para ti.

Mi mentalidad a la hora de plantear un plan de inversiones es más anglosajona que europea, por lo que me interesa relativamente poco la fiscalidad de los productos financieros. Prefiero un enfoque financiero antes que fiscal. La excepción son los seguros: en algunos casos ofrecen unas ventajas fiscales de tal magnitud que no se pueden obviar y la tributación que ofrece la legislación española para las percepciones en forma de rentas (o desde 2015 con los Planes de Ahorro a Largo Plazo) los convierte en vehículos de inversión muy atractivos.

## **Capítulo 11**

---

# **Productos derivados y estructurados**

---

### **En este capítulo**

- ▶ Qué son los productos derivados
  - ▶ Futuros y opciones
  - ▶ Los productos estructurados
- 

“Las finanzas son el arte de pasar el dinero de mano en mano hasta que desaparece.”

ROBERT SARNOFF

Los derivados son un mundo apasionante. Son la Champions de las finanzas y, de la misma manera que no todos los equipos están preparados para jugar en esa competición, no todos los inversores están capacitados para sacar provecho de estos maravillosos productos a los que tantas veces se les llama, de forma despectiva, “ingeniería financiera”.

Antes de que te emociones (reconozco que lo de la Champions es para emocionar a cualquiera) quiero recordarte dos aspectos muy importantes sobre los productos derivados:

- ✓ Los productos derivados conllevan niveles de riesgo considerables y, aunque no sea mi intención, es posible que la lectura de este capítulo te quite las ganas, si es que las tenías, de operar con derivados.
- ✓ Los derivados son complejos. No te voy a engañar. Si invertir en bonos y acciones es aspirar a sacar una buena nota, invertir en derivados es apuntar a matrícula.

Si después de leer las páginas de este capítulo entiendes qué son los productos derivados y les pierdes el miedo y, sobre todo, te das cuenta de los riesgos a los que te expones cuando tu cartera de inversión cuenta con ellos, me daré por satisfecho.



El origen de los productos derivados no se encuentra en la especulación, sino en la necesidad de gestionar de forma adecuada los riesgos financieros.

## Una definición abstracta

Quien avisa no es traidor: la siguiente definición de producto derivado raya en lo incomprensible. Es así, qué le vamos a hacer, pues la economía, para justificar que es una ciencia, usa las explicaciones más alambicadas posibles, como si la oscuridad mejorase su ciencia. Pero no te preocupes. Te la doy porque toca, pero espero que, con lo que viene a continuación, te quede más claro. Dicho esto, ahí va la definición:



Un producto derivado es un instrumento financiero cuyo valor deriva, a su vez, de la evolución del precio de otro activo llamado *activo subyacente*.

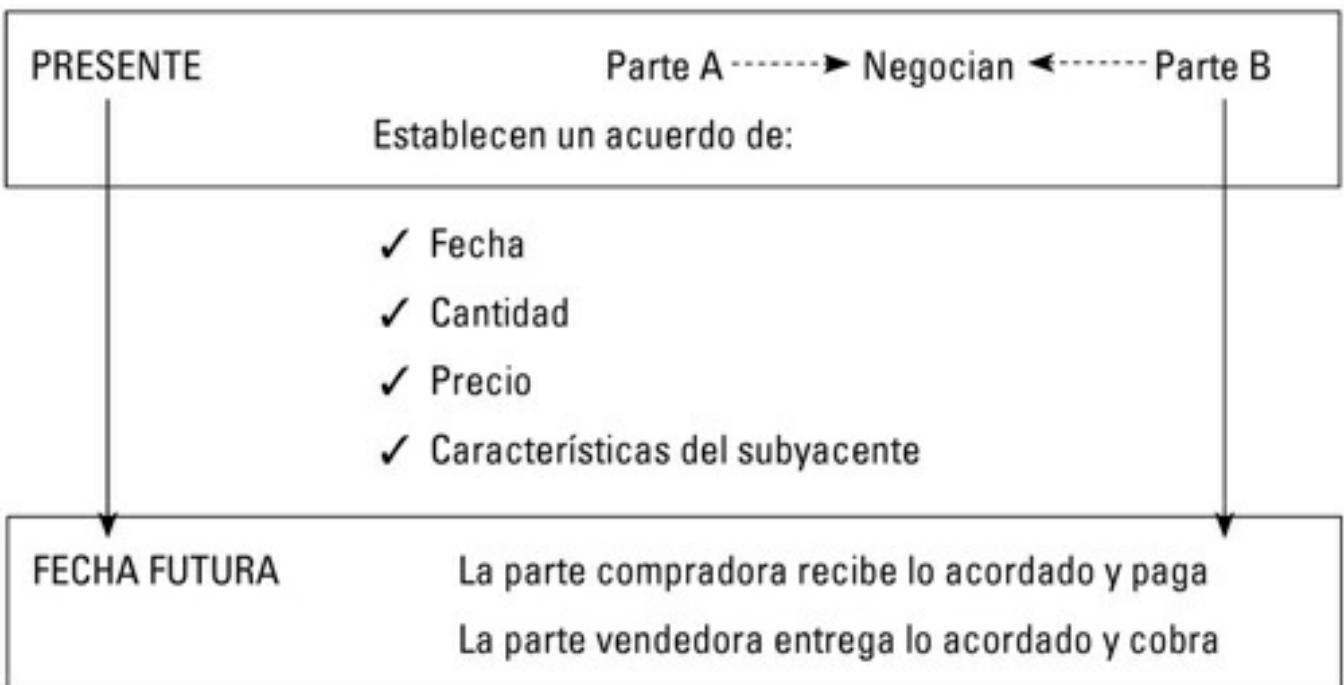
Duro, ¿no? Intentemos suavizarlo. A ver, la palabra clave de todo esto es *subyacente*. Según el diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, algo subyacente es algo “que subyace”. Si buscamos *subyace*, nos sale lo siguiente: “dicho de una cosa: estar oculta tras otra”.

El activo subyacente es el activo financiero o real sobre el que se compra o vende un derecho o una obligación. Sirve de base para la contratación en los mercados de derivados. En un derivado sobre el índice bursátil Eurostoxx 50, el activo subyacente es el índice Eurostoxx 50 (un producto financiero); en un derivado sobre el trigo, el activo subyacente es el trigo (un producto real); en un derivado sobre el tipo de cambio euro / dólar, el activo subyacente es el tipo de cambio euro / dólar, etc.

Los activos subyacentes no son solo financieros, también existen derivados sobre materias primas de todo tipo (cereales, petróleo, oro, cobre, etc.).

## El cuándo y el cómo cuentan

El secreto en la negociación de derivados es cuándo y cómo se hará la transacción, pues un derivado no es más que un acuerdo cuyos términos se fijan hoy (cantidades y precios), aunque la transacción se haga en una fecha futura.



**Figura 11-1:**  
Esquema de negociación de los productos derivados

Si quieras entenderlo mejor, el apunte histórico del recuadro gris te irá de perlas.

### La necesidad agudiza el ingenio

Nos vamos al Japón de finales del siglo XVII. Para evitar rebeliones, el clan Tokugawa obligaba a los señores feudales a vivir medio año en Tokio (llamada Edo entonces), que es donde estaba el gobierno del país. El gobierno, además de tenerlos controladitos, los hacía pasar por caja y “ayudar” a pagar los gastos del imperio. Esa ayuda que *gustosamente* pagaban los caballeros feudales japoneses, era imprescindible para seguir con la cabeza unida al cuerpo.

Pero ¿qué pasaba? Pues que esos señores feudales eran como nuestros viejos hidalgos castellanos, vivían de la tierra y, fuera de eso, solo se preocupaban de leer novelas de caballerías. El arroz era el producto que cultivaban sus vasallos y, una vez finalizada la cosecha y la venta, no tenían liquidez para “ayudar” al gobierno... Pero como querían seguir manteniendo la cabeza sobre los hombros, se les ocurrió emitir unos certificados que daban derecho a comprar la próxima cosecha de arroz a un precio pactado de antemano.

Estos certificados tuvieron una gran acogida entre los comerciantes japoneses, ya que, por primera vez, podían saber a qué precio comprarían el arroz y hacer sus previsiones financieras sin sobresaltos (si hacía mal tiempo, era problema del productor, no suyo). Y también los señores feudales estaban contentos, pues consiguieron liquidez entre cosechas para pagar al emperador... y mantenerse con vida.

¿Qué nos dice esta historia? Pues que:

- ✓ **El producto derivado** son los certificados sobre la próxima cosecha de arroz.
- ✓ **El subyacente** es el arroz.
- ✓ **Las condiciones del contrato son** la fecha de la próxima cosecha (fecha de entrega), el precio pactado y el lugar de entrega (si el comerciante debía recogerlo en origen o el productor lo entregaba en destino).

## Si el arroz no te convence, piensa en un piso

En el cuadro gris teuento una historia de hace 350 años, pero el funcionamiento de los derivados ha llegado hasta nuestros días en otras facetas de nuestra vida. ¿Alguna vez te has comprado un piso? (Si no lo has hecho, sígueme la corriente y haz ver que sí.) Pues un contrato de arras, en esencia, no es más que un producto derivado.



Un contrato de arras es un acuerdo entre dos partes, comprador y vendedor, sobre el que se reserva el derecho sobre un inmueble:

- ✓ **El producto derivado** es el contrato de arras.
- ✓ **El subyacente** es la vivienda.
- ✓ **Las condiciones del contrato** son el plazo que os habéis dado para formalizar la compraventa, el precio de la compraventa y la penalización en caso de no cumplir estas condiciones (por regla general supone la devolución del doble de las arras).

Un producto derivado es un producto financiero cuyo precio deriva de la cotización del activo subyacente en que está basado.

## Be short, my friend

La leyenda negra de los derivados no para de crecer. Sin ir más lejos, se les culpa del colapso del banco de la reina de Inglaterra, Barings, en 1995 o, recientemente, del caso Kerviel en Francia, que supuso unas pérdidas de 4.900 millones en 2008 al banco Société Générale. Pero, para los especuladores, los derivados son como un caramelo a la puerta de un colegio: irresistibles.

La fascinación que ejercen sobre cualquier aspirante a especulador se debe a dos de sus cualidades:

- ✓ Posibilidad de invertir tanto al alza como a la baja.
- ✓ Apalancamiento.

Te las explico a continuación.

## Vender lo que no tienes

Toda la vida has invertido comprando algo que esperas que suba de precio. Por ejemplo, una casa o una acción. Igualmente, has suscrito un fondo de inversión esperando que suba de precio. La idea es:

### **Comprar barato para vender caro**

Tampoco te descubro nada si te digo que eso mismo que has hecho tú lo hemos hecho todos. No hace falta ir a Harvard para saberlo. Por eso, si aspiras a ser un inversor de verdad, tienes que conocer los secretos más importantes de las finanzas.

En otras palabras, tienes que aprender a cubrir tu cartera de inversión de los riesgos del mercado y, todavía más bonito, a ganar cuando todos pierden. ¿Qué pasaría si, en vez de comprar barato para vender caro, lo hicieras en orden inverso?

### **Vender caro para comprar barato**

Es verdad, parece lo mismo que el caso anterior, pero dicho al revés. Por eso, presta atención al siguiente ejemplo.

Imagínate que Telefónica cotiza a 11 euros. Crees que la empresa lo está haciendo de fábula y va a subir de precio. Compras la acción de Telefónica y esperas que suba. Si el precio sube, ganarás, y si baja, perderás. Hasta aquí vamos bien. Lo de siempre. Supón que has acertado y que Telefónica ha subido a 13 euros. Habrás ganado dos euros por acción, un bonito 18 %. Insisto: Compras a 11 y vendes a 13 euros.

Pues bien, ahora imagina ese mismo caso pero dándole la vuelta, como si se tratara de un calcetín. Ves la cotización y no te explicas cómo Telefónica sigue cotizando a 11 euros. Crees que lo está haciendo de pena, que no está a la altura de la competencia, que su tecnología está obsoleta y que las inversiones en Latinoamérica serán ruinosas (es un ejemplo, ¡no te lo tomes al pie de la letra!).

En ese escenario, harías algo que solo se puede hacer con derivados (también se puede hacer con la venta a crédito, que te explico cómo funciona al final de este apartado): venderías algo que no tienes esperando que el precio baje. Tu orden no sería “compra de Telefónicas a 11” como has hecho antes, sino “venta de Telefónicas a 11”. Repito una vez más que la gracia de los derivados es poder vender algo que no has comprado antes. Supón que tu apuesta es correcta y Telefónica cae a 9 euros la acción y entonces lo que haces es comprarlas para cerrar la operación. Vendas a 11 y compras a 9. Y has vuelto a ganar 2 euros por acción.



Cuando hacemos lo normal, comprar para que algo suba, decimos que “estás largo” (*long position*). En cambio, cuando vendes algo que no tienes, lo que se llama venta al descubierto, es porque crees que el activo va a bajar. Esta técnica se llama “estar corto” (*short position*). En jerga profesional puedes oír algo como: “estoy largo de España y corto de Japón” o su equivalente “estoy comprado de España y vendido de Japón”. No está loco, significa que el gestor tiene bolsa española “comprada” porque cree que va a subir y bolsa japonesa “vendida” porque cree que va a bajar.

No te preocupes si te has perdido un poco, lo de vender algo que no tienes para comprarlo después no es fácil de entender. Te voy a confesar que, cuando empecé a especular con futuros y abría un corto (es decir, esperaba una caída del mercado), para fijar mis parámetros de inversión (nivel de salida en beneficios y nivel máximo de pérdidas) necesitaba plasmarlo de forma gráfica sobre el papel y escribirlo a mano para no equivocarme (¡no sabes cuántos problemas me ha evitado el uso del lápiz y el papel!). Yo no soy más listo que nadie pero me dedico a esto y aun así me costó pillarlo al principio; así que tranquilo si de inicio te cuesta.

Comprar un activo → estar largo → beneficios si sube → pérdidas si baja.

Vender al descubierto → estar corto → beneficios si baja → pérdidas si sube.

Esto de estar corto no significa que los “malditos especuladores” te estén insultando. La primera función que te ofrece estar corto es la cobertura (si quieres salir de dudas, puedes leer el apartado “¿Los derivados te pueden servir para algo?”, en este mismo capítulo). Hasta tú estás corto si tienes una hipoteca a tipo variable, como verás si lees el siguiente apartado.

### **“Oiga, que yo no especulo con mi hipoteca”**

Voy a ponerte un ejemplo del día a día. Tu hipoteca, si la tienes. Desde un punto de vista financiero, ¿qué es lo que te conviene?

- a) **Que suba el precio de la vivienda.** ¿Sabes por qué? Porque estás largo de inmuebles. Tienes comprada una posición en inmuebles, por lo que al estar largo, si suben, tu posición comprada sube de valor.
- b) **Que bajen los tipos de interés.** ¿Y sabes por qué? Adivina. Porque estás corto, estás vendido de tipos de interés. Fíjate, tú ganas si los tipos bajan, tienes una posición corta sobre el tipo de interés. Si, por el contrario, los

tipos suben, tú pierdes.

En lenguaje financiero dirías que “estás largo en inmuebles y corto en tipos” o “comprado en inmueble y vendido en tipos de interés”.

Ya ves qué “curiosas” son las finanzas. Puedes tener ahorros invertidos en un plazo fijo y a la vez tener tu hipoteca referenciada al Euribor. Si los tipos suben, tu plazo fijo subirá (cuando se renueve). En esas inversiones estás largo, estás comprado en tipo de interés. Pero, por el contrario, al tener una hipoteca a tipo variable, tu posición permanente ahí es estar corto en tipos, por lo que, cuando estos suban, pagarás más.



Los productos derivados te permitirán abrir tanto posiciones largas como cortas.

También se pueden abrir posiciones cortas sin derivados con la llamada “venta a crédito de acciones”, una herramienta que muy pocos bancos ofrecen. Lo que hacen algunos bancos es alquilarte las acciones que ellos tienen compradas y cobrarte una comisión y un interés por ello. Y en este caso no utilizo la palabra *alquilarte* para que me entiendas, es tal cual. Otra opción que solo se puede hacer con acciones y brokers norteamericanos es vender directamente la acción sin tenerla. Es verdad que esto ya no es nivel Para Dummies, pero no viene mal saberlo. Si alguna vez abres una cuenta en un broker *made in USA* te encontrarás una orden rara que yo no te he explicado en el capítulo 5 (en el que hablo de acciones) que es *short sell* (venta en corto). ¿Y cómo se cierra un *short sell*? Pues con otra orden rara: *buy to cover*. No te las he explicado porque la regulación española no las permite y ahí si que traspasaríamos la frontera Para Dummies, cosa que no pretendemos.

## Oso o toro

Como curiosidad, a los inversores que suelen invertir en el mercado comprando largos se les llama toros (*bulls*), ya que el toro ataca con su cornamenta de abajo arriba. Y a los inversores que acostumbran a invertir vendiendo en descubierto se les llama osos (*bears*), pues utilizan sus garras de arriba abajo.

¿Quieres motivación para aprender a invertir como un oso? John Paulson, gestor de uno de los mayores *hedge fund* del mundo, ganó 15.000 millones de dólares posicionándose bajista en el mercado inmobiliario americano en 2007 (si no tienes claro qué son los *hedge fund* te hablo de ellos en el capítulo 7).

## “Dadme un punto de apoyo y moveré el mundo”

No está claro si fue el físico griego Arquímedes quien dijo esta frase allá por el siglo III a. C., pero a nosotros nos viene de perlas, por la fuerza de la descripción, para introducir la segunda cualidad de los derivados: el apalancamiento (*leverage*).



El apalancamiento se produce al relacionar el resultado de la inversión con el capital invertido.

En el apartado titulado “Futuros” te pongo ejemplos detallados, pero lo importante es entender el concepto. Lo que tiene que quedarte muy claro es que, cuando inviertes al contado (la inversión normal, sin derivados), tu inversión tiene una relación directa con los resultados  $1 \times 1$ . Si compras 6.000 euros de un fondo de inversión y sube un 10 %, habrás ganado un 10 %, es decir, 600 euros ( $6.000 \times 10\%$ ). Con derivados, tu inversión tendrá un nominal (capital invertido) mayor que el capital efectivo que has puesto. Por ejemplo, con futuros del Eurostoxx tendríamos un apalancamiento de 10 veces, es decir, cada euro que pones se multiplica por 10. Tus 6.000 euros equivaldrían a 60.000, por lo que una ganancia del 10 % sobre 60.000 sería 6.000 euros, no 600.

$$\text{Inversión al contado (sin apalancamiento)} = (600 / 6.000) \times 100 = 10\%$$

$$\text{Inversión con apalancamiento} = (6.000 / 6.000) \times 100 = 100\%$$

¡Cómo mola ganar un ciento por ciento! Pero ¿cómo se te quedaría el cuerpo si sucede al revés? Inviertes tus 6.000 euros en productos derivados que dan un nominal de 60.000 y cae un 10 %. No hay que hacer números, has perdido el 100 % de tu inversión. Pierdes todo lo que has puesto. Y se podría perder aún más de lo que inviertes. Si en vez de caer un 10 % cayerese un 20 %, habrías invertido 6.000 y perdido 12.000 (20 % sobre 60.000 nominales) y el broker te estaría dando 24 horas para reponer fondos o ir a los tribunales. Esto, en la práctica, y con bancos y brokers de calidad no sucede. El propio broker liquida la posición antes de ir a mayores. Es el famoso *margin call* (no tiene una traducción estandarizada pero yo lo llamaría “reposición de fondos”).

El apalancamiento no hace que una inversión sea mejor, solo amplifica el resultado, tanto el positivo como el negativo.



El apalancamiento es peligroso. Si no te lo crees, lee el recuadro “Hasta los Nobel se equivocan (y mucho)”. Pero, a pesar de todo, el apalancamiento no siempre es malo. En el recuadro “Oso o toro” te he puesto el ejemplo de las ventas en corto con las que John Paulson ganó 15.000 millones de dólares. La rentabilidad de la operación fue de un 600 %. Eso es un buen uso del apalancamiento.

### Hasta los Nobel se equivocan (y mucho)

Uno de los mayores fiascos de la historia de las finanzas fue un *hedge fund* llamado *Long Term Capital Management* (LTCM), que gestionaban, entre otros, dos premios Nobel: Myron Scholes y Robert C. Merton. Este fondo utilizaba el apalancamiento en exceso. Lo normal era 1 x 25, esto es, por cada dólar propio pedía 25 de préstamo, otras veces 1 x 40, y en momentos puntuales llegó a tener un apalancamiento 1 x 100, es decir, por cada dólar propio tenía 100 de préstamo.

Ganó mucho hasta que las cosas se torcieron por una crisis en Rusia. Cuando tienes mucha deuda y las cosas se tuercen, quien acaba torcido eres tú. Para entendernos, en nuestro mundo de personas de a pie, significa que si vas a comprarte una casa y pones 20.000 euros, con un apalancamiento de 1 a 100 te comprarías una casa de dos millones de euros, algo impensable (aunque no tanto entre 2001 y 2005) y casi siempre acaba mal. Por cierto, el LTCM ha sido una de las mayores quiebras no fraudulentas de la historia.

## ¿Los derivados te pueden servir para algo?

Los derivados mueven billones de euros, y aunque tienen diferentes usos en las finanzas, se pueden concretar en dos:

- ✓ **Cobertura:** ofrecen un mecanismo de cobertura frente a los riesgos del mercado. Recuerda el ejemplo de la hipoteca a tipo variable; podrías contratar un producto derivado que te proteja de subidas en los tipos de interés. Imagínate un derivado que, a cambio de una prima (un pago por contratar la cobertura), limitase el tipo de interés al 2,00 %. Podrías limitar tu riesgo y saber cuánto pagarías en el peor de los casos: un 2,00 %. Otro ejemplo real es el caso de las compañías aéreas y la compra de petróleo a plazos. Las líneas aéreas tienen un importante coste en el consumo de combustible. Si este sube, sus beneficios bajan o incluso pueden incurrir en pérdidas. Una forma de evitar el riesgo del mercado es comprar el petróleo a un plazo futuro y a un precio determinado, con lo que también consiguen limitar su riesgo: conocerán a ciencia cierta su coste de combustible y podrán ajustar sus tarifas sin perder dinero.
- ✓ **Especulación:** ¿de verdad te has creído eso de que “la principal función de

los derivados es ofrecer un mecanismo de cobertura bla, bla, bla...”? Es cierto que los derivados nacieron para eso, para protegernos de los riesgos financieros, pero no lo es menos que los grandes volúmenes de contratación de los derivados no vienen de la cobertura, sino de la especulación. El principal fin de los derivados es ganar dinero. Aquí no hay nada que cubrir. Abres una posición larga o corta aprovechando la versatilidad de los derivados: posición larga si crees que va a subir y posición corta si crees que va a abajar.



Para utilizar derivados y no morir en el intento hay que tener una buena base financiera. Cualquier aproximación a la especulación sin la armadura del conocimiento acabará mal.

Un uso adicional de los derivados es el arbitraje, pero no te asistes, que no vamos a entrar. Es un tema solo apto para profesionales que se basa en aprovechar las ineficiencias del mercado.

## Clases de productos derivados

Ahora sí, sin más preámbulos, vamos a ir al meollo del asunto. Por si consultas algún otro libro sobre el tema, ya te adelanto que el enfoque que he dado a los derivados no es el habitual. En general, en la literatura de derivados se ponen dos palabras a modo de definición e inmediatamente se entra de cabeza a los productos derivados. Mi enfoque es que antes de entrar en detalle tengas claro qué son los derivados en general, que no son algo novedoso y que, sin darte cuenta, con negocios tan pueriles como una hipoteca a tipo variable o un contrato de arras, estás asumiendo operaciones parecidas a lo que ofrecen los productos derivados. Y, sobre todo, me gustaría que, con este capítulo, les perdieras el miedo. Ya has visto que los derivados tan solo consisten en fijar las condiciones de un contrato hoy para que se cumpla en un futuro. El miedo, o más que miedo el respeto, debes centrarlo en las partes “antinatura” de los derivados:

- ✓ La posibilidad de vender lo que no tienes (estar corto de un activo).
- ✓ El apalancamiento (estar invertido en más dinero del que realmente has puesto).

A continuación voy a presentarte los dos productos derivados principales:

- ✓ Los futuros.

## ✓ Las opciones.

Son los que, en mayor o menor medida, tendrán relación con tu cartera de inversión, quizás no directamente pero sí a través de fondos de inversión u otros productos financieros.

Verás que los futuros te los explico bastante a fondo. De hecho, me he saltado alguna cosita técnica pero tengo que reconocer que este apartado es para Dummies que tengan especial interés en ello, digamos que es un Dummy al cuadrado. El motivo es que los futuros son la madre de todas las batallas del mundo de los derivados y si entiendes este producto, sabrás salir por ti mismo de cualquier otro jardín. Las opciones, que también dan mucho juego, están tratadas en cuanto a sus especificidades y aquí sí que no me he alargado porque su casuística es inabarcable.

## Futuros



Un contrato de futuros es un contrato de compraventa aplazado en el tiempo, en el que se pacta de antemano el precio, el activo subyacente (el producto) y el momento en el que se realizará la transacción. Dicho de otro modo, un contrato de futuros es una obligación: el comprador del futuro tiene la obligación de comprar y el vendedor del futuro tiene la obligación de vender cuando llega la hora del vencimiento.



Una de las claves de los mercados de futuros es que los contratos que se mueven están estandarizados. Esto significa que estos contratos se rigen por unas condiciones generales o normas del mercado que describen las características concretas de cada contrato. La gran ventaja de esta estandarización es que dota de liquidez a la negociación diaria. La estandarización de los contratos significa que tanto el nominal del contrato, como las fechas de vencimiento y las características de los activos subyacentes están definidas de antemano.

Y te preguntarás ¿y esto de la estandarización y cumplimiento de normas quién me lo garantiza? Tu garante es el mercado oficial de productos derivados del país que se trate. En el caso español tenemos el MEFF (Mercado Oficial de Opciones y Futuros Financieros de España), que a su vez está regulado y supervisado por la CNMV y por el Ministerio de Economía. En el caso de los futuros franceses, su mercado organizado es el Matif (*Marché à Terme International de France*), en

Japón tienes el Tokyo Financial Exchange, etc. No te preocupes por esto ya que es tu broker el que tiene el canal operativo con cada mercado.

Lo que nos importa es que estos mercados organizados funcionan con un mecanismo de “cámara de compensación” cuya función es eliminar el riesgo de un posible incumplimiento por alguna de las partes. Imagina que has comprado un contrato de futuros sobre el petróleo y el que te lo ha vendido es un señor de Rusia (muchos rusos en Rusia, ya sabes el chiste...). En una operación entre particulares, si el señor de Rusia no cumple tienes un buen lío. ¿Cómo le reclamas tu petróleo al señor ruso? Ciento es que podrías emprender acciones legales, pero la cosa puede ser complicada. En un contrato de futuros que cotiza en un mercado organizado te puedes despreocupar absolutamente de esto: la cámara de compensación garantiza el buen fin de todas las operaciones (hasta de la del ruso).



Estos son algunos de los conceptos que debes tener muy claros cuando te plantees operar con futuros:

- ✓ **Abrir un contrato:** es la operación por la que compras o por la que vendes un contrato de futuro. Insisto una vez más (la última lo prometo): Abrir un contrato no significa necesariamente “comprar un futuro”. Puedes abrir un contrato “vendiendo un futuro”, vendiendo algo que no tienes.
- ✓ **Cerrar un contrato:** consiste en realizar una transacción opuesta a la que hiciste al abrir el contrato. Si has comprado un futuro debes vender un futuro y si has vendido un futuro debes comprar un futuro. Recuerda el ejemplo de Telefónica: supón que en vez de acciones —como era el ejemplo— son futuros. Cuando crees que va a subir has comprado un futuro y cerrarás la posición vendiendo el futuro. Cuando crees que va a bajar venderás un futuro y cerrarás la posición comprando un futuro.
- ✓ Supongo que la existencia de una cámara de compensación que te garantice que la operación es buena te gusta, pero como esa cámara no tiene todo el dinero del mundo, para protegerse de los incumplimientos tiene que ejercer **dos medidas** que hacen a los futuros muy característicos:
  - **Liquidación diaria de pérdidas y ganancias:** cuando abres un contrato de futuros tienes que tener muy claro que no hay que esperar al vencimiento del contrato para saber si ganas o si pierdes. En los futuros hay una liquidación diaria de pérdidas y ganancias. La liquidación diaria de pérdidas y ganancias es la liquidación en efectivo de las diferencias que se producen todos los días en la evolución de tu inversión (más adelante te he puesto un ejemplo muy simple que es la mejor forma de verlo).

- Y la otra cosa que tienes que saber es que (¿recuerdas el apalancamiento?) no tienes que poner todo el dinero quequieres invertir (el nominal de la inversión), sino una pequeña parte, que es la **garantía**, y como garantía que es ya puedes suponer que si la operación va en tu contra (cada día liquidan, recuerda) te harán poner más. Es el **margin call** que te decía antes. Piensa que la garantía sirve para cubrir los riesgos que asume la cámara de compensación.

## Cómo se liquida un futuro

Ya te he explicado que puedes cerrar un futuro cuando te dé la gana. Es más, los futuros son los reyes del *daytrading* (las operaciones de especulación que se llevan a cabo en un solo día) y comprarlos y venderlos (o venderlos y comprarlos) en lapsos de unos minutos es lo más normal del mundo. Esto no es óbice para que sepas cómo va la cosa si esperas hasta el vencimiento del contrato:

- ✓ **Liquidación a vencimiento:** pues eso, te esperas a que venza. La liquidación puede ser por entrega física o por diferencias.
- ✓ **Liquidación por diferencias:** hay un intercambio de efectivo por la diferencia entre el precio pactado en el contrato y el precio de liquidación a vencimiento. Por ejemplo, el futuro del Ibex 35. Si te esperas al vencimiento, no va a venir un señor a tu casa llevándose una cajita con “tu Ibex”. Y si va, sal corriendo porque está como una regadera. Si has ganado, te dan dinero y si has perdido lo das tú.
  - **Liquidación por entrega:** Cuidado con esta porque al vencimiento se entrega el activo subyacente a cambio del precio pactado en el contrato. Supón que vas a especular (*invertir a corto plazo*, quería decir, porque este es un libro para invertir) con el petróleo. Crees que el petróleo va a subir y compras un contrato en el mercado Nymex (New York Mercantile Exchange, otro mercado organizado) del petróleo Light Sweet WTI (West Texas Intermediate). Se te pasa el arroz y a tu broker también y un buen día te encuentras que eres propietario de 1.000 barriles de petróleo que, además, según las normas del contrato, se entrega en Cushing, Oklahoma (EE. UU.). Tranquilo, esto, con brokers serios no pasa. Pero como he machacado a lo largo del libro el responsable de tus inversiones eres tú, así que si te metes en futuros con entrega física (materias primas en general), ¡jal loro!

## Un poco de operativa



Los elementos clave para operar con futuros son:

- ✓ El **multiplicador** o por cuántas veces se multiplica el subyacente.
- ✓ El **nominal** del contrato o el valor en el que realmente estás invertido.
- ✓ La **fluctuación mínima** (*tick*), que es el movimiento mínimo que genera ganancias o pérdidas en la inversión.
- ✓ El **valor del tick** en unidades monetarias o el valor monetario que supone cada movimiento del futuro.

**Tabla 11-1. Ejemplo de futuros Eurostoxx 50, Ibex 35 y Bund**

Futuro	Multiplicador	Nominal	Tick (fluctuación mín.)	Valor tick
Eurostoxx 50 (3.200)	10 euros	32.000	1 punto	10 euros
Mini Ibex 35 (10.200)	1 euro	10.200	5 puntos	5 euros
Bund	—	100.000	0,01 % s/nominal	10 euros

Nota: Eurostoxx y Mini Ibex incluyen un valor de cotización a modo de ejemplo de 3.200 y 10.200 respectivamente.

Dado que un ejemplo vale más que mil palabras, observa la tabla 11-1. Si el Eurostoxx cotiza a 3.200 puntos, el valor nominal del contrato de futuros será de 32.000 euros ( $3.200 \times$  multiplicador) y cada punto de fluctuación valdrá 10 euros. Si sube 10 puntos, el que esté largo o comprado, ganará 100 euros ( $10 \text{ ticks} \times 10$  euros el *tick*), y el que esté corto o vendido, perderá 100 euros.

En el caso del Mini Ibex 35, que cotiza a 10.200 puntos, el nominal son 10.200, ya que el multiplicador es de 1 euro y la fluctuación mínima son 5 puntos del índice. Es decir, si el índice se mueve 3 puntos, no tiene incidencia en tu resultado. Imagina que estás vendido, estás corto, y el Ibex 35 cae 203 puntos, estarás ganando 200 euros (200 puntos, porque recuerda que, a efectos de cálculo va de cinco en cinco, los tres no te sirven de nada), los 200 puntos dan lugar a 40 *ticks* ( $200/5$ ), y como el *tick* se paga a 5 euros,  $40 \times 5 = 200$ .

En el caso del Bund, el nominal son 100.000 euros como estándar. Supón que estás comprado a una cotización de 120,52 y sube a 120,89: ganarías  $(120,89 - 120,52) \times 100.000$  de nominal  $\times 0,01 = 370$  euros.

Los futuros más simples de entender son los de índices de bolsa. Los futuros sobre otros activos, como renta fija (bonos), divisas y materias primas, tienen mayor complejidad.

### Un caso de la vida misma



Para cerrar este apartado vamos a ver un ejemplo de los de verdad: tú crees que el Eurostoxx 50 va a subir y tu mejor amigo cree que va a bajar. Decides abrir un largo, esto es, comprar un futuro, pero tu amigo hace una venta en descubierto, esto es, abre un corto. Operáis sobre el futuro de vencimiento en diciembre de 2014. El futuro del Eurostoxx cotiza a 3.100 puntos en el momento en que abrís la posición. Como ya has visto, cada *tick* es un punto, y el valor del *tick* son 10 euros. Para abrir el contrato te han pedido 3.000 euros de garantía.

**Tabla 11-2. Ejemplo de funcionamiento real de futuro Eurostoxx**

Día	Cotización	Pérdidas y ganancias largo	Pérdidas y ganancias corto
1	3.125	$3.125 - 3.100 = 25 \text{ puntos} \times 10 \text{ €} / \text{ganancia} 250 \text{ euros}$	Pierde 250 euros
2	3.140	$3.140 - 3.125 = 15 \text{ puntos} \times 10 \text{ €} / \text{ganancia} 150 \text{ euros}$	Pierde 150 euros
3	3.110	$3.140 - 3.110 = 30 \text{ puntos} \times 10 \text{ €} / \text{pierdes} 300 \text{ euros}$	Gana 300 euros

Tú has ganado  $250 + 150 - 300 = 100$  euros y tu amigo los ha perdido. ¿Por qué? Porque los futuros te liquidarán las pérdidas y ganancias cada día. Aquí no sirve aquello de “a largo plazo”. En tu caso, habrás ganado 100 euros sobre una inversión de 3.000, lo cual es un atractivísimo 3,33 % en tres días ( $100 / 3.000 \times 100$ ), pero para tu amigo será todo lo contrario.

Al tercer día os habéis cansado y queréis cerrar la operación... ¿Cómo se hace?



Para cerrar una posición, debes hacer lo contrario a la posición que tienes abierta: si has comprado, debes vender; si has vendido, debes comprar.

### ¿Anticipan los futuros el futuro?

Cuántas veces hemos visto titulares como “Los precios de los futuros de las materias primas anticipan que....” o “los futuros del arroz anticipan que la cosecha de este año será....”.

¡Qué romanticismo! ¡Qué mística, que los precios de los futuros anticipen lo que va a pasar en el futuro....! Pues no. Nadie anticipa lo que va a pasar en el futuro. Ni siquiera los futuros.

La diferencia que hay entre el precio al contado de un activo y el precio a futuro de ese activo se llama coste neto de financiación o *cost of carry* y no es más que el coste de financiación en el tiempo. Si el activo del que hablamos son acciones, a ese *cost of carry* se le drena el dividendo (distribución de beneficios a los accionistas). Te voy a dar un ejemplo sencillo (sin dividendo).

$$\text{Futuro} = \text{Subyacente} \times \left(1 + i \frac{T}{base}\right)$$

Donde  $i$  = tipo de interés;  $T$  = tiempo hasta el vencimiento y  $base = 360$  en días o 12 en meses.

Veamos un ejemplo con el precio del futuro a tres meses de una acción que no paga dividendo, el precio de la acción son 40 euros y el tipo de interés 2 %

$$F = 40 \times \left(1 + 0,02 \times \frac{3}{12}\right) = 40,2$$

En esas condiciones, si el precio del contado es de 40 euros por acción, el precio teórico del futuro es de 40,2 euros la acción. Fin del romanticismo.

¿Verdad que te gustaba más la idea de que los futuros anticiparan lo que iba a pasar? Pues no, el precio del futuro simplemente es el resultado de aplicar el coste de financiación al precio del presente. Y nada más. A la diferencia entre el precio al contado (presente) y el precio a futuro se le llama “*base*” y recuerda también que la base tiende a cero a medida que se acerca el vencimiento del contrato (es muy simple, a menos días, menos coste de financiación).

Aunque todavía nos queda una razón para la mística: el precio teórico del futuro es una cosa y el precio real de cotización del futuro es otra. Puede haber diferencias, y se producen por nosotros, por las expectativas de las personas que intervienen en el mercado.

## Opciones

Si la parte de futuros la has entendido, la de opciones es pan comido. Ciertamente, el mundo de las opciones ofrece un amplio abanico de oportunidades, pero para un inversor particular vamos a quedarnos con los conceptos básicos.



Una opción es un contrato por el que se otorga el derecho a comprar o vender un activo, a un precio determinado y en un momento concreto. A cambio de ese derecho, pagas una prima.

En las opciones también existen unos elementos clave, y son los siguientes:

- | ✓ **Activo subyacente:** activo objeto de la opción. Como en el caso de los

futuros, hay opciones sobre cualquier tipo de activo que te puedas imaginar: acciones, índices, bonos, y materias primas.

- ✓ **Precio de ejercicio o *strike*:** precio fijado en el contrato.
- ✓ **La prima:** precio que el comprador de la opción paga al vendedor a cambio de obtener el derecho a comprar o a vender (*call* y *put*).

Si te fijas en la definición, verás que se parece mucho a la de futuro, pero introduce un concepto que diferencia las opciones de los futuros: el derecho a comprar o a vender, pero no es una obligación, cosa que sí tienen los futuros.



En un futuro tienes una obligación, pero en una opción tienes un derecho que podrás ejercer o no en función de tus intereses.

Dos tipos de opciones y sus posiciones

Existen dos tipos de opciones:

- ✓ **Opción *Call*:** derecho a comprar un activo determinado, en una fecha concreta y a un precio estipulado (*strike* o precio de ejercicio). El derecho se obtiene a cambio de pagar una prima.
- ✓ **Opción *Put*:** derecho a vender un activo determinado, en una fecha concreta y a un precio estipulado (*strike* o precio de ejercicio). El derecho se obtiene a cambio de pagar una prima.

Los dos tipos de opciones dan lugar a cuatro posibles posiciones ante el mercado, como puedes ver en la tabla 11-3.

---

**Tabla 11-3. Posiciones posibles con opciones**

---

	<i>Comprador</i>	<i>Vendedor</i>
Opción <i>Call</i>	Derecho a comprar	Obligación de comprar
Opción <i>Put</i>	Derecho a vender	Obligación de vender

---



Comprador de la opción → paga la prima → adquiere el derecho a comprar o vender.

Vendedor de la opción → cobra la prima → toma la obligación de comprar o

vender.

Dicho en otras palabras, una opción siempre tiene dos caras: el comprador de la opción tiene un derecho que solo ejercerá si le conviene; el vendedor de la opción siempre tiene una obligación.

Ándate con ojo con las opciones porque muchas veces nos confundimos al equiparar acción con opción. Una opción sobre acciones suele tener como subyacente 100 acciones por contrato (1 opción Telefónica = 100 acciones Telefónica), por lo que el precio de un contrato de opciones sobre acciones se obtiene multiplicando la prima por cien. Así, si la prima de una opción concreta sobre el Banco Santander es de 1,10 euros, tu contrato de opción te costará 110 euros ( $100 \text{ acciones} \times 1,10 \text{ euros}$ ).

### Algunos apuntes más sobre opciones

Pero no te creas que ya está todo dicho sobre las opciones. Si antes te he indicado que hay dos tipos principales, dentro de ellos se encuentran diferentes categorías y variantes.

En función del plazo en que se pueden ejercer, hay dos tipos de opciones:

- ✓ **Opciones europeas:** solo se pueden ejercer a vencimiento.
- ✓ **Opciones americanas:** se pueden ejercer en cualquier momento hasta el vencimiento.

En función de la diferencia entre el precio de ejercicio y la cotización del subyacente:

- ✓ **Opciones *in the money*,** cuando ganamos dinero ejerciendo la opción.
- ✓ **Opciones *at the money*,** si no ganamos ni perdemos dinero.
- ✓ **Opciones *out of the money*,** cuando perdemos dinero y no vale la pena ejercer la opción.

Lo entenderás con el siguiente ejemplo: tienes una opción *Call* de Grifols con un precio de ejercicio de 20 euros, es decir, que tienes derecho a comprar acciones de Grifols a 20 euros.

- ✓ Si la acción cotiza a 23 euros, la opción está *in the money*. Puedes comprar a 20 euros (precio de ejercicio o *strike*) una acción que vale 23.
- ✓ Si la acción cotiza a 20 euros, la opción está *at the money*.
- ✓ Si la acción cotiza a 18 euros, la opción está *out of the money*. Tienes el

derecho a comprar a 20 euros una acción que, si vas al mercado, la puedes comprar por 18.

En cambio, en las opciones de venta o *Put* ocurre lo contrario. Cuanto más alto es el precio al que se ejerce, más *in the money* está la opción, ya que estás vendiendo y te interesa vender al precio más alto posible: imagínate una *put* de Repsol a un precio de ejercicio de 18 euros, esto es, derecho a vender acciones de Repsol a 18 euros.

- ✓ Si la acción cotiza a 18 euros, la opción está *at the money*.
- ✓ Si la acción cotiza a 16 euros, la opción está *in the money*. Puedes vender a 18 euros —precio de ejercicio— una acción que vale 16.
- ✓ Si la acción cotiza a 20 euros, la opción está *out of the money*. Podrías vender a 18 euros una acción que, si vas al mercado, la puedes vender a 20 euros.



Usar opciones como vehículo de inversión es tremadamente complejo (bastante más que los futuros) y su uso requiere un elevado conocimiento financiero. Te aviso porque hay plataformas *online* que te ofrecerán la especulación en opciones como “pan comido” y ni es pan, ni mucho menos comido. Es difícil, tanto como para que ese pan se te atragante...

## Productos derivados para inversores de a pie

De pasada, voy a presentarte dos tipos de productos derivados muy populares entre los inversores particulares: los *warrants* y los contratos por diferencias (CfD).

### Warrants

Piensa en todo lo que te he contado sobre opciones: estás comprando el derecho a comprar o vender un activo en un momento concreto a un precio determinado, a cambio de pagar una prima. Si crees que un *warrant* es una opción, estás en lo cierto, lo que ocurre es que es un mercado con características propias. La diferencia es que las opciones se negocian en un mercado organizado (Meff, en el caso español) y, en los *warrants*, el creador es una entidad privada (Citibank, Société Général, etc.). Otra diferencia significativa es que las opciones se pueden comprar y vender, y los *warrants* solo se pueden comprar.

## Contrato por diferencia (CfD)

El nombre viene del inglés *Contract for Differences*. Como su nombre indica, es un contrato entre dos partes en el que se intercambia la diferencia de precio de un activo financiero entre el valor actual y el valor futuro al cierre del contrato.

El contrato se establece entre el inversor y un broker privado sin que exista un mercado oficial (ojo aquí, recuerda la importante función de la cámara de compensación de los mercados organizados). El funcionamiento es muy similar al de los contratos de futuros, y se pueden tener tanto posiciones largas como cortas. También se da el efecto del apalancamiento que en algunos CfD puede ser muy elevado: son habituales niveles de apalancamiento de 20 veces en algunos brokers, y para el mercado de divisas se pueden encontrar apalancamientos superiores (de unas 40 veces y más).

### La mala fama de los CfD

En octubre de 2014, la CNMV emitió una nota de prensa preocupante sobre los CfD que decía lo siguiente: “La CNMV advierte que el 75 % de los inversores en CfD pierde dinero”. Además, añadía: “... la pérdida media por inversor en las empresas analizadas asciende a 3.300 euros, siendo de más de 5.000 euros de media por inversor en alguna entidad y llegando a ser, en algunos casos concretos, superiores al millón de euros”.

Por mi parte, no tengo especial interés en defender los CfD, pero tampoco en demonizarlos. Son un producto financiero más que, digan lo que digan, está mucho más dirigido a la especulación (apalancamiento) que a la inversión tradicional a largo plazo. Posiblemente, el problema de estos inversores que cita la CNMV es que se pusieron a operar con CfD en modo inversor, del mismo modo que cuando compran sus acciones a largo plazo “porque es una buena empresa”, y el problema es que cuando te metes en el campo de juego de los especuladores sin la preparación ni la mentalidad adecuada, te llevas un tortazo, con la mano abierta, en toda la cara. *C'est la vie!*



Es habitual entrar en cualquier página web de información económica y empezar a ver anuncios de brokers de CfD y *warrants* que ofrecen la posibilidad de obtener ganancias muy altas a través de la inversión en estos productos. Eso no es invertir, es especular y, te lo vuelvo a decir: si no estás preparado para la especulación, te llevarás un buen golpe (y si lo estás, de entrada, también).

# Estrategias de inversión con derivados para el inversor particular

Ahora te voy a mostrar dos maneras de utilizar los derivados con muy poco riesgo y que, o bien te cubrirán riesgos o bien te aportarán una rentabilidad adicional:

- ✓ Cobertura de una cartera con futuros.
- ✓ Venta de opciones de compra o *call* cubierta (*covered call*).

Vamos a verlas con detalle.

## Cobertura de una cartera con futuros

Imagínate que tienes una cartera de bolsa española por valor de 50.000 euros. Tienes tus dudas sobre la evolución futura de la bolsa española, pero no quieres vender porque crees que puede subir (lamentablemente, buena parte del tiempo estamos así). Si estás largo en contado, puedes ponerte corto en futuros, esto es, vender futuros. 50.000 euros con un Ibex en 10.000 puntos se cubriría con cinco contratos de Mini Ibex (multiplicador 1 euro). Si la bolsa cae, lo que pierdas en tu cartera de contado lo ganarás por la parte del futuro y, si sube, al revés, lo que ganes por contado lo perderás por futuro. Es una cobertura parcial para momentos concretos del mercado. Para ajustarla, se debería incluir la Beta de la cartera (desarrollo este concepto en el capítulo 13)... Pero no te compliques la vida y, aunque el ajuste no sea perfecto, estarás cubierto.

## Call cubierta

Ahora imagina que tienes 1.000 acciones de BBVA en tu cartera compradas a 4,5 euros y hoy cotizan a 7 euros. Crees que están a un buen precio y que es difícil que suban más, por lo que no te importaría venderlas. En el mercado hay una *call* a tres meses con precio de ejercicio de 7,50 euros y una prima de 0,90 euros por acción. Puedes vender la *call*, esto es, asumir la obligación de vender las acciones, por lo que cobras 900 euros (1.000 acciones × 0,9 euros). Si BBVA no sube, el comprador no ejercerá la opción y podrás ir repitiendo la operación e ir ganando dinero a base de primas; si sube, venderás a un precio del que ya pensabas que era un buen precio con la propina de 900 euros más.

Como inversor particular no necesitas operar forzosamente ni con futuros ni con opciones. La cara amable de los derivados son los *warrants* y sobretodo los CfD, aunque estos productos, siendo más amables para un particular, son muy imperfectos en comparación a la materia prima de calidad (futuros y opciones). Lo que sí que es importante que comprendas es qué papel tienen los derivados dentro de tus productos de inversión tradicional (fondos de inversión, planes de

pensiones, ETF), si están como cobertura o son en sí mismos el objeto de la inversión. Dicho lo anterior, añado que si decides dedicar algo de tiempo, los derivados son muy agradecidos y cubrir una cartera de acciones de contado te va a costar un clic y muy pocos euros (una comisioncilla de 10 a 25 euros). Y en la especulación no voy a entrar porque no son el objeto de este libro, pero los incontables inventos que permite son casi tan atractivos como ir al cine con el cubo de crujientes palomitas recién hechas.



Como ya te he comentado en otros puntos de este capítulo, lo peligroso es el apalancamiento. Si conduces un scooter, no te puedes poner a correr con Marc Márquez en una máquina de 250 caballos en un circuito de motos. Aunque te guste correr por el monte, no puedes lanzarle el guante a Kilian Jornet en una carrera de 48 horas. Y si estás en el estadio de plazos fijos y fondos de inversión no puedes ir a los derivados. *Be careful my friend!*

## Los productos estructurados

Tras los futuros y las opciones creo que puede ser interesante que conozcas uno de los productos estrella de la banca. Me refiero a los productos estructurados.

“¿Y qué tendrán que ver los estructurados con los derivados?”, quizá te preguntes. Pues mucho, porque cuando inviertes en un estructurado no haces más que comprar un soso producto de renta fija con un derivado de propina (lo que pasa es que a veces la propina sale más cara que la factura).



Un producto estructurado es el resultado de combinar distintos productos financieros con el objetivo de crear un nuevo producto que nos ofrezca una relación rentabilidad riesgo más atractiva que los propios subyacentes en los que se basa. En general se utiliza como base un producto de renta fija (bono) combinado con una o varias opciones.



Este sería el esquema tipo de fabricación de un producto estructurado (es el modelo más simple):

## Bono cupón cero + opción financiera

Un bono cupón cero no paga cupones, y la rentabilidad se obtiene porque se compra por un valor inferior al nominal. Imagina que el banco quiere emitir un producto estructurado por 100 unidades y que encuentra un bono con cupón cero que se emite por un nominal de 100, pero que hoy, al ser cupón cero, el banco solo necesita 85 para comprarlo. Asunto resuelto pues, el banco garantiza que devolverá 100 al vencimiento y tiene un bono con cupón cero que pagará 100 al vencimiento, y como lo está comprando a 85, al banco todavía le quedan 15 unidades para comprar un opción y para cobrar sus comisiones. ¿Me sigues? Sería así.

- ✓ Producto estructurado por valor de 100.
- ✓ Bono con cupón cero por nominal de 100, con lo que el banco tiene cubierta la devolución del estructurado, y por el que hoy solo paga 85.

Para comprar la opción y cubrir comisiones el banco tiene 15.

Es decir, a través de la llamada *ingeniería financiera* se crea un activo diferente a partir de la combinación de otros activos. Otro ejemplo sería un producto garantizado a cuatro años sobre el Ibex 35 con un cupón del 5 % si el Ibex no cae más del 20 %. En este caso sabemos que, a vencimiento, tendremos nuestro capital íntegro. Si el Ibex nunca ha caído más de un 20 % en los cuatro años que dura el producto, nos pagarán un 5 %; y si en algún momento ha caído un 20 % o más, no nos pagarán ningún cupón y nos limitaremos a recuperar nuestro capital.

Un estructurado puede tomar como subyacente el índice Ibex 35 y, combinando distintos productos derivados, crear un nuevo producto financiero que, basado en la evolución del Ibex, permita obtener parte de la rentabilidad que aporta el índice pero, a la vez, limitar el riesgo.

## Clases de productos estructurados

Si la definición de producto estructurado ya puede causar dudas, dividirlos en categorías ni teuento, pues hay tantas como emisores de los mismos. Para no liarlo, mi consejo es dividirlos en tres categorías. Tres y solo tres:

- ✓ **Productos estructurados con protección total del capital:** al vencimiento recuperarás, como mínimo, la totalidad del capital invertido. El ejemplo anterior nos sirve para ilustrar este tipo de productos. Es un garantizado sobre Ibex a cuatro años con un cupón del 5 % anual si el Ibex no cae más de un 20 % con garantía de capital a vencimiento. Se suelen construir con un bono cupón cero (de los que te hablo en el capítulo 4) más una opción.

- ✓ **Productos estructurados con protección parcial del capital:** al vencimiento, tienes asegurada la recuperación de la mayor parte del capital. Imagínate que, para el caso anterior, el estructurador busca un perfil de inversor que, a cambio de mayor rentabilidad, está dispuesto a asumir mayor riesgo: Ibex a cuatro años con un cupón del 10 % si el Ibex no cae más de un 20 %, con garantía del 90 % del capital a vencimiento. Aquí el estructurador te da una rentabilidad potencial del 20 % y tú, a cambio, asumes riesgo de pérdida sobre el capital invertido si el subyacente tiene un mal comportamiento (te asegura el 90 pero no el 100 %). La fabricación es la misma: bono cupón cero y una opción pero en distintas proporciones.
- ✓ **Productos estructurados con capital no protegido:** imagínate el caso anterior del Ibex a cuatro años pero esta vez te ofrecen el 75 % de lo que suba el Ibex con una barrera de protección del 20 %, es decir, si a vencimiento el Ibex ha caído un 15 % recuperarías tu capital, pero si ha caído un 43 %, perderás el 43 %. Mal negocio. Asumes mucho riesgo a cambio de poca cosa.



Los estructurados con garantía total del capital, o parcial muy alta (con un mínimo del 80 % del capital cubierto), pueden valorarse, ya que pueden enriquecer tu inversión. Si los estructurados de capital no protegidos no son excepcionales, olvídalos, pues son un producto que, dado su largo plazo, dan más penas que alegrías.

## El riesgo de invertir en productos estructurados

Ya sé. Has invertido en el estructurado garantizado sobre el Ibex 35 que hemos visto como ejemplo. Como es garantizado, no tienes riesgo alguno. Es garantizado, a fin de cuentas. Pues va a ser que no. Tu estupendo garantizado presenta riesgos que es conveniente analizar antes de invertir en él.

- ✓ **Riesgo de crédito:** Imagina que ese bono cupón cero es una empresa que quiebra (Lehman Brothers, Kaupthing Bank, Enron, Espírito Santo International...).
- Si el bono con el que está fabricado tu estructurado quiebra, te da igual lo que haga el subyacente. Tu inversión ha quebrado y recuperarás un valor muy bajo de la misma.
- ✓ **Riesgo de liquidez:** si tienes comprado un activo que cotiza en un mercado líquido, lo puedes vender cuando quieras; es lo que pasa con las acciones y con los bonos y, por supuesto, con los fondos de inversión y ETF (si no

recuerdas qué son, dale un repaso al capítulo 15). Los mercados de futuros y opciones también son muy líquidos. Necesito mi dinero, pues vendo. Quiero saber cómo evoluciona mi inversión, pues miro el mercado. Esto no es así en los estructurados. No hay un mercado líquido donde puedas ver cómo cotiza tu producto, y lo que es peor: si lo quieres vender, suele tener altas comisiones de reembolso y, además, al no existir un mercado líquido y transparente, solo tendrás un comprador potencial: el banco que te lo ha vendido. No sé cómo piensas, pero tener que revenderle algo al mismo tipo que te lo ha vendido y no tener otra alternativa... no suele ser la mejor estrategia de venta. Palmas fijo, salvo que el subyacente haya evolucionado muy bien.



Intenta no vender por necesidad. Si inviertes en un estructurado, que sea para mantenerlo a vencimiento, el único caso en que ofrece toda la fuerza de su estructura: garantías y rentabilidad.

- ✓ **Riesgo de derivado:** ya has visto que las opciones son muy seguras... siempre que estén cotizando en un mercado regulado que garantice el buen fin de las operaciones. Pero ¿qué pasa si se trata de una opción que no cotiza en un mercado regulado? En el caso de los estructurados puede haber un riesgo adicional que es su construcción con derivados OTC. Estas siglas significan *Over The Counter* y quieren decir “fuera de mercado”, es decir, se trataría de un producto derivado contratado a medida y no en un mercado organizado, por lo que no hay cámara de compensación que los respalde. Si el estructurado lo hacen con una opción en la que la contraparte es el banco ABZ del Capitistán... *chi lo sa?*
- ✓ **Riesgo de inflación:** imagínate un producto de capital garantizado a ocho años. No va bien ni se cobra el cupón, pero no has perdido nada porque da capital protegido. Pues no; pierdes la inflación, y en un periodo de inflación normal podríamos estar hablando de un 14-18 % de pérdida acumulada. A largo plazo, no ganar es perder por el impacto de la inflación.
- ✓ **Riesgo de mercado:** el subyacente sobre el que invierte el estructurado oscila al alza y a la baja, como cualquier inversión.

## Cuándo y por qué invertir en estructurados

Los productos estructurados tienen muy mala fama, y es frecuente leer artículos donde se tratan de forma despectiva. El problema no es la existencia de productos estructurados en sí, sino la forma en que se comercializan y el momento en que se suelen lanzar al mercado.

Piensa en cómo se comercializan. ¿Cómo crees que una red comercial de banca formada por gestores comerciales de a pie puede explicar productos tan complejos como los estructurados? Solo te diré que en un artículo de Sergio C. Fanjul publicado en *El País* el 28 de septiembre de 2014, Juan Ignacio Gil Gómez, nada más y nada menos que físico de formación y que trabajaba en banca como gestor cuantitativo (*quant*) decía que: “Cuando estaba en banca, a veces me encontraba ante productos tan complejos que ya no es que me costara valorarlos, es que tenía que dedicar mucho tiempo y esfuerzo para entenderlos”.

Además, se suelen lanzar al mercado en momentos de euforia, cuando el inversor pide riesgo y no repara en que, cuando los activos llevan años subiendo, es posible que no tengan fuelle para seguir ese recorrido.



Si quieras invertir en estructurados, sigue la siguiente guía:

1. Elige siempre estructurados con protección total del capital y ocasionalmente con protección parcial. Si no tienen una alta protección del capital no inviertas: para asumir el riesgo tienes opciones mucho mejores como los fondos de inversión.
2. Que solo tengan uno o dos subyacentes máximos (dos índices o dos acciones) y no cuatro, cinco o hasta seis subyacentes como a veces se lanzan. Alguno saldrá mal, seguro.
3. Que estén muy bien diseñados: claros, transparentes y con posibilidades reales de obtener rentabilidad.
4. Que tengan sentido en tu cartera: si ya tienes bolsa española a través de un fondo ¿Qué te aporta un estructurado sobre BBVA y Santander?

Y como te vengo diciendo desde el principio del libro y no me cansaré de repetir, pregunta, pregunta y pregunta hasta que comprendas perfectamente qué te están ofreciendo y qué implicaciones tiene.

## Capítulo 12

---

# Nuevas tendencias de la inversión

---

### En este capítulo

- ▶ Cómo invertir de forma ética
  - ▶ ¿Qué es el *crowdfunding*?
  - ▶ Moneda virtual o *bitcoin*
- 

“Del mismo modo que no tenemos derecho a consumir riqueza sin producirla, tampoco lo tenemos a consumir felicidad sin producirla.”

GEORGE BERNARD SHAW

Por si no te habías dado cuenta el mundo cambia: no hace tantos años se podía fumar en espacios cerrados, los teléfonos móviles tenían el tamaño de un PC portátil del que salía una gran antena, en todas las oficinas del mundo sonaba un ruidito continuo que producían las máquinas de escribir y cuando pagabas con Visa pasaban tu tarjeta por una especie de rodillo metálico de sobremesa, manual por supuesto, que te daba una copia de tu compra —en tamaño de medio folio además— en papel de calco. Así era el mundo hace unos pocos años.

Y por esos años, no hace tanto tiempo, tampoco nos preocupaba demasiado si habíamos comprado acciones de una empresa que contaminaba el mundo o si utilizaba mano de obra infantil en sus factorías para obtener costes más bajos. Hoy sí, hay cosas importantes que hemos aprendido a valorar.

Y esa misma conciencia ética de nuestra sociedad ha impulsado la creación de inversiones éticas, el asociacionismo y la conexión en red del *crowdfunding*. Y paralelamente, las nuevas tecnologías han incidido en la creación de las monedas virtuales, entre las que sobresale el *bitcoin*.

## La ética, el nuevo criterio a la hora de invertir

La idea que subyace tras las inversiones éticas es que las empresas tienen una

responsabilidad no solo ante sus accionistas, sino ante el conjunto de la sociedad. La conciencia social y medioambiental tiene también su impacto en el mundo financiero, y la inversión ética juega un papel, que aunque todavía escaso, es cada vez más relevante.

## Qué es invertir de forma ética

El país en el que las inversiones éticas están más arraigadas es el Reino Unido, y de ahí, concretamente del United Kingdom Social Investment Forum (UKSIF), voy a tomar la siguiente definición: inversiones socialmente responsables son las que permiten a los inversores combinar los objetivos financieros con sus valores sociales, vinculados a ámbitos de justicia social, desarrollo económico, paz y medio ambiente.

Es decir, que las inversiones éticas son aquellas que respetan ciertos valores morales, como justicia, salud, medio ambiente, energías limpias, respeto a las minorías y rechazo del trabajo infantil. A través de las empresas y del impulso financiero, estas inversiones pretenden aportar su granito de arena a la mejora de las condiciones de vida de la humanidad.

### Inversores viciosillos

Como casi todo en finanzas, las inversiones éticas también nos han llegado del mundo anglosajón, donde su característica tendencia hacia la terminología religiosa ha creado un término para delimitar los negocios en los que una inversión ética no puede invertir. Son las *sin industries* o sectores del pecado: alcohol, tabaco, armas, pornografía y juego.

En su momento, algún graciosillo constituyó un fondo de inversión que se llamó *Vice Fund* o Fondo del Vicio, formado precisamente por ese tipo de empresas *pecaminosas*. Aunque le han cambiado el nombre a *Barrier Fund*, ese fondo de inversión sigue existiendo y mantiene una cartera compuesta por empresas del tabaco, bebidas alcohólicas, juego e industria aeroespacial (sección armas).

¿Sabes lo malo? Pues que desde su constitución en 2002, el vicio lo ha hecho mejor incluso que el índice S&P 500. Si la rentabilidad anualizada de este ha sido del 8,74 %, la del vicioso llega al 10,55 %.

## La banca ética es posible

Leer juntas las palabras *banca* y *ética* es para algunos imposible. Vamos, algo así como *inteligencia militar*. Pero ¡la banca ética existe! Y espero demostrártelo en las próximas líneas.

El principal factor diferenciador de la banca ética respecto a la banca tradicional

es que la primera invierte en economía real y no en economía financiera. Un banco tradicional puede utilizar el dinero de sus depositantes para comprar bonos del Estado y obtener un beneficio, mientras que un banco ético invertirá el dinero de sus depositantes en empresas y negocios, en economía real (cosa que, por supuesto, también hace un banco tradicional). Además, se preocupará de que esas empresas cumplan determinados criterios sociales y medioambientales. Es habitual también, que una entidad financiera ética conceda micro-créditos (créditos de pequeño importe para los que se suelen exigir menores garantías que a un crédito tradicional) para ayudar a que sectores de la población muy desfavorecidos puedan iniciar actividades empresariales.

La primera banca ética en España se creó en 1996 y fue la Coop<sup>57</sup>, una pequeña cooperativa de crédito que ofrece créditos y subvenciones a sus cooperativistas. Según el Barómetro Estatal de las Finanzas Éticas, la banca ética concedió créditos por algo más de 800 millones en 2013 y captó 1.300 millones de euros en cuentas de ahorro. Dentro del conjunto del Estado son cifras muy pequeñas, pero ¡por algo se empieza!

En España existen opciones de banca ética, muchas veces vinculadas a cooperativas y movimientos sociales, pero no un banco ético en el sentido pleno del término, como sí los encontramos en otras latitudes. Es el caso del holandés Triodos Bank (con oficinas en las principales ciudades españolas) o el italiano Popolare Banca Etica, que suma más de 15 años de historia.

## Fondos de inversión éticos

Estos fondos están poco extendidos en España, tan poco que no llegan al 1,00 % del volumen total gestionado. Se considera que el primer fondo ético fue el World Pax Fund, creado en 1971 durante la guerra de Vietnam y cuya base ética era no invertir en empresas relacionadas con la producción de armamento. En Europa, el primer fondo ético fue el Friends Provident Stewardship, creado en el Reino Unido en 1984.

En España, la legislación permite a los fondos éticos escoger tres vías para definir qué inversiones se ajustan a la política del fondo:

- ✓ Dar libertad al gestor para que aplique sus propios criterios.
- ✓ Crear un consejo asesor.
- ✓ Tomar como referencia un índice ético.

En general, se ofrece un amplio margen a los gestores del fondo para que puedan escoger sus inversiones libremente. Lo que sí pide la regulación es que en el

folleto de inversión (la documentación legal que explica con detalle lo que hace el fondo) exponga claramente qué criterios se siguen.

Tienes fondos éticos en casi todos los grandes bancos: BBVA Solidaridad FI, BNP Paribas Fondo Solidaridad, Santander Solidario, Bankinter Solidaridad... Si te interesa el tema, pregunta en tu banco, que seguro que tiene algo que ponga “banco tal + solidaridad”, pues a los de marketing les encanta la palabra *solidario*.

## Índices éticos

Para un gestor, una de las formas fáciles de tener un fondo ético es circunscribirse a los índices éticos. ¿Y qué es un índice, me preguntarás? Pues algo tan importante como para que le dedique todo el capítulo 13. De momento, te avanzo que se trata de un parámetro calculado estadísticamente cuyo objetivo es reflejar la evolución agregada de los activos que lo componen. Si quieres profundizar (o encontrar una explicación más inteligible), te remito al próximo capítulo. Aquí me limitaré a enseñarte los principales índices éticos, es decir, los que van a marcar en qué empresas pueden invertir los fondos éticos. Son estos:

- ✓ **MSCI KLD 400 Social Index:** incluye 400 compañías norteamericanas que deben cumplir unos estándares sociales y medioambientales. En septiembre de 2014, las empresas con mayor ponderación en este índice eran Procter & Gamble, Verizon, IBM, Intel, Merck, Google, Gilead, Pepsico y Oracle.
- ✓ **FTSE4Good Global Index:** está formado por 780 empresas que deben cumplir los estándares de sostenibilidad que marca el índice. En septiembre de 2014, los principales exponentes eran Apple, Microsoft, Johnson and Johnson, Wells Fargo, Nestlé, Procter & Gamble, Novartis y HSBC Bank.
- ✓ **Dow Jones Sustainability World:** más de lo mismo. Son 628 compañías que cumplen unos criterios concretos. Curiosamente, el país más representado es Estados Unidos (el mayor fabricante mundial de armas, sin ir más lejos) y el sector con mayor peso son los bancos (je, je). Los principales integrantes en septiembre de 2014 eran Microsoft, Novartis, Nestlé, Roche, Intel, Citigroup, Total, Pepsico, Sanofi y Samsung.

Como puedes ver, las empresas que copan los primeros lugares son las mismas que encontrarás en cualquier fondo de inversión “no ético”. Sin entrar en juicios morales, te aseguro que, desde un punto de vista financiero, no hay diferencias entre invertir en un fondo ético y uno normal. Hay muchos bancos, mucha tecnología, laboratorios farmacéuticos... y Pepsico. Me pregunto qué demonios tendrá Pepsi que no tenga Coca-Cola.

## Lo ético vende

La conciencia de cada cual es libre. Faltaría más. Pero quiero hacer una breve reflexión sobre lo que podría llegar a ser un abuso comercial de la ética, lo que yo llamo “el marketing de la ética”. Son dos reflexiones mías, con las que podéis estar de acuerdo o no, pero ahí os las dejo, a ver qué os parecen.

La primera me la sugiere el siguiente hecho: cualquier fondo de inversión tradicional que invierta en grandes compañías mundiales compartirá entre el 70 y el 90 % de la cartera con cualquier fondo ético que se base en grandes índices como los que acabamos de ver. Es decir, no hay muchas diferencias más allá de que no puedan invertir en una empresa como Diageo, un productor de bebidas alcohólicas con marcas tan estupendas como la cerveza Guinnes o la ginebra Tanqueray. La diferencia importante no está, por tanto, en la cartera de inversión, sino en que algunos fondos éticos cedan parte de la comisión que cobran a ONG u otras instituciones de interés social. Esta cesión de comisiones a veces la puede escoger el inversor, aunque, por lo general, el fondo decide a qué instituciones lo destinará.



La segunda reflexión te la expondré mediante un ejemplo. Posiblemente conozcas Triodos Bank. Si es así, sabrás que es un banco ético. En cambio, Caixabank, por citar otra marca conocida, no se considera como tal. Pues bien, sin poner en duda la vocación ética de Triodos, es un hecho comprobable que la obra social de La Caixa invierte 500 millones de euros al año en mejorar la condición de personas muy desfavorecidas. ¿Cuál es el banco ético? ¿Por qué uno siempre utiliza la ética como imagen de marca y el otro lo anuncia como actividad secundaria? (Y quiero dejar claro que no trabajo en Caixabank ni pretendo hacerle publicidad, simplemente las cosas son como son y lo que hace La Caixa con su obra social es brutal; en cuanto a Triodos, no lo rechazo, solo lo tomo como marca muy reconocida en el sector ético.)

## Hablando de ética... ¿podemos juzgar los usos y costumbres del Tercer Mundo con los criterios de nuestra sociedad desarrollada?

Un buen día, el blog del economista Xavier Sala i Martín (que, más allá de sus llamativas chaquetas, se trata de un reconocidísimo economista a nivel mundial) me hizo reflexionar sobre nuestra apreciación respecto a algunas conductas del Tercer Mundo. Este es un extracto del blog de Sala i Martín que también se publicó en *La Vanguardia* el 17 de mayo de 2001 bajo el título “Prostitución y trabajo infantil”. A mí me tocó de lleno. Aquí te lo dejo, para que puedas darle al coco un buen rato...

“Sean cuales sean las costumbres locales, lo que está claro es que la prostitución infantil casi siempre está ligada a la pobreza: miles de padres de todo el mundo seguirán prostituyendo a sus hijas mientras sigan hundidos en la miseria. Nos guste o no, la alternativa más viable para muchas familias es el trabajo de sus niños. Y aquí es donde el movimiento de la globofobia puede hacer mucho daño. Un ejemplo famoso ocurrió en

1993, cuando la cadena de televisión NBC emitió un programa que denunciaba la utilización de trabajo infantil en las plantas textiles que la empresa americana Wal Mart tenía en Bangladesh. Miles de antiglobalizadores se manifestaron pidiendo el boicot a Wal Mart. La multinacional cedió ante la presión y dejó de “explotar” a millares de menores. ¿Qué pasó con esos niños? Un estudio realizado en 1995 llegó a una triste conclusión: los que no habían ido a trabajar en empresas locales a cambio de salarios inferiores, acabaron en prostíbulos indios o tailandeses. Pocos fueron los que llegaron a ir al colegio. La razón es clara: cuando uno es pobre no puede permitirse el lujo de ir a la escuela y se busca la vida como sea. Y, normalmente, la vida que ofrecen las multinacionales “explotadoras”, por mala que sea, es mucho mejor que la de las empresas locales o la prostitución. Dicho de otro modo, la prohibición del trabajo infantil no solo perjudica a las familias más pobres del planeta (¿se imaginan lo que hubieran dicho nuestros bisabuelos cuando tenían 12 años y trabajaban en el campo y en la fábrica, si unos grupos de activistas americanos les hubieran dicho que no podían trabajar para alimentar a sus familias porque el trabajo infantil estaba mal visto en su país?) sino que a menudo incentiva la prostitución infantil.

Países como México o Brasil tienen programas públicos que pagan un salario a los niños por ir a la escuela y sacar buenas notas, y quizás ese sea un modo de salir del pozo a corto plazo. A la larga, sin embargo, la única solución es el crecimiento económico. Y, en ese sentido, la globalización no solo no es responsable de la explotación sexual de menores, sino que forma parte de la solución.”

## El crowdfunding o las redes sociales llegan a la inversión

Las redes sociales están revolucionando el funcionamiento de nuestra sociedad y las finanzas no son una excepción. Existe una corriente de nuevos negocios englobados dentro de lo que se ha dado en llamar *banca en la sombra* o *shadow banking*, donde los protagonistas son actores que nada tienen que ver con los bancos.

La banca en la sombra está empezando a competir con la banca tradicional en algunos nichos de mercado, como son las tarjetas de crédito (Apple registró un millón de tarjetas en las primeras 72 horas de ofrecer el servicio) o las transferencias (Royal Bank of Canada gestiona transferencias desde Facebook Messenger como aplicación para iPhone). Algunos expertos cifran el peso del *shadow banking* en Estados Unidos en más del 20 % del total de los activos financieros, si bien hay que tener en cuenta que Estados Unidos es un mercado mucho menos bancarizado que el europeo y que algunas grandes compañías tecnológicas, como Facebook, Google o Paypal, están trabajando para lanzar servicios financieros de alcance mundial. Si tienes un rato y ganas de leer en inglés te recomiendo el artículo de Michael Nuciforo en [www.americanbanker.com](http://www.americanbanker.com), “Google Presents Biggest Threat to Banking”, que en español se traduciría como ‘Google representa una gran amenaza para la banca’.

Hechas las presentaciones de la banca en la sombra, toca hablar de su gran estrella, el *crowdfunding*.

## ¿Había algún nombre peor que micromecenazgo?

El *crowdfunding* se ha traducido al español como ‘micromecenazgo’. A mi modesto parecer, no es una traducción que haga justicia a lo que en realidad hace el *crowdfunding*.

Para empezar, un *mecenas*, según el diccionario de la Real Academia Española, es “una persona que patrocina las letras o las artes”. Y ya que estamos con el tema, el nombre viene de Cayo Clínio Mecenas, consejero del emperador romano Augusto y gran protector de los poetas. Ufff... ¡Cómo me rechina que algo tan *cool*, anglosajón, moderno y relacionado con la tecnología y la red se vincule al tal señor Mecenas!



El *crowdfunding* consiste en obtener fondos a través de la red gracias a multitud de pequeñas aportaciones que hace un número elevado de personas.

Sin las redes sociales, el *crowdfunding*, tal como lo entendemos, no sería posible. Por supuesto, la idea no es nueva, pues siempre ha habido campañas de recaudación de fondos, como el “día de la banderita” de la lucha contra el cáncer, que lleva mucho tiempo recaudando dinero por las calles de España. Pero su eficacia no es comparable a la fuerza que proporcionan el que accedan a la causa millones de personas de todo el mundo a través de la red.

### **Crowdfunding a ritmo de rock**

El grupo de rock británico Marillion es el protagonista del primer proyecto de *crowdfunding* conocido como tal. Tuvo lugar en 1997 y su objetivo fue la búsqueda de financiación para su gira por Estados Unidos de ese año. Como los rockeros no tenían presupuesto para montar el *tour*, sus fans estadounidenses decidieron hacer una colecta *online* para poder verlos. Y lo cierto es que fue un éxito: recaudaron 60.000 dólares de la época (parece que no, pero ya han pasado dieciocho años).

A los chicos de Marillion les gustó tanto el *crowdfunding* que los tres siguientes álbumes que sacaron los produjeron con el mismo método. Y no han sido los únicos: desde entonces, muchos otros han seguido su ejemplo, y no solo en el mundo del rock o la música en general, sino en el del teatro, el cine, las artes plásticas e incluso la política.

## ¿Cómo se regula?

En *crowdfundig* está tomando tal relevancia que en España ya se ha dado forma a la ley que regulará esta actividad. La legislación tiene como puntos fundamentales

la separación entre dos tipos de inversores y el establecimiento de algunos requisitos mínimos para las empresas que desarrollan esta actividad. Esos dos tipos de inversores son:

- ✓ **Los inversores cualificados.** Deberán acreditar una renta de, al menos, 50.000 euros al año y un patrimonio financiero de, al menos, 100.000 euros. Así, podrán invertir sin limitaciones.
- ✓ **Los inversores no cualificados.** Se definen por exclusión, es decir, son todos los no “cualificados” y podrán invertir un máximo de 10.000 euros al año con un límite de 3.000 euros por proyecto.

En cuanto a los requisitos que establece la legislación, el principal es que las empresas de *crowdfunding* deberán tener un capital social mínimo de 60.000 euros y no podrán captar más de dos millones de euros por proyecto.

Y justo es reconocer que la ley ha mejorado la denominación de micromecenazgo al llamar al *crowdfundig* “plataformas de financiación participativa”, lo que se acerca mucho más a lo que son en realidad.

## Tipos de crowdfunding

Hay *crowdfunding* y *crowdfundig*. De hecho, se suele hablar de hasta cuatro grandes categorías de *crowdfunding*. ¿Quieres conocerlas? Pues aquí van:

- ✓ **Recompensa (reward crowdfunding):** alguien necesita dinero para algo y hace una petición en la red a través de una empresa de *crowlending* (de ellas te hablo justo en el apartado siguiente). Por ejemplo, que tu grupo favorito pueda desplazarse hasta tu ciudad y dar un concierto.
- ✓ **Donación (donation crowdfunding):** imagina que eres un político y quieres hacer un congreso, pero no tienes dinero. Pues lo pides. Eso es lo que hizo el partido Podemos, que incluso tiene una web dedicada a este fin: <https://crowdfunding.podemos.info>.
- ✓ **Deuda (crowdlending):** imagina que eres otro político que necesita dinero para su campaña. Pues lo pides. Pero como te da cosa que te lo donen, pides que te lo presten y te comprometes a que, cuando puedas, lo devolverás. Así se financió el partido Ciutadans en las últimas elecciones al Parlamento europeo, con una emisión de bonos de un nominal de 50 euros por bono.
- ✓ **Capital (equity crowdfunding):** en este caso, el dinero ni lo donas ni lo prestas, te conviertes en accionista del nuevo proyecto.

## El crowdlending como inversión

Dado que este es un libro de inversión, seguro que te preguntarás cuál es la categoría de *crowdfunding* que más te puede interesar como inversor, si es que no la has adivinado ya. Sí, es esa en la que estás pensando: el *crowdlending*. O sea, prestar dinero.

La opción de entrar como accionista (*equity crowdfunding*) no la contemplo como inversión financiera porque no tengo clara la liquidez de esas inversiones. No es como la bolsa, que a golpe de clic pasas a ser copropietario del Banco Santander y a golpe de clic dejas de serlo. Si inviertes dinero como accionista en un proyecto a través del *crowdfunding* no creo que al mes puedas decir “lo siento chicos, me he equivocado y necesito que me devolváis el dinero; ya sé que lo habéis invertido todo y que en la caja no hay más que telarañas, pero quiero recuperar mi inversión”.



La inversión de tu capital vía *crowdfunding* no la puedes plantear en términos análogos a la bolsa. Debes enfocarla en términos de economía real y no de economía financiera. Inviertes para quedarte.

### Un campo en ascenso continuo

El *crowdlending* ha movido aproximadamente unos 6.000 millones de euros durante 2014 en todo el mundo. Y ya es dinero. En España, el mercado está muy bancarizado y costará más (por bancarizado me refiero al gran peso que tiene la financiación bancaria, a diferencia del mundo anglosajón, donde se utilizan más los mercados emitiendo bonos y saliendo a bolsa), pero también está llegando y poco a poco irá asumiendo un mayor protagonismo.

Eso sí, ¡no te lances a invertir en cualquier empresa que veas que pide fondos por medio de una web de *crowdlending*!



Aquí tienes unos consejos para valorar una inversión por esta vía:

- ✓ **Encuentra proyectos donde invertir.** Esto se hace a través de las plataformas de *crowdlending*, que te recuerdo que son empresas. En la web de la Asociación Española de Crowdfunding ([web.spaincrowdfunding.com](http://web.spaincrowdfunding.com)) están registradas más de treinta plataformas. A nivel mundial, dos de las más conocidas son Indiegogo y Kickstarter.
- ✓ **Antes de invertir, haz los deberes.** Entérate de quién está detrás de la

plataforma. No te despistes y confundas el *crowdfunding* social (hacer una donación para erradicar la malaria en el Tercer Mundo) con el *crowdlending* puro y duro, que es una actividad empresarial. El *crowdlending* es un negocio y, como tal, está para ganar dinero. Más allá de la bondad del proyecto, yo preferiría escoger como plataforma a “Honrados Asociados” que a “Ladrones Malvados”, ¿tú no?



El *crowdlending* es un negocio y las plataformas están para ganar dinero. Tu dinero. Elige bien.

- ✓ **No enfoques el *crowdlending* como “buenrollismo”.** Si quieres hacer una donación, haz una donación. Si quieres invertir, invierte. Y en una inversión buscamos rentabilidad (vale, ya sé que parezco un mal tipo diciendo estas cosas, pero amigo, la cosa va de dinero).

Para saber si una inversión en *crowdlending* es buena o no, deberías:

- ✓ **Estudiar a fondo la viabilidad del proyecto que solicita financiación.** La plataforma hace el trabajo por ti, pero te recomiendo que profundices. Si el plan de ventas dice que dentro de dos años la empresa que pide la financiación pasará de vender 2 a vender 22 (que lo dirá), debes preguntar por qué y la explicación debe tener sentido económico. Aquí no valen las explicaciones generalistas del tipo “el mercado muestra una recuperación significativa que apoya estas previsiones”; esto no vale ni la tinta con la que está escrito.
- ✓ **Compararlo con inversiones análogas en bonos.** Supón que tienes la opción de financiar un proyecto de *crowdlending* de comida biológica a domicilio en una empresa que factura 12 millones de euros. Te crees los números, los de la plataforma son gente seria, los de la empresa parecen serios y te ofrecen una rentabilidad del 5 % anual durante diez años. Por otro lado, ves que en el mercado tienes bonos (de los que te hablo en el capítulo 4 y que no son otra cosa que un préstamo que haces el emisor del bono) de la empresa automovilística italiana Fiat con un vencimiento parecido, que cotizan en un mercado regulado, que te ofrece liquidez y que están dando una rentabilidad del 4,40 %. ¿Cuál te quedas? Yo lo tendría muy claro (y mi Cinquecento también).



Como cualquier inversión, el *crowdlending* no escapa al binomio

rentabilidad riesgo. Antes de entrar debes estar seguro de que el proyecto te gusta y te ofrece una rentabilidad adecuada en relación a otras inversiones análogas. En el ejemplo anterior, si el *crowlending* me da el 5 % y un bono de Fiat un 4,40 % tengo pocas dudas a favor de la inversión en bonos. Pero si el *crowlending* me ofrece un 7 % (que es bastante normal en el mercado), seguramente me pasaré a la comida biológica. A la hora de invertir, y se llame como se llame la inversión, la rentabilidad riesgo siempre manda. Siempre.

## El bitcoin, dinero virtual

“La única cosa que falta, pero que pronto se desarrollará, es una forma segura de dinero electrónico, una forma de transferir fondos de A a B a través de internet, sin que A conozca a B o B conozca a A.” Esta frase del premio Nobel de Economía Milton Friedman ya ha empezado a quedar obsoleta gracias al *bitcoin*.



El *bitcoin* es una moneda virtual o digital. Es la más conocida, pero no la única. Es puramente virtual y no existe en papel ni en metal. Es una moneda privada no vinculada a un banco central, como sí lo está el euro con el Banco Central Europeo o el dólar con la Reserva Federal. Es, dicho en otras palabras, una tecnología que permite realizar transferencias *online* sin la intervención de intermediarios.

## Matrix es una broma (comparado con el bitcoin)

Imagínate que lo siguiente te lo explican Neo (Keanu Reeves), Morfeo (Laurence Fishburne) y Trinity (Carrie Anne-Moss) a bordo de la nave espacial antes de que te metan un conector en la nuca para cargarte el cerebro con nuevos conocimientos.

Te darás cuenta de que no estoy tan alejado de la realidad cuando veas cuáles son las características del mundo *bitcoin*:

- ✓ Es una moneda que solo existe en el mundo virtual y en una red de ordenadores (red P2P o red *peer to peer*).
- ✓ Existen unos programas que sirven para transferir y custodiar *bitcoins*, los *wallets*.
- ✓ Se desconoce quién es el propietario de los *bitcoins*. Todos los *bitcoins* que existen tienen asignada una clave pública y otra privada, solo los poseedores de la clave privada pueden utilizar esos *bitcoins*. Si pierdes la

clave privada, te quedas sin *bitcoins*.

- ✓ Las transferencias están encriptadas y todas las transacciones llevan dos firmas: la clave privada del que emite la transferencia y la clave pública del que la recibe. La red de ordenadores valida que no se registre la misma transacción dos veces.
- ✓ Los *bitcoins* se pueden conseguir comprándolos o mediante un proceso de *mining* (excavando virtualmente en una mina como si se buscara oro).
- ✓ *Mining*: los miembros de la red crean *bitcoins* cuando resuelven problemas criptográficos con las transacciones pendientes de validar. La red los recompensa con nuevos *bitcoins*.
- ✓ Se puede cambiar dinero convencional por *bitcoins*. El cambio vendrá determinado por la oferta y la demanda y, de hecho, el *bitcoin* cotiza contra el dólar. Si tienes curiosidad, en un medio de comunicación tan accesible como *El Economista* tienes publicada todos los días la cotización del *bitcoin* respecto del dólar.

Aunque puede parecer extraño después de lo dicho, el *bitcoin* es legal, absolutamente legal, aunque con matices, pues hay economías como la británica donde el *bitcoin* está reconocido y otras como la rusa en la que está prohibido. El caso más extremo es Dominica, que pretende adaptar el *bitcoin* como moneda cooficial durante 2015.

En el caso español, según el abogado Pablo Fernández Burgueño en su artículo “12 cosas que deberías saber antes de usar *bitcoins* (La Ley y el *bitcoin*)”, el *bitcoin* está regulado y su uso es legal. Sin embargo, el *bitcoin* no es dinero, es un bien inmaterial que se puede cambiar por otros bienes y servicios a través de una figura jurídica que es la permuta.

Según la web [www.coinmarketcap.com](http://www.coinmarketcap.com), en el momento de escribir estas líneas había ya 100 monedas virtuales circulando por el mundo. Algunas de las más populares son:

- ✓ **Litecoin**: utiliza el mismo sistema que el *bitcoin*, pero ofrece mayor rapidez transaccional. Lleva en funcionamiento desde 2011.
- ✓ **Peercoin**: funciona desde 2012 y obliga a probar la titularidad de la moneda.
- ✓ **Quark**: empezó a funcionar en 2013 y en una semana subió de valor un 500 %. Está ganando protagonismo gracias a los altos niveles de seguridad que ofrece, con hasta seis algoritmos para proteger la información.

Es una tendencia al alza y, salvo hecatombe en los próximos años, veremos cómo aparecen más monedas virtuales.

## El bitcoin como inversión

Historias con el *bitcoin* las hay para todos los gustos: hay quien se ha hecho rico con él cuando lo compró a pocos centavos de dólar y lo ha vendido por cientos de dólares. Si te interesa el tema, te recomiendo el artículo de Max Rasking en *Businessweek* de abril de 2013 que se titula “Meet the Bitcoin Millionaires” ([www.businessweek.com/articles/ 2013-04-10/meet-the-bitcoin-millionaires](http://www.businessweek.com/articles/2013-04-10/meet-the-bitcoin-millionaires)).

También hay quien ha perdido hasta la camisa con los *bitcoins* porque se los han robado, como les pasó a los clientes de la empresa japonesa MtGox. En el artículo de *El País* del 25 de febrero de 2014 escrito por Álvaro Romero y Sandro Pozzi titulado “El principal operador del *bitcoin* cierra y destapa las flaquezas de la divisa”, encontrarás toda la información ([http://tecnologia.elpais.com/tecnologia/2014/02/25/actualidad/1393319825\\_988195.html](http://tecnologia.elpais.com/tecnologia/2014/02/25/actualidad/1393319825_988195.html)).

Y los hay que han entrado en *bitcoin* porque también lo han hecho los hermanos Winklevoss (los que fundaron Facebook con Zuckerberg y luego se pelearon) y piensan que si estos están, la cosa irá bien.



Para acabar, te diré que hay quien utiliza los *bitcoins* en actividades poco edificantes como la Silk Road, que era un mercado negro en internet (que utilizaba la red oculta Tor) donde se vendían armas y drogas y se pagaba con *bitcoins*.



Honestamente, con las dificultades que plantea invertir en bonos, acciones, divisas, alternativos y derivados me basta, e incluso me sobra. Pero a la vez estoy convencido de que vamos a un mundo cada vez más digital y, en ese mundo, el *bitcoin* es, hoy por hoy, el pionero y el rey. Mi consejo es que si decides adentrarte en el universo de las divisas digitales seas muy prudente y vayas con mentalidad de especulador (entrar y salir) más que con mentalidad de inversor largoplacista.

## **Parte IV**

**Si no sabes qué  
comprar... ¡compra  
el índice!**

## **En esta parte...**

Para la mayoría de nosotros es difícil seleccionar las mejores acciones... Pero no pienses que para los gestores profesionales es más fácil, en absoluto. Son muy pocos los que superan su índice de referencia.

Si batir a los índices es difícilísimo, ¿por qué no hacerlo fácil y comprar el índice directamente?

En esta parte veremos qué son los índices y cómo comprarlos a través de ETF (de las que te hablo en el capítulo 15). Además, he añadido los mercados donde te será de mayor utilidad la inversión a través de índices: los mercados emergentes. Si no conoces las empresas españolas, ¿cómo vas a conocer las de Taiwán?

## **Capítulo 13**

---

# **Qué es un índice y para qué sirve**

---

### **En este capítulo**

- ▶ Qué son los índices
  - ▶ Gestión activa o pasiva
  - ▶ Ibex 35 al completo
- 

“Solo cabe progresar cuando se piensa en grande; solo es posible avanzar cuando se mira lejos.”

ORTEGA Y GASSET

Si te pregunto qué sabes del Ibex 35 es posible que lo tengas muy claro. Por algo a diario ves y oyes noticias del Ibex en prensa, radio y televisión. ¡Incluso puedes consultarla en el teletexto!

Pero si te digo que en España cotizan más de veinte índices basados en el Ibex 35, ¿cómo se te queda el cuerpo? ¿Te lo esperabas? Pues así es. Con este ejemplo que suena a todo el mundo, sea o no versado en economía, no quería asustarte ni mucho menos, solo mostrarte que el universo de los índices es variopinto. Si lees este capítulo, aprenderás un montón de cosas sobre él. Tantas, que casi me atrevo a asegurarte que sabrás más de índices que gran parte de los asesores profesionales.

## **Todo lo que debes saber (y más) sobre los índices**

Antes de entrar al trapo, creo que es necesario hacer una puntuación. Si buscas por internet, te encontrarás infinidad de definiciones que empiezan de este modo: “Un índice bursátil es...”. De un enunciado como este parece desprenderse la idea de que “índice” y “bursátil” son conceptos que van siempre unidos, que forman una pareja indisoluble. Pues no.

La primera gran verdad sobre los índices es que existen índices de absolutamente

cualquier cosa que cotice en un mercado (y digo “cosa” a propósito). Existen índices sobre:

- ✓ Renta fija.
- ✓ Materias primas.
- ✓ Volatilidad.

Y un larguísimo etcétera... si hasta hay índices bursátiles y todo ☺ y dentro de estos tienes el catálogo completo:

- ✓ Índices apalancados.
- ✓ Índices inversos.
- ✓ Índices dobles apalancados.
- ✓ Índices dobles inversos.
- ✓ Triples apalancados.
- ✓ Índices de compañías de alta volatilidad.
- ✓ Índices de compañías de baja volatilidad.
- ✓ Índices de valor (*value*).
- ✓ Índices de crecimiento (*growth*).

¡Y muchos más! Lo que te decía, un auténtico mundo de índices que te desentrañaré a continuación.

Como conclusión de lo dicho hasta ahora, podemos afirmar que en el mundo hay miles de índices cotizando sobre todas las clases de activos que te puedas imaginar. Ya sabes índice ≠ bolsa.

## Y a todo esto... ¿qué es un índice?



En el capítulo 12, cuando te hablaba de la banca ética, tuve ocasión de mencionarte los índices (aunque allí me limité a los éticos) y te avancé su definición. Si recuerdas lo que te decía, un índice es un parámetro calculado estadísticamente cuyo objetivo es reflejar la evolución agregada de los activos que lo componen. Por evolución agregada quiero decir consolidada, tomada de forma conjunta; en definitiva: un promedio.



Cuando trabajes con índices, ten en cuenta lo siguiente:

- ✓ **No reflejan unidades monetarias.** No hay que pensar que porque el Eurostoxx cotice a 3.200 y el Dow Jones Industrials a 17.000, el segundo valga más que el primero. Un índice es una medida estadística, y cada índice tiene su propia base de cálculo.
- ✓ **Los índices cotizan en “puntos”.** Decimos que el Eurostoxx cotiza a 3.200 puntos y, si ha subido un 1,00 %, diremos que ha subido 32 puntos ( $3.200 \times 1,00 \% = 32$ ).
- ✓ **Los índices no pueden compararse entre sí.** El Ibex español se calcula por capitalización bursátil (en el apartado titulado “Cómo se calcula el valor del Ibex” te enseño cómo se hace) mientras el Dow Jones Industrials se calcula como media aritmética.

## El mercado, ¿sube o baja?

Si no hubiese índices, no sería fácil conocer la evolución global de un mercado. Imagínate que quieres saber cómo va la bolsa americana. Miras algunas grandes empresas para ver su evolución anual. Ves que American Express sube, va bien; que Coca-Cola está cayendo un poco, malo; que Goldman Sachs está subiendo fuerte, que Nike ni sube ni baja y que Walt Disney está en negativo.

Unas acciones suben, otras bajan y otras están estancadas. ¿Qué hace el mercado? No lo sabes. Con la información de que dispones no puedes decir, de forma objetiva, si, globalmente, el mercado sube o está cayendo.

Ahora bien, eso que te pasaba a ti ya le había pasado a mucha gente antes. Y gente que se dedicaba a esto de la inversión. Uno de ellos era un señor que se llamaba Charles Henry Dow y que, a finales del siglo XIX, trabajaba en el periódico *Wall Street Journal*. A él no le bastaba con saber cómo iba la bolsa estadounidense acción por acción, sino que quería saberlo de forma global. Así que un día se le ocurrió hacer un promedio, uno tan simple como una media aritmética. Empezó el 26 de mayo de 1896 con las doce mayores empresas del momento, de las cuales hoy sólo queda General Electric. Había nacido el índice Dow Jones Industrial Average (DJI).

## La lucha entre la gestión activa y la gestión pasiva



Como puedes observar, un índice te permite conocer la evolución de un mercado financiero de una manera sencilla y de fácil interpretación. Además, te ofrece un análisis histórico que te servirá para determinar la tendencia de ese mercado.

Pero además de permitirnos ver qué hace un mercado de forma global, los índices tienen una segunda función: servir como referente, lo que en finanzas se llama *benchmark* o comparativo. ¿Cómo puedes saber si tu fondo de bolsa española lo hace bien o mal? Comparándolo con “algo” y ese “algo” es un índice de referencia (que en este caso sería el Ibex 35). Y esto me da pie a presentarte el gran debate de los gestores de carteras ¿gestión activa o gestión pasiva?

En el mundo financiero, el eterno debate es si es mejor la gestión activa o la pasiva, o lo que es lo mismo el Alpha (gestión activa) contra la Beta (gestión pasiva). Empiezo por el final para quitarle dramatismo: no hay ganador. Depende.



Para que lo entiendas, y sin necesidad de entrar en tecnicismos:

- ✓ **Gestión pasiva:** se basa en replicar al mercado. El gestor pasivo considera que predecir el futuro no tiene sentido y que superar al mercado a largo plazo no es posible; por lo tanto, su trabajo consiste en obtener las rentabilidades que ofrece el mercado. Para hacerlo se sigue un *benchmark* o comparativo al que emular. El *benchmark* más claro es un índice. Si mi gestión se centra en la bolsa española, tomaré el índice Ibex 35 como *benchmark*. A la gestión pasiva también se le llama *gestionar la Beta*, o lo que es lo mismo, la rentabilidad que ofrece el mercado. La Beta determina cuantitativamente la relación entre el rendimiento medio de un valor y el del mercado en el que cotiza. Los resultados se dividen en mayor que uno, menor que uno e igual a uno. Si la Beta de un valor es mayor que uno, amplifica el movimiento del mercado (Beta 2 significa que el valor se moverá en promedio el doble que el mercado); si es uno se mueve exactamente igual que el mercado; y si es menor que uno atenúa lo que hace el mercado (Beta 0,50 significa que el valor se moverá en promedio la mitad que el mercado).
- ✓ **Gestión activa:** el objetivo de esta gestión es batir al mercado o, mejor dicho, a su *benchmark*. Para eso se utilizan técnicas de lo más diversas (como las que hemos visto en el capítulo 6, que trata sobre bolsa) y que pueden ir desde lo más simple (comprar empresas con una relación de bajo

precio/beneficio) a más complejas (como gestionar la cartera en función de la volatilidad del mercado). La gestión activa va vinculada a “movimiento”. El gestor está buscando un ajuste continuo de los valores que componen la cartera con el objetivo de obtener una rentabilidad superior a la del índice con el que se compara. A la gestión activa también se la conoce como “gestionar el Alpha” (o Alfa) y depende del talento que aporta el gestor para batir al mercado. El Alfa es la diferencia entre el *benchmark* y la rentabilidad de la cartera.

La gestión pasiva (Beta) busca la mera réplica de lo que hace el mercado y, por lo tanto, tiene que ser barata en cuanto a comisiones. La gestión activa (Alfa) tiene por objetivo superar al mercado y por lo tanto puede ser cara en comisiones... pero debe dar resultados.



Lo vemos ahora con un ejemplo. Imagínate que eres el gestor de un fondo de inversión sobre bolsa alemana. El índice alemán es el DAX (que ha dado un 10 %) y es el que tomas como referencia o *benchmark*:

- ✓ Si tu estrategia es la gestión pasiva, o gestionar la Beta, habrás hecho una cartera idéntica al DAX y tu rentabilidad habrá dado el 10 %, resultado al que tienes que restar las comisiones de gestión del fondo (pongamos un 0,50 %), por lo que tendrías un 9,50 % (la comisión es baja porque una característica de la gestión pasiva es que es barata. No hay que pensar, es trabajo operacional).
- ✓ Ahora imagina que tu estrategia es activa y has desarrollado tus propias técnicas para batir al DAX. Lo has hecho bien y has ganado un 13 %, lo que significa que aportas un Alfa del 3,00 % ( $13\% - 10\% = 3\%$ ). Felicidades. Pero quizás tus técnicas han sido un desastre y has dado un 4 %. Entonces tu Alfa es del -6 % ( $4\% - 10\% = -6\%$ ). Además, al ser gestión activa, las comisiones de gestión son, lógicamente, mucho más caras.



Para hacer gestión pasiva es clave seguir los índices de los mercados en que se quiere invertir.

Se puede invertir en índices a través de distintos productos financieros: futuros, *warrants*, CfD, fondos indexados, opciones... Pero el producto específicamente creado para replicar índices de forma eficiente son los fondos cotizados o ETF, *Exchange Traded Funds*, de los que te hablaré en el capítulo 15.

## El Ibex 35, el de casa

Ahora que ya sabes que existen miles de índices de todo tipo de activos, de ahora en adelante voy a centrarme en los índices bursátiles porque son más fáciles de comprender. La renta fija es un activo complejo con su relación inversa precio-rentabilidad (de la que te hablo en el capítulo 4) y las materias primas son demasiado heterogéneas para que sirvan de ejemplo.

Por ello te propongo analizar el funcionamiento del Ibex 35 que, por extensión, nos servirá para entender el funcionamiento de todos los índices. Por cierto, siempre que hable del Ibex a secas me estoy refiriendo al Ibex 35.

### Qué es el Ibex 35



El Ibex 35 es el índice oficial del mercado español y apareció por primera vez el 14 de enero de 1992. Es un índice ponderado en función de la capitalización de cada empresa (cada empresa tiene un peso determinado en función de su tamaño, no tiene la misma importancia la empresa más grande que la que está en el número 30) y está compuesto por las 35 compañías más líquidas del mercado bursátil español, es decir, por las compañías mayores y que, además, tienen un mayor volumen de negociación diaria. El valor inicial que se toma como base del índice Ibex 35 es de 3.000 puntos, y se corresponde con el cierre de mercado del 29 de diciembre de 1989.

En España hay otro índice, el IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid), compuesto por 109 valores que se agrupan en 6 sectores de actividad que a su vez se dividen en números subsectores, pero este índice apenas tiene seguimiento en los medios. Las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia tienen también sus propios índices que, hoy por hoy, quedan prácticamente en lo anecdótico.

La bolsa española se sigue a través del Ibex 35.

### Quién pasa la criba

La composición del Ibex se revisa cada seis meses, y los factores más relevantes para valorar qué empresas deben formar parte del mismo son:

- ✓ **Capitalización bursátil:** resultado de multiplicar el valor de cotización de una acción por el número de acciones emitidas (lo hemos visto en el capítulo 5). Los valores con mayor capitalización bursátil tienen más importancia y

peso en la evolución del índice. Otros índices no siguen esta pauta, como Dow Jones Industrials, que es una media aritmética, si bien sólo cotizan 30 empresas y son todas tan grandes que apenas se producen divergencias que afecten al índice.

- ✓ **Volumen de contratación:** cantidad total contratada de un valor. El volumen de contratación nominal mide el número total de títulos contratados, y el volumen de contratación efectivo mide el volumen en unidades monetarias. Si Banco Santander ha tenido un volumen de contratación de 20.300.000 acciones a una cotización de 8 euros (aunque la cotización fluctúa, de cara al ejemplo, utilizamos un único precio), diremos que el volumen nominal ha sido de 20.300.000 títulos y el volumen efectivo ha sido de 162.400.000 euros ( $20.300.000 \text{ títulos} \times 8 \text{ euros}$ ). La forma de medir el volumen es con el valor efectivo.
- ✓ **Frecuencia de cotización:** expresa en tanto por ciento la relación entre el número de días que un valor cotiza en el mercado y el número de días hábiles de ese mercado.

## El algodón sí engaña: ojo con la ponderación

A algunos gestores de carteras no les gustan los índices relativamente pequeños, como el Ibex, ya que hay importantes diferencias entre unas acciones y otras. A nivel mundial, la bolsa española no deja de ser un mercado estrecho (*narrow market*) donde hay algunos valores con poca liquidez y diferencias significativas en los precios de compra y venta. En otros índices, como el Dow Jones Industrials, solo cotizan 30 empresas, pero son todas de gran tamaño, y en otro índice estadounidense importante como el S&P 500 son 500 empresas las que cotizan por lo que no ha

**Tabla 13-1. Ponderación sobre el Ibex 35 de los seis valores mayores y menores**

<i>Seis valores con mayor ponderación</i>	<i>% ponderación</i>	<i>Seis valores con menor ponderación</i>	<i>% ponderación</i>
Banco Santander	17,11	Indra Sistemas	0,46
Telefónica	12,50	Viscofan	0,45
BBVA	12,01	Gamesa	0,45
Inditex (Zara)	10,40	Acciona	0,44
Iberdrola	6,71	Sacyr	0,41
Repsol	5,54	Fomento de Construcciones FCC	0,29
<b>Total</b>	<b>64,27</b>	<b>Total</b>	<b>2,5</b>

lugar a grandes ponderaciones. Supongamos una cartera como la que te muestro en la tabla 13-1, con los seis grandes del Ibex 35 y otra cartera con los seis valores de menor capitalización (composición de 2014).

Lo que indica la tabla 13-1 es que el movimiento de las seis mayores acciones supone el 64,27 % del movimiento total del índice, y que el movimiento de las seis acciones más pequeñas apenas supone el 2,5 % del movimiento total del Ibex.

Imagina que la cartera de las seis mayores sube un 10 % y el resto de valores no tiene variación en sus precios: el Ibex 35 subiría un 6,42 %. Ahora dale la vuelta e imagina la misma situación con los chiquitines. El Ibex apenas subiría un 0,25 %.



En un índice de pocos valores, las mayores empresas marcan la evolución del índice.

## Cómo se calcula el valor del Ibex

Vaya por delante que nunca, y nunca significa nunca, tendrás que hacer cálculos para saber qué vale un índice. Es más, si dispones de un programa que te dé la cotización en tiempo real tendrás la cotización del índice al momento, y, si no, por medio de webs como Invertia ([www.invertia.es](http://www.invertia.es)), y otras muchas, la tienes con una diferencia de pocos minutos.

Simplemente quiero que veas cómo se calcula para que compruebes que no hay ninguna técnica extraña ni oculta al alcance de unos pocos elegidos para calcular el valor de un índice: hay que saber multiplicar y dividir. Poco más.

Supón que ayer el Ibex cerró a 10.825 puntos con una capitalización bursátil de 485.275.762.778 euros (¡eso es una pasta y lo demás son tonterías!). La capitalización bursátil del Ibex es la suma de las capitalizaciones bursátiles de las 35 acciones que lo componen (recuerda, es el precio de la acción por el número de acciones). Imagina que, al cierre de la sesión de hoy, la suma de las capitalizaciones bursátiles es de 486.324.821.653 euros.

El cálculo de la evolución del Ibex sería el siguiente (ten en cuenta que en el cálculo real hay decimales y ajustes que elimino por simplicidad):

$$\text{Ibex hoy} = \text{Ibex ayer} \times \frac{\text{capitalización hoy}}{\text{capitalización ayer}}$$

$$\text{Ibex hoy} = 10.825 \times \frac{486.324.821.653}{485.275.762.778} = 10.848$$

Ahora ya puedes decir que el Ibex ha subido 23 puntos ( $10.848 - 10.825$ ) que, en porcentaje, es un 0,21 %.

## Cómo se ajusta el Ibex 35

Cada día pasan cosas en las bolsas: pagan dividendos, aumenta el capital, se producen *splits* (que es la división de una acción en varias, tal como te explico en el capítulo 5)... Todo esto lo tiene que recoger un índice bursátil que mida de forma fidedigna el comportamiento del mercado que representa.

El Ibex se ajusta de la siguiente forma:

- ✓ **Dividendos:** el Ibex 35 no se ajusta por dividendos. Esto provoca que, cuando se pagan dividendos, el índice caiga, porque la cotización de los valores que pagan dividendos cae cuando este se paga (en el capítulo 5, dedicado a la bolsa, explico este fenómeno con mayor detenimiento). Esto tiene dos consecuencias:
  1. No puede compararse un índice como el Ibex, que no se ajusta por dividendos, con un índice como el DAX alemán, que sí hace el ajuste cuando hay reparto de dividendos.
  2. El gestor de tu fondo de inversión siempre lleva ventaja sobre su

*benchmark*: si el Ibex en su conjunto ha pagado un dividendo del 4 %, esa es la ventaja que te lleva tu fondo de inversión sobre la bolsa española porque el fondo, lógicamente, cobra el dividendo que le pagan las acciones de su cartera.

- ✓ **Ampliaciones de capital:** el Ibex 35 se ajustará cuando alguna de las empresas incluidas en el mismo efectúe una ampliación de capital con derecho de suscripción preferente (si quieras saber más, repasa el capítulo 5).
- ✓ **Variación del valor nominal de las acciones:** el Ibex 35 se ajustará cuando alguno de sus componentes varíe el valor nominal de sus acciones.
- ✓ **Emisión de obligaciones convertibles:** el Ibex 35 no se ajusta por la emisión de obligaciones convertibles cuando se emiten. No obstante, en cada revisión del índice (que se hace cada seis meses), se incluirán las acciones convertidas por los obligacionistas (los bonos convertibles están explicados en capítulo 4, dentro de la renta fija).

## Principales índices derivados del Ibex

Al principio del capítulo ya te explicaba que hay muchos índices relacionados con el Ibex y que, en general, el gran público no conoce. Y como no los conoce, no les puede sacar provecho, cosa que ahora tú podrás hacer.

No vamos a verlos todos, pero sí los más interesantes para conocer con detalle la marcha del mercado español:

- ✓ **Ibex Medium Cap:** índice de valores de mediana capitalización bursátil compuesto por los 20 valores de la bolsa española que siguen a los del Ibex 35, ordenados por capitalización bursátil. Este índice se lanzó al mercado el 1 de julio de 2005.
- ✓ **Ibex Small Cap:** índice de valores de pequeña (*small*) capitalización bursátil compuesto por los 30 valores de la bolsa española que siguen a los del Ibex Medium Cap, ordenados por capitalización bursátil. También se lanzó el 1 de julio de 2005. Cuando en un fondo o índice veas la expresión *cap* se refiere a capitalización (*capitalization*).
- ✓ **Ibex Top Dividendo:** compuesto por los 25 valores con mayor rentabilidad por dividendo (te hablo de ello en el capítulo 5) de entre los que forman el Ibex 35, el Ibex Medium y el Ibex Small Cap, siempre y cuando presenten un historial de pago de dividendos ordinarios de, al menos, dos años.
- ✓ **Ibex 35 Total Return:** te lo he puesto en inglés porque así te lo encontrarás en los fondos o ETF (te hablo de ellos en el capítulo 15). El nombre oficial es Ibex 35 con dividendos (como siempre, suena más guay Total Return, es

lo que tiene el inglés). Este índice es el Ibex 35, pero se ajusta por dividendos (recuerda que el Ibex no lo hace). Reinvierte el importe bruto del dividendo en los valores que componen el índice según sus ponderaciones. Se lanzó el 22 de abril de 2010. Si el gestor de tu fondo es un listillo (de los que no te convienen), querrá comparar su gestión de bolsa española con el Ibex 35 (a palo seco) cuando debería compararla con el Ibex 35 con dividendos para hacer la comparación homogénea.

- ✓ **Ibex 35 Net Return:** o lo que es lo mismo, Ibex 35 con dividendos netos. Es el índice anterior (el Total Return) pero aplica el dividendo neto, es decir, lo que queda del dividendo una vez aplicada la fiscalidad. Se lanzó en la misma fecha que su hermano.
- ✓ **Ibex 35 Inverso:** replica los movimientos diarios del Ibex 35 con dividendos, pero en sentido contrario. Si el Ibex 35 con dividendos sube, el Ibex 35 inverso baja y viceversa. Sirve para hacer ventas en descubiertos (que te explico en el capítulo 11) del Ibex 35 con dividendos. Se lanzó al mercado el 13 de mayo de 2009. Si replicar a la baja te parece poca cosa, también tienes a tu disposición, con la misma mecánica, el Ibex 35 doble inverso, el Ibex 35 inverso X3 y el Ibex 35 inverso X5 (multiplican el movimiento diario por dos, tres y cinco veces).
- ✓ **Ibex 35 Doble Apalancado:** multiplica por dos los movimientos del Ibex 35. Se lanzó al mercado el 22 de abril de 2010. Como en el caso anterior, si se te queda corto tienes el Ibex 35 apalancado X3 e Ibex 35 apalancado X5 (multiplica por tres y por cinco veces respectivamente los movimientos diarios del Ibex 35).



Si en algún momento te lanzas a trabajar con estos índices, debes tener en cuenta algunos aspectos:

1. Los dos índices con dividendos (Total Return y Net Return) siempre darán una rentabilidad superior al Ibex 35.
2. Cuando inviertas en un fondo de bolsa española, la referencia (*benchmark*) no puede ser el Ibex 35, es un truco del gestor . El comparativo debe ser el Ibex Total Return (Ibex 35 con dividendos) para que la comparación sea homogénea (el fondo recibe dividendos y el Ibex 35 no por lo que hay que ir al Ibex 35 total Return que si los recibe).
3. Las diferencias de rentabilidad en el Ibex 35 y los índices derivados del mismo pueden ser muy relevantes.

---

**Tabla 13-2. Rentabilidades acumuladas en el año 2014  
(a 6 de octubre)**

---

<b>Índice</b>	<b>Rentabilidad acumulada del 1 enero a 6 octubre 2014 (en %)</b>
Ibex 35	7,35
Ibex 35 Total Return	10,92
Ibex 35 Net Return	10,16
Ibex 35 Medium Cap	-2,58
Ibex 35 Small Cap	-0,42
Ibex 35 Top Dividendo	13,79

---

Fuente: [www.bmerv.es](http://www.bmerv.es).

Como puedes comprobar si observas la tabla 13-2, las diferencias son importantes: dentro de la clase de activo “bolsa española”, en los productos referenciados al Ibex tienes desde prácticamente el 14 % del Top Dividendo al – 2,58 % de las empresas medianas.



Cuando valores distintos índices, la primera pregunta que debes hacerte es si son homogéneos. Comparar la evolución del DAX alemán con el Ibex 35 tiene poco sentido. El DAX es un índice Total Return (refleja el pago de dividendos de las empresas que lo componen) mientras que el Ibex 35 no lo hace. Si quieres hacer comparaciones homogéneas entre uno y otro, deberías utilizar el Ibex 35 Total Return y el DAX.

## El mundo en un índice

Al principio del capítulo te decía que un índice no tiene por qué ser bursátil. Este apartado no pretende ofrecerte una lista exhaustiva porque hay miles de índices en el mundo, sino un ejemplo de índices de distintas categorías de activos para que te sirva como modelo cuando busques índices en los que invertir.

## Bonos

Solo los entusiastas de los ETF (encontrarás todo lo que necesitas saber sobre ellos en el capítulo 15) son capaces de invertir en índices de renta fija. Ni siquiera a través de futuros se invierte en índices de renta fija (los futuros invierten en bonos concretos, no en índices, pero sí necesitas saber más sobre este

producto puedes leer el capítulo 11). Puedes invertir por medio de los ETF en todos los índices que vienen a continuación, y en muchísimos más.

- ✓ **Markit iBoxx EUR Liquid Corporates:** compuesto por 40 bonos corporativos emitidos en euros por compañías multinacionales con alta calificación crediticia. Todos los bonos tienen una calificación crediticia (encontrarás más información en el capítulo 4) de grado de inversión (es decir, por encima de BBB). Además, es un índice Total Return que capitaliza los cupones que reparten los bonos que lo componen. El índice se rebalancea cada tres meses.
- ✓ **Euro Mts AAA Government:** refleja una cesta de bonos soberanos emitidos por países de la zona euro, todos con la máxima calificación crediticia (rating). Es un índice Total Return.
- ✓ **Barclays Capital U.S. Aggregate Float Adjusted:** refleja el comportamiento global del mercado estadounidense. Incluye emisiones del gobierno, empresas y bonos internacionales emitidos en dólares americanos.

## Bolsa

Igual que España tiene el Ibex 35, cada país tiene su índice. A continuación te ofrezco una lista de algunos de los principales índices mundiales por orden de importancia: el S&P 500 estadounidense, el Nasdaq 100, también estadounidense, el Eurostoxx 50 de la zona euro y el Nikkei japonés:

- ✓ **S&P 500:** (Standard & Poors es una de las principales emisores de rating del mundo, de la que te hablo en el capítulo 4) es un índice ponderado por capitalización bursátil. Se publica desde 1957 e incluye las 500 mayores compañías estadounidenses por capitalización bursátil. Hasta la aparición del S&P 500, el índice más importante del mundo era el *viejo* Dow Jones Industrials 30, que agrupa las 30 compañías estadounidenses más importantes (si has nacido en 1896 es normal que te llamen viejo).
- ✓ **Nasdaq 100:** este índice agrupa a las 100 mayores compañías del índice *Nasdaq Composite* (en el que cotizan unas 3.100 empresas). Aunque en el Nasdaq 100 cotizan empresas de todos los sectores, tradicionalmente se le relaciona con tecnología informática e investigación farmacéutica. Las primeras empresas por capitalización bursátil son Apple, Google, Microsoft, Oracle, Intel, Amazon...
- ✓ **Eurostoxx 50:** agrupa a las 50 empresas más importantes de los países de la zona euro. Las empresas se han escogido por criterios de capitalización bursátil, liquidez y representatividad en su sector. Los países con mayor peso en el índice son Francia, con el 35,6 %; Alemania, con el 31,0 % y España con el 12,9 % (datos de octubre de 2014).

- ✓ **Nikkei 225:** es el índice más significativo de Japón (otro índice importante es el Topix). Está compuesto por los 225 valores más líquidos de la bolsa japonesa. Su nombre viene del periódico económico *Nihon Keizai Shinbun* (*Ni kei*).

Los índices no son más que instrumentos estadísticos y una empresa puede cotizar en más de uno. A veces nos extraña ver que Banco Santander cotiza en el Ibex 35 y en el Eurostoxx 50. Todas las empresas del Eurostoxx cotizan en su índice nacional: la aseguradora francesa AXA cotiza en la bolsa de Francia, BMW cotiza en la bolsa alemana y Santander, en la española. Lo único que hace el Eurostoxx 50 es, crear un nuevo índice con las 50 mayores empresas de la zona euro por capitalización bursátil que nos sirve para seguir la evolución conjunta de las principales bolsas de la eurozona.

En la tabla 13-3 encontrarás los índices de otros países.

**Tabla 13-3. Otros índices**

<b>Índice</b>	<b>País o zona geográfica</b>	<b>Características</b>
CAC 40	Francia	40 valores franceses más importantes
DAX 30	Alemania	30 mayores empresas alemanas
FTSE 100	Reino Unido	100 principales valores de la bolsa de Londres
MSCI Emerging Markets	Emergentes	Recoge el 85 % de la valoración de las bolsas emergentes
Stoxx Europe 600	Europa	600 compañías de toda Europa (incluye UK y Suiza)
Russell 2000	Estados Unidos	2.000 compañías de pequeña capitalización

## Materias primas

También hay índices de materias primas. Como ejemplo te hablaré de dos: uno que incluye todo tipo de materias primas y otro centrado en las materias primas agrícolas.

- ✓ **Thomson Reuters Core Commodity CRB Index:** agrega 19 materias primas de todo tipo, desde agrícolas (como el cacao, metales preciosos o ganadería) a energía (como el gas natural).
- ✓ **Deutsche Bank Liquid Commodity Index-Optimum Yield Agricultures**

**Excess Return:** creado por el banco alemán Deutsche Bank que refleja el precio de las materias primas agrícolas más líquidas y negociadas en el mercado (normalmente son trigo, maíz, azúcar y soja).

## ¿Quieres comprar la bolsa mundial? ¡También puedes!

Si quisieras comprar acciones de las bolsas de todo el mundo, además de necesitar mucho dinero, sería agotador. No te preocupes, a través de los índices es muy fácil:

- ✓ **MSCI World:** MSCI significa Morgan Stanley Capital International y es una compañía que crea y calcula numerosos índices. Este índice recoge el 85 % del *free float* (capital que se negocia en bolsa) de la bolsa de 23 países desarrollados a través de 1.613 compañías.
- ✓ **MSCI Emerging Markets:** hace lo mismo que el anterior pero en 23 países emergentes a través de 833 compañías.
- ✓ **MSCI ACWI:** resultado de unir los dos anteriores. El All Country World Index (ACWI o índice de todos los países) refleja las bolsas de 46 países (23 desarrollados y 23 emergentes) a través de 2.446 compañías.



Los índices proporcionan una forma fácil, eficiente y barata de diversificar una cartera y como has podido ver, hay índices sobre cualquier activo que te puedas imaginar (y de los que no te puedas imaginar, también).

## **Capítulo 14**

---

# **BRIC, mercados emergentes y mercados frontera**

---

### **En este capítulo**

- ▶ Qué son los mercados emergentes
  - ▶ Cómo invertir en emergentes
  - ▶ Por qué es atractivo invertir en emergentes
  - ▶ Las claves para analizar los mercados frontera
- 

“Para ir adonde no se sabe, hay que ir por donde no se sabe.”

SAN JUAN DE LA CRUZ

Desde que en 2001 Jim O’Neill (gestor de Goldman Sachs), gurú de los mercados emergentes, creó el concepto BRIC (Brasil, Rusia, la India y China), el protagonismo de estos países en los medios de comunicación y su peso en las carteras de inversión ha ido en aumento.

Hace años, invertir en emergentes era complicado incluso para los profesionales. Hoy todos tenemos la posibilidad de hacerlo en inmuebles en Indonesia, en empresas manufactureras chinas o en bancos vietnamitas, pero, a priori, no es tan fácil como parece. Siguen siendo mercados con algunas limitaciones y, lo más grave, en los que muchas veces se va a ciegas. Nuestro gestor de carteras nos puede recomendar invertir en un fondo de bolsa china, pero ¿sabemos a qué clase de acciones accede el fondo? La bolsa china es tremadamente compleja, y no es fácil que esos “detalles” los conozca tu asesor financiero salvo que tenga especial interés en los mercados emergentes. Cuando nos remiendan un fondo emergente, ¿cuál es su *benchmark*? (Puedes repasar este concepto en el capítulo 13.)

Es imposible saberlo todo sobre todos los mercados emergentes, pero te prometo que después de este capítulo tendrás algunas ideas muy claras que te servirán para sacar un buen rendimiento a tu cartera.

## Qué es y qué no es un mercado emergente

No es una pregunta fácil. No existe un consenso definido sobre cómo se puede delimitar de forma objetiva qué es y no es un país emergente. ¿Quién es hoy emergente, China o Portugal? ¿Indonesia o España?

En 1981, el economista Antoine Van Agtmael empezó a dar forma al concepto de *países emergentes*. De hecho, intentó lanzar un fondo de inversión de acciones de países emergentes, el Third World Equity Fund ('Fondo de acciones del Tercer Mundo'), aunque no tuvo mucho éxito consiguiendo capital y la cosa no acabó de tirar. Probablemente, le falló el marketing. ¿Acaso pondrías tu dinero en un fondo con el nombre *Tercer Mundo*? Da hasta cierto repelús ético. Si, por un decir, hubiese llamado al fondo Crecimiento en Países Dinámicos, algo así como Growth in Dynamic Countries (como sabes, en finanzas todo lo que está en inglés suena mejor, así que aprovéchalo), seguro que hubiese captado dinero. Es marketing, querido Antoine.

Una muestra de la dificultad para definir qué es y no es emergente, la tenemos en el informe ("Special report: Globalisation") publicado en septiembre de 2008 en la prestigiosa revista *The Economist* uno de cuyos apartados era "Acronyms BRIC out all over", en el que se cuestionaba si la expresión *mercados emergentes* había quedado desfasada. Se preguntaban si un país como Corea del Sur (con empresas como Samsung) o China (la cuarta mayor economía del mundo en 2008, aunque hoy ya es la segunda en términos de Producto Interior Bruto, el PIB) se puede seguir considerando emergente.

### Pon tú la etiqueta



Te propongo un ejemplo-juego en el que te mostraré esta dificultad: en la tabla 14-1 te presento un cuadro macroeconómico muy simple con datos de 2013 (si no tienes claros los conceptos, los encontrarás en el capítulo 3) y te daré un grupo de países para que identifiques a qué país corresponden los datos. Hazlo sin mirar y luego comprueba los resultados. Los países emergentes son: Indonesia, Brasil, la India, China y Vietnam. Los países desarrollados son: España, Grecia, Italia y Portugal (no son el mejor ejemplo; es verdad, pero es lo que hay, es nuestra realidad en el sur de Europa).

**Tabla 14-1. Datos macroeconómicos de 2013: países emergentes y desarrollados**

País	Deuda sobre PIB %	Desempleo %	Déficit público % PIB
1	22,40	4,10	-2,10
2	93,90	24,47	-7,10
3	56,80	5,00	+1,90
4	54,98	2,14	-7,10
5	67,72	5,20	-4,50
6	175,10	27,00	-12,70
7	132,60	12,30	-3,00
8	26,11	5,70	-2,30
9	129,00	13,90	-4,90

Datos de 2013, fuente [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com).

Venga, no mires las soluciones. Un país como el número 3, con una deuda del 56,8 % sobre el PIB y un desempleo del 5,00 % tiene que ser un país desarrollado de narices, y, además, con superávit público, pero un país como el número 6 que tiene una deuda del 175 % de su PIB, un 27 % de paro y un 12,70 % de déficit tiene que ser un desastre, más que un país emergente debe ser un país “hundiente”, y perdón por el neologismo.

Te voy a dar una pista: de los dos países con un 7,10 % de déficit público en 2013, a uno le ha afectado el rescate a bancos, es el segundo país con mayor desempleo de la zona euro y a sus habitantes les gusta mucho la paella... ¿Necesitas más pistas?

La solución es: 1. China; 2. España; 3. Brasil; 4. Vietnam; 5. India; 6. Grecia; 7. Italia; 8. Indonesia y 9. Portugal.

No se puede decir que el ejercicio sea una muestra completa, pero sí lo son los datos que analiza el FMI (Fondo Monetario Internacional). Cuando se estudia la información agregada de los países desarrollados (*advanced economies*) y los mercados emergentes (*emerging markets and developing economies*), todas las comparaciones muestran que, hoy, los llamados países emergentes tienen, en general, niveles de deuda sobre el PIB menores que las economías desarrolladas, déficits públicos inferiores (o similares) y niveles de desempleo muy bajos.

Es posible que pienses “Vale, pero es que me has puesto a la flor y nata de los países desarrollados, los famosos PIGS” (PIGS es un acrónimo creado por

nuestros “amigos” británicos para referirse a Portugal, Italia, Grecia y España, *Spain*, para ellos; el sustantivo plural inglés *pigs* se traduce al español como ‘cerdos’). Venga, tienes razón.

Dime ahora qué te parecen los países de la tabla 14-2, y aquí te voy a incluir una pista.

---

**Tabla 14-2. Datos macroeconómicos de 2013: países emergentes y desarrollados**

---

	<i>País 1</i>	<i>País 2</i>	<i>País 3</i>
<b>Deuda (sobre % PIB)</b>	101,53	33,09	101,50
<b>Desempleo (%)</b>	5,90	7,50	8,50
<b>Déficit público (% PIB)</b>	-4,10	+ 0,83	-2,60
<b>Pista</b>	Estatua de la Libertad	Evo Morales	Tintín

Fuente: datos de 2013, [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com).

Aquí ya no hay cerdos y resulta que, según los datos macroeconómicos, tiene mejor pinta un país como Bolivia (el número 2) con poca deuda y superávit público (ingresa más que gasta) que el mismo corazón de Europa, Bélgica, o la actual gran potencia mundial, Estados Unidos de América.

La cuestión es:

1. Si crecen más que las economías desarrolladas.
2. Si tienen menos deuda que las economías desarrolladas.
3. Si generan menos déficit público (o similar) que las economías desarrolladas.
4. Si tienen menos paro que las economías desarrolladas.

La pregunta que surge a continuación es la siguiente: ¿por qué siguen siendo emergentes en vez de considerarse ya desarrollados?

## ¿David o Goliat?

¿Quieres vivir en un país de 60 millardos de PIB o en uno de 9.240 millardos? Esta es la clave del asunto.

Para situarnos, y como esto de los millardos no lo usa ni el Tato (yo tampoco),

solo te diré que un millardo son mil millones. Es un término que admitió la Real Academia Española en 1995 para competir con el *billion* anglosajón, que es la expresión que se usa en el ámbito financiero. Cómo no, nos ha ganado el *billion* (recuerda: *billion* = 1.000 millones; en el mundo anglosajón, nuestro billón es un *trillion*).

Pero volvamos a la pregunta que abre este apartado. Sin tener en cuenta factores climatológicos ni preferencias personales: ¿con qué país te quedas, con el de 60 *billions* o con el 9.240? ¿David o Goliat? No es una cuestión baladí, pues te darás cuenta de por qué uno es emergente y el otro desarrollado. El chiquitín es Luxemburgo; el grandote, China. La solución, más abajo.

### Entre PIB anda el juego



Para valorar el nivel de crecimiento real de un país, más importante que el PIB total es el PIB per cápita, esto es, el PIB con relación a la población.

El PIB per cápita de un ciudadano luxemburgués es de 77.840 dólares y, el de un chino, de 3.583 dólares. En términos estadísticos, podríamos decir que el ciudadano luxemburgués medio es casi 22 veces más rico que el ciudadano chino medio (en sentido estricto, el PIB mide la producción y no la riqueza, pero la comparativa nos sirve perfectamente para situarnos).

Otros ejemplos del PIB per cápita: el estadounidense es de 45.863 dólares; el alemán, de 38.291 dólares; el británico, de 37.955 dólares; y el español, de 24.573 dólares. Frente a esto, potencias emergentes como Brasil tienen 5.823 dólares per cápita y la India unos escuálidos 1.165 dólares per cápita (fuente [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com) con datos de 2013).

En 2005, Jim O'Neill y su equipo de especialistas en mercados emergentes de Goldman Sachs, crearon una medida para valorar países emergentes: el GES o *Growth Environment Score* ('puntuación del entorno de crecimiento'). El índice GES tiene en cuenta las variables que te muestro en la tabla 14-3.

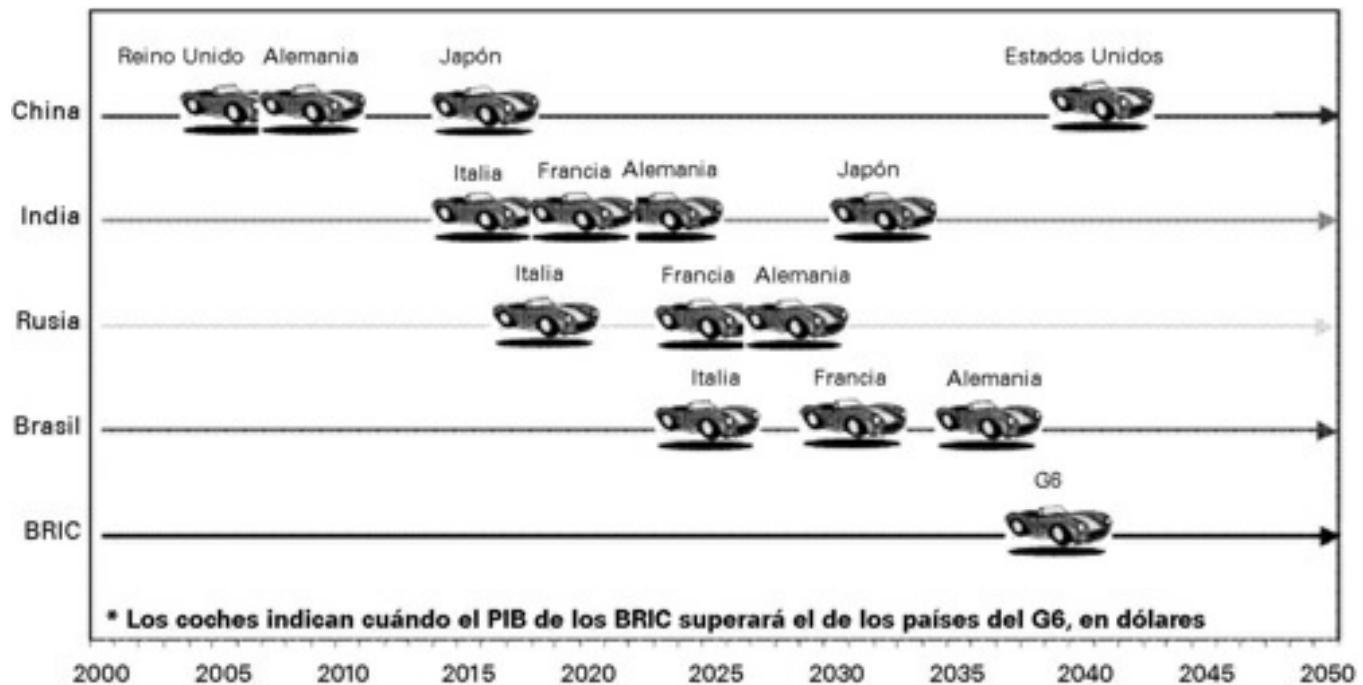
**Tabla 14-3. Growth Environment Score (Goldman Sachs)**

<b>Variables macroeconómicas</b>	<b>Variables microeconómicas</b>
Inflación	Uso de teléfonos móviles
Deuda pública	Uso de internet
Gasto de inversión	Uso de ordenadores
Deuda externa	Esperanza de vida
Grado de apertura	Educación
	Estado de derecho
	Corrupción
	Estabilidad del gobierno

Por cierto, en 2011 Jim O'Neill decidió que el término *mercados emergentes* ya no podía aplicarse a ninguno de los BRIC originales (Brasil, Rusia, la India y China) ni a Indonesia, Corea, México y Turquía (aunque en la economía mundial sí que se siguen tratando dentro de esa categoría).

## La historia se repite

De hecho, tampoco debería sorprendernos el auge de algunos de estos países otrora emergentes, pues en el pasado demostraron ser auténticas locomotoras económicas. Un estudioso de la historia económica como Angus Maddison demostró que China fue una gran potencia económica mundial entre los siglos x y xv, y que, en algunos períodos de la historia, las economías de China y la India sumadas superaban el 50 % de la economía mundial. Puede volver a ocurrir y, de hecho, la tendencia apunta a que vamos a esa situación, como puedes ver en la figura 14-1.



Fuente: Dominic WILSON y Roopa PURUSHOTHAMAN "Dreaming with BRICs: The Path to 2050", *Golman Sachs Global Economics Paper*, n.º 99, octubre de 2003.

**Figura 14-1:**  
El futuro del G-6: cuándo los BRIC superarán al G-6 en término de PIB

En ella puedes ver cuándo el PIB de los países BRIC, en dólares americanos, superará el de los países del G-6 (Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido, Francia e Italia). El estudio es de 2003 y ya ha quedado obsoleto: China ya es el segundo país del mundo, su economía ya ha superado a la de Japón y posiblemente alcance a los estadounidenses antes de 2040, como determinó el estudio.

## ¿Emergentes? Sí, gracias

Soy un firme defensor de la inversión en países emergentes. Hay razones de peso que me hacen pensar que tener una porción de la cartera en economías emergentes es bueno para mejorar el binomio rentabilidad riesgo de tus inversiones.

Lo que me motiva a pensar así son los siguientes aspectos:

- ✓ **Demografía:** me cuesta entender cómo la demografía es tantas veces el factor olvidado... ¡Si es una de las principales fuerzas en la historia de la humanidad! De la misma forma que el bajo crecimiento demográfico traerá problemas a España por lo que se refiere a la gestión de las pensiones públicas (algo que trato en el capítulo 1), el alto crecimiento de la población de los emergentes los puede llevar, con el tiempo, a los primeros puestos de la economía mundial. ¡Los BRIC juntos ya superan los 3.000 millones de personas! Vuelve a leerlo para interiorizar la cifra y compárala con los

aproximadamente 320 millones de estadounidenses o los 335 millones de habitantes de la eurozona. En tan solo cuatro países se concentra cerca del 50 % de la población mundial. En economía, hay una relación directa entre población y crecimiento: cuanta más gente produce, mayor es el crecimiento de un país. En los países emergentes hay mucha gente produciendo y, además, sus tasas de natalidad son superiores a las de los países desarrollados.

- ✓ **Productividad:** la demografía es el primer factor, pero el segundo es la productividad (cantidad de producción en función de los recursos utilizados). Cuanto más pueda producir un país con sus recursos, más crecerá su economía. Hoy en China ya se licencian más ingenieros que en Estados Unidos y, aunque no nos guste, la laxitud en la regulación laboral de algunos países emergentes y la regulación (o falta de ella) en cuestiones medioambientales hace que los niveles de productividad de algunos países emergentes (especialmente en Asia) hagan sonrojar a los mismísimos alemanes.
- ✓ **Crecimiento:** China lleva años haciendo crecer su economía por encima del 7 %, mientras, en el mundo occidental, un 2 % se considera un gran éxito. Esto demuestra que la ecuación demografía + productividad = crecimiento se da en buena parte del mundo emergente.
- ✓ **Diversificación:** este factor tiene que ver más con el inversor que con la economía de un país concreto. En el capítulo 16 te hablo de su importancia y de cómo diversificar tus inversiones te ayudará a reducir tus riesgos. Pero sin hacer muchos números (te insisto una vez más en que pensar es mejor que liarse a resolver ecuaciones), parece razonable pensar que, si tienes una cartera con acciones de empresas europeas y americanas e introduces una porción de acciones del sudeste asiático o de países africanos, descorrelacionarás los activos de tu cartera y mejorarás el perfil de riesgo (si tienes dudas con las ventajas de descorrelacionar los activos de tu cartera, tanto en el capítulo 2 como en el 16 está ampliamente tratado).

Queda claro, pues, que invertir en emergentes es recomendable. Pero no conviene ir a tontas ni a locas. Por ello, antes de que te ofrezca una lista de diez índices sobre países emergentes muy válidos e interesantes, creo que vale la pena que te haga algunas consideraciones sobre este tipo de inversión.

## Qué tiene que ver Uganda con Vietnam

Dicen que la ignorancia es atrevida. Y eso es lo que nos pasa a los occidentales cuando miramos al mundo emergente y lo metemos todo en el mismo saco. El gestor del banco nos dice “Te voy a recomendar un fondo de emergentes” y nos da igual que lleve China o Nigeria, o que la primera posición sea México o

Kazajstán. Es como pensar que, por ser mercados desarrollados, las economías de Portugal y Canadá, o las de España y Estados Unidos, son similares.

Y es que, aunque todos los países “no desarrollados” se consideran emergentes, es obvio que cada zona geográfica tiene unos rasgos culturales, cada país tiene una legislación distinta y una población con mayor o menor preparación: en Corea del Sur nos meten caña a los occidentales (tienen la juventud mejor preparada del mundo) y en Etiopía están como están.



Cuando inviertas en emergentes debes darte cuenta de que cada país tiene sus propias características, y que los motores de crecimiento en una u otra economía emergente no tienen por qué ser los mismos.

En los últimos años, México se ha beneficiado del ciclo expansivo de Estados Unidos, pero también se ha beneficiado del incremento del coste de la mano de obra de China. Ya no se limita a la interacción entre países emergentes y desarrollados, sino entre los propios emergentes.

## Cómo se dice lujo en chino

Otra opción es valorar la inversión en emergentes no por lo que hacen, sino por lo que consumen. China ya no es solo la fábrica del mundo. Es también uno de los mayores consumidores de materias primas y también, quién lo iba a decir hace unos años, de productos de lujo.

Los analistas de Goldman Sachs creen que en los próximos años la mayoría del crecimiento de la industria automovilística vendrá de los países emergentes (imagina lo que supone la motorización de países de 200, 300 o 1.000 millones de habitantes). En 2013, BMW vendió 375.782 unidades en Estados Unidos, el país más rico del mundo, y en la “pobre” China vendió “solo” 390.713 (fuente: Memoria BMW Group, 2013), casi 15.000 unidades más que en Estados Unidos. Empieza a creértelo: se venden más BMW en China que en Estados Unidos y eso debe hacer que te replantes tus inversiones en emergentes. Ya no son solo unos países donde se va a fabricar barato, sino el principal destino de un montón de productos fabricados en el mundo occidental. En septiembre de 2014, una noticia de Robert Frank en la CNBC (Consumer News and Business Channel) explicaba que, en 2013, China ha creado 40.000 nuevos millonarios (personas con más de un millón de dólares) y que el número total es de 1.090.000.



La moraleja del cuento es que si China sigue creciendo así, tu planteamiento como inversor quizás no sea comprar acciones de empresas chinas, sino comprar acciones de empresas occidentales que se están viendo beneficiadas por el crecimiento chino: automóviles y productos de lujo que tienen a su principal cliente en China.

## Es más fácil aprender chino que entender cómo funciona la bolsa china

No he estudiado chino en mi vida, pero si una gestora de fondos me propusiera gestionar un fondo de inversión chino desde España o aprender el idioma os aseguro que escogería la segunda opción (me acercaría a mi librería y compraría *Chino para Dummies* y os aseguro que si yo aprendo es que el libro es realmente bueno).

China es, con diferencia, el mercado emergente más importante. Ya es la segunda economía del mundo, por lo que no está de más saber cuatro cosillas sobre cómo funciona su bolsa. Si vas a comprar acciones a un mercado occidental, España, Estados Unidos, Canadá o el que sea, compras acciones de una compañía y ya está. En China no va así. Allí tienen siete tipos de acciones. A unas se puede acceder fácilmente y a otras cuesta un poco. Es habitual que, en la información de los fondos de inversión y de los ETF (que te explico en el capítulo 15, te indiquen en qué acciones invierten).

En China hay tres categorías primarias de acciones:

- ✓ **Acciones serie A:** son las de compañías chinas locales que cotizan en *renminbis* (divisa china). Se negocian en Shanghái o Shenzhen, principalmente entre inversores locales. Los extranjeros solo pueden invertir en estas acciones cuando son inversores institucionales y gozan de un permiso especial del gobierno.
- ✓ **Acciones serie B:** de compañías chinas valoradas en *renmimbis* pero que operan también en dólares americanos en la bolsa de Shanghái o en dólares de Hong Kong en la bolsa de Shenzhen. Los inversores chinos también pueden comprar estas acciones a través de cuentas en divisas. Aunque son acciones más enfocadas para los inversores internacionales.
- ✓ **Acciones serie H:** acciones sobre las que puede operar cualquier inversor. Son compañías cotizadas en la bolsa de Shenzhen que cotizan en dólares de Hong Kong. En general, son empresas cuyos intereses comerciales están en

la China continental (*mainland China*).

Y cuatro categorías secundarias:

- ✓ **Red chips:** acciones que cotizan en la bolsa de Shenzhen en dólares de Hong Kong pero que, al menos el 30 %, son propiedad de instituciones públicas chinas.
- ✓ **Acciones L:** no son propiamente acciones de la bolsa china. Hay inversores que prefieren comprar acciones de empresas que cotizan en la bolsa de Londres (de ahí la L) pero que principalmente negocian en China.
- ✓ **Acciones P:** dentro de la bolsa de Hong Kong hay un índice, el GEM o *Growth Enterprise Market* ('mercado de empresas en crecimiento'), que cotizan en dólares de Hong Kong. En ellas no interviene el gobierno chino.
- ✓ **Acciones N:** replica de acciones chinas que cotizan en la bolsa de Nueva York.

A propósito de las complicaciones, también hay un factor adicional con las divisas. Cuando leas información sobre la bolsa china, quizá encuentres dos divisas distintas: el *renminbi*, nombre que ya ha aparecido en la relación de categorías de acciones, y el yuan. ¿Sabes cuál es la diferencia? Ninguna.

*Renminbi* es el nombre oficial de la divisa, y yuan es la unidad monetaria que indica el precio de las cosas. Puedes decir que un café cuesta 3 yuanes pero no 3 *renminbis*. Prudencia también con el término "dólar"; para la mayoría de inversores, el dólar es el del Tío Sam, el americano, pero si compras una acción china en la bolsa de Hong Kong estarás operando en dólares... de Hong Kong.

¿Entiendes ahora por qué te digo que preferiría estudiar chino que tener que gestionar un fondo chino?

## Si la bolsa es buena, la deuda es mejor

En una cartera de inversión equilibrada debe haber bolsa y bonos. La primera idea que nos viene a la cabeza al pensar en invertir en emergentes es comprar acciones, pero los bonos pueden llegar a ser de las mejores inversiones que hagas en renta fija si estás dispuesto a soportar el riesgo (es evidente que un bono alemán es menos volátil que uno vietnamita).

En la tabla 14-5 incluyo los datos de las categorías de fondos que ofrecía Morningstar (proveedor de análisis independiente de información financiera), en octubre de 2014, de tres tipos de inversión en emergentes. En la primera columna figura la rentabilidad a tres años anualizada; en la segunda, a cinco años anualizada; y, en la tercera, se calcula la desviación estándar a tres años (el

riesgo).

**Tabla 14-5. Datos de las categorías de fondos que ofrece Morningstar**

	<i>A tres años anualizado (en %)</i>	<i>A cinco años anualizado (en %)</i>	<i>Riesgo (desviación estándar a tres años) (en %)</i>
Bolsa global emergente (divisa cubierta)*	7,38	2,76	17,10
Bolsa mercados frontera**	22,61	11,81	10,16
Bonos global emergente	8,48	9,47	8,14

\* Divisa cubierta significa que el riesgo de cambio está cubierto.

\*\* Es uno de los índices que verás como mercado frontera.



Aprovecho la tabla para introducirte un nuevo concepto: los *mercados frontera*. *Frontier Markets* es un término acuñado en 1992 por la IFC (International Finance Corporation), un organismo que depende del Banco Mundial. Los mercados frontera se definen como pequeños países preemergentes. Algunos llegaron a ser emergentes pero han retrocedido en su evolución económica.

No hay un consenso único que acote qué países son. Por ejemplo, el *Financial Times* tiene definidos 25 países frontera, que no coinciden con los que define Standard & Poors, Morgan Stanley o el Dow Jones (empresas financieras que proporcionan índices al mercado). En los mercados frontera te puedes encontrar listados de 30 países, o más, que van desde Argentina a Kuwait, pasando por Rumanía o Vietnam. A diferencia del Next-11 o de los Eagles (te hablo de estos índices al final de este capítulo), el concepto de mercados frontera ha disfrutado del reconocimiento de los gestores de carteras, y hay numerosas opciones para invertir en productos financieros que ofrecen exposición a todos estos países. Solo en fondos de inversión, Morningstar ofrece 40 productos (en octubre de 2014) y en ETF también hay muchas opciones. El fondo que se considera de mayor solera es el Templeton Frontier Markets gestionado por Mobius. En octubre de 2014 arrojaba una rentabilidad anualizada a cinco años del 11,23 % (en dólares americanos).

Volviendo a la tabla 14-5, verás que la rentabilidad de los mercados frontera ha sido espectacular y, además, con un nivel de riesgo muy bajo. No obstante, entre invertir en acciones en mercados emergentes en global o invertir en bonos no hay color: ganan los bonos por goleada: tienen una rentabilidad anualizada a cinco años del 9,47 % frente a un 2,76 %, con la mitad del riesgo.



Cuando te plantees la inversión en mercados emergentes no te limites a pensar exclusivamente en bolsa. Los bonos ofrecen un perfil de rentabilidad y riesgo muy atractivo según el ciclo en que se encuentren.

## Prohibido invertir directamente

Por buen inversor que seas, la inversión directa en bolsa o en el mercado de renta fija de los países emergentes es territorio prohibido.

La verdad es que no tenemos ni idea. Ni siquiera los profesionales. Apuesto a que en España nadie ha analizado una compañía como Vingroup JSC. Es una de las acciones con más peso en cualquier fondo de inversión o ETF sobre Vietnam. Y del State Bank of India, ¿qué me cuentas? ¿Te gusta cómo va? Es uno de los 30 valores que forman el Sensex indio, un señor banco con 380.000 millones de dólares de balance y beneficios de casi 3.000 millones en 2013. Seamos sinceros: ¿alguna vez habías oído algo de estas empresas? Tranquilo, contesto por ti: no. Y los que gestionan fondos desde España... tampoco.

Actualmente, el mercado de productos financieros sobre países emergentes es vastísimo y no te faltarán alternativas. Por ejemplo, en la web de Morningstar, dentro de la categoría “bolsa India”, aparecen 144 fondos (octubre de 2014). No te los acabas.



Para invertir en mercados emergentes, tanto en acciones como en bonos, debes contratar siempre productos de inversión colectiva: fondos y/o ETF.

## Cómo invertir en emergentes

Para acabar este capítulo te voy a mostrar la friolera de diez índices sobre países emergentes... ¡y aún hay más! (Si necesitas repasar qué es un índice, vuelve al capítulo 13.) Piensa que solo en renta fija, y como *benchmark* para los ETF de

renta fija emergente, se utilizan 15 índices distintos ([www.etfdb.com](http://www.etfdb.com)). Aquí te propongo los más conocidos.

¿Necesitas conocer los diez? No, pero te irá bien saber cuál es el *benchmark* (la referencia) de tu vehículo de inversión porque puedes pensar que has comprado naranjas y, en realidad, haber comprado merluza. (En el capítulo 13 también encontrarás información acerca del *benchmark*.)

Aquí están los índices, una auténtica sopa de letras:

- ✓ **BRIC:** como te he contado al principio del capítulo, el término fue creado por Goldman Sachs en 2001. Al gestor que dio con este acrónimo, Jim O'Neill, se le considera el gurú de los mercados emergentes (el otro es Mark Mobius, de Franklin Templeton). BRIC es el resultado de unir las iniciales de los siguientes países: Brasil, Rusia, la India y China. Los estudios de Goldman, que ya hemos visto, vaticinan que estos países superarán el 50 % de la economía mundial en 2050. Invertir en BRIC es muy fácil: tienes multitud de fondos BRIC y numerosos ETF sobre BRIC.



Una forma de hacerte un fondo BRIC a tu medida es invertir por separado en los cuatro países. Me explico: compras un fondo de Brasil, uno de Rusia, uno de la India y otro de China y los ponderas en función de tus expectativas, no tiene por qué ser del 25 % cada país. Por ejemplo, China podría ser un 40 %, la India un 20 %, Brasil un 30 % y Rusia un 10 %. (¡No sigas estos porcentajes al pie de la letra! Es un ejemplo, no una idea de inversión.)

- ✓ **NEXT-11:** creado también por los gestores de Goldman Sachs en 2005. Después del éxito de los BRIC, siguieron investigando y descubrieron una serie de países con rasgos parecidos a los de los BRIC: demografía, crecimiento, momento histórico... Los Next-11 son: Bangladesh, Corea del Sur, Egipto, Filipinas, Indonesia, Irán, México, Nigeria, Pakistán, Turquía y Vietnam.



Aquí cuesta más encontrar productos que agreguen a los once países. Tienes un fondo de Goldman Sachs y un ETF de BNP Paribas. La otra opción es, tal como te he recomendado con los BRIC, hacerte un Next-11 a tu medida con fondos/ETF de cada zona geográfica.

- ✓ **Eagles:** los españoles también sabemos inventar nombres chulos. En 2010, el BBVA creó este concepto basado en países emergentes cuya contribución

a la economía mundial superará el promedio de las economías del G-6 (Estados Unidos, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y Japón) en los próximos diez años. Los países que forman los Eagles son: Brasil, Rusia, la India, China, Corea del Sur, México, Indonesia, Turquía y Egipto. No conozco productos financieros que proporcionen exposición a los Eagles de forma agregada.

- ✓ **CIVETS**: índice creado por el banco HSBC en 2010. Se basa en la selección de países con una población joven y creciente y economías diversificadas. Está compuesto por Colombia, Indonesia, Vietnam, Egipto, Turquía y Sudáfrica. En 2013, HSBC cerró su fondo Civets por falta de inversores.
- ✓ **The 7 % Club ('El club del 7 %')**: fue creado por Standard Chartered en 2010. Está formado por economías que crecen de forma sostenida un 7 % anual: China, la India, Vietnam, Camboya, Azerbaiyán, Turkmenistán, Kazajstán, Tayikistán, Etiopía, Uganda y Mozambique. No conozco ningún producto para invertir en este agregado.
- ✓ **VISTA**: fue creado en 2007 por JP Morgan y se basa en países con un gran territorio y recursos naturales. Está formado por: Vietnam, Indonesia, Sudáfrica, Turquía y Argentina. Existe un fondo, el JP Morgan Vista 5 Fund para acceder a estos mercados,
- ✓ **MINT**: fue creado por Fidelity Investment en 2011 (Fidelity es una de las mayores gestoras de fondos del mundo) y está formado por los cuatro países con mejores perspectivas de crecimiento después de los BRIC (según Fidelity, claro): México, Indonesia, Nigeria y Turquía. No conozco productos agregados, pero es relativamente fácil construir una cartera con cada una de las cuatro economías. Nigeria da más problemas, pero hay alguna opción, como el fondo Nigeria Global Investment Fund o el ETF Global X MSCI Nigeria ETF.
- ✓ **MAVINS**: creado por la web de noticias Business Insider en 2010. Es una selección de países elegida por sus recursos naturales y demográficos. Está formado por México, Australia, Vietnam, Indonesia, Nigeria y Sudáfrica. Personalmente, Australia me chirría como emergente...
- ✓ **MITSK**: concebido por Goldman Sachs en 2011. ¿No te empieza a dar la sensación de que, cada cuatro o cinco años, los chicos de Goldman tienen que darle una vuelta de tuerca al concepto *emergente*? Lanzaron los BRIC en 2001, el Next-11 en 2005 y este en 2011. Está formado por México, Indonesia, Turquía y Corea del Sur.
- ✓ **3G (Global Growth Generator)**: creado por Citigroup en 2011, es un índice muy currado que evalúa la sanidad, la educación, la calidad de las instituciones políticas y económicas, las perspectivas demográficas, la apertura al comercio exterior y la inversión y el ahorro. Está compuesto por Bangladesh, China, Egipto, la India, Indonesia, Iraq, Mongolia, Nigeria,



Como ves, en las distintas listas hay bastantes países que se repiten. Honestamente, creo que antes de pensar en invertir en un país, deberíamos saber situarlo en el mapa.

### ¡Hagamos historia, Dummies!

En homenaje a todos vosotros, y como no queremos ser menos que los *golden boys* de Goldman, Citigroup o de nuestro BBVA, tengo el honor de anunciaros la creación de un nuevo índice emergente: el DUMMIES Emerging Index.

Creado por Para Dummies en 2015, está formado por la [República] Dominicana, Uganda, Mozambique, México, Indonesia, Ecuador y Sudáfrica. Uganda y Mozambique son países del club del 7 %. México e Indonesia son dos de los emergentes más desarrollados (para algunos especialistas, son países plenamente desarrollados). Ecuador me extraña que no esté en las listas que hacen los gurús (siempre anglosajones, salvo en el Eagles) porque es una de las potenciales perlas latinoamericanas con un crecimiento del PIB del 5 %, niveles de desempleo muy bajos (menos del 6 %) y una deuda sobre el PIB del 24 % (eso sí, tras un ajuste fino que impuso Nicolás Correa). Sudáfrica es la joya africana, tienen recursos naturales, hablan inglés, cuentan con universidades y una población joven. ¿Y la República Dominicana? Es que necesitábamos una D. La elección se centraba entre la que he escogido, Dominicana, o Djibouti. Solo hay cuatro países en el mundo cuyo nombre empieza con D, y uno no cuela como emergente (Dinamarca). ☺

## Capítulo 15

---

# Cómo invertir en índices de forma fácil y eficiente

---

### En este capítulo

- ▶ Qué es un fondo cotizado ETF
  - ▶ Ventajas y desventajas de los ETF
  - ▶ Cómo se replica un índice
  - ▶ Mercados a los que acceder a golpe de clic
- 

“La inversión en conocimiento no se la puede llevar ninguna crisis.”

JOICHI ITO

A lo largo de las páginas de este libro te has ido encontrando con unas siglas misteriosas: ETF. Pues bien, llega el momento de dedicarles todo un capítulo, ya que, a pesar de que su presencia en España todavía es anecdótica, son el *hit parade* de países como Estados Unidos, el Reino Unido, Alemania o Francia. ¿Quieres saber el porqué? Pronto lo sabrás.

ETF es un acrónimo del inglés (siempre es inglés, qué le vamos a hacer) que significa *Exchange Traded Fund*. En español, los más puristas hablan de fondos cotizados y aunque nuestra lengua es, desde un punto de vista cultural, una lengua importantísima, en finanzas hay que reconocer que su peso es más bien pluma. Así que siempre me referiré a ellos como ETF.

## Qué es un ETF



Los ETF son fondos de inversión cotizados de gestión pasiva (en el capítulo 13 puedes repasar en qué consiste esta gestión). Esto significa que su cometido se limita a replicar un índice, esto es, comportarse igual que el índice sobre el que el ETF está indexado. Si el ETF está indexado sobre el Dow Jones

30, su comportamiento tiene que ser como el del índice Down Jones 30. Te recuerdo que índices los hay de todo tipo, no solo bursátiles (si lo has olvidado, revisa el capítulo 13, donde verás que hay índices sobre cualquier activo financiero, por estrambótico que parezca). Pues bien, estoy seguro de que busques el índice que busques, encontrarás un ETF que lo replique, siempre y cuando sea un índice con algún seguimiento y público interesado en el mismo.

## Por qué surgen los ETF

Los ETF son una innovación reciente en la historia de la gestión de carteras. El primer ETF empezó a cotizar en 1993. ¿Por qué surge la idea de lanzar un fondo que se limita a replicar un índice?

La teoría de carteras moderna de Harry Markowitz, y los posteriores estudios de William Sharpe, fueron los que, de forma involuntaria, dieron pie a pensar en vehículos de esta naturaleza. El proceso de creación de los ETF fue, más o menos, este:

- ✓ En 1952 se publica la teoría de carteras moderna de Markowitz (de la que te hablo en el capítulo 16). Doce años más tarde, William Sharpe desarrolla algunos conceptos de inversión relevantes (como la Beta y el riesgo sistemático, del que también te hablo en el capítulo 16) y lanza las ideas de la rentabilidad relativa y de la idoneidad de utilizar un *benchmark* o índice de referencia (vuelve al capítulo 13 para repasarlo).
- ✓ En 1973 se publica el ensayo *Un paseo aleatorio por Wall Street* de Burton Malkiel, en el que argumenta que la mayoría de los fondos de inversión no consiguen batir a su *benchmark* o índice de referencia. En 1975, John Boogle lanza el Vanguard 500 Index Fund, un fondo indexado. Esta idea de gestionar la cartera para dar la rentabilidad del índice ya tenía las características de los ETF.
- ✓ La puntilla vino en 1992 cuando, de nuevo, Sharpe demuestra en un estudio empírico (que, aunque ha sido discutido y rebatido por otros financieros sigue considerándose la piedra angular de la gestión de carteras) que más del 90 % del resultado que obtiene una cartera de inversión viene por la asignación de activos (*asset allocation*) y no por la selección de valores. Es decir, si la clave es escoger bien la categoría de activos y no tanto acciones y bonos concretos, la indexación ofrece una respuesta ideal: diversificación instantánea, bajos costes y capacidad para buscar exposición a cualquier mercado en un tiempo récord. Teniendo esto en cuenta, un año más tarde empieza a cotizar el primer ETF, el SPDR S&P 500, uno de los mayores del mundo que gestiona un patrimonio aproximado de 190.000 millones de dólares.
- ✓ En 2000 empiezan a llegar los ETF a Europa, pero solo a los mercados más maduros como el británico, el alemán o el suizo. A España llegan en 2006, y aunque en términos relativos estén creciendo, en volumen efectivo, todavía mueven muy poco.

En el mundo hay más de 3.300 ETF y el volumen supera el 1,5 billones de dólares.



ETF = Fondo de inversión + Acción

El proceso de contratación es exactamente igual que cuando contratas una acción: das una orden a tu banco y este te cobrará las comisiones por operar en bolsa. Si es un ETF que cotiza en el mercado español, pagarás comisiones nacionales, y si

es un ETF que cotiza en el mercado internacional, pagarás las comisiones para esos mercados.

A diferencia de los fondos de inversión tradicionales, la comisión de gestión es muy reducida. Se contratan a tiempo real, no hay comisiones ni de suscripción ni de reembolso y pueden repartir dividendos, aunque los hay que no lo hacen.

## Clase business o low cost

En los últimos años se han popularizado los vuelos *low cost*. Antes, viajar en avión era caro y privilegio para unos pocos y ahora, a través de compañías *low cost*, el vuelo te puede costar menos que el taxi que te lleva al aeropuerto. La cuestión es que un vuelo a París, por ejemplo, te puede costar desde 50 euros, en una *low cost*, a 1.500 euros, en clase *business*. En una lo único que te darán es publicidad y promociones para que compres cosas durante el vuelo y tendrás tanto espacio en la butaca como un japonés en el metro de Tokio en hora punta, mientras que en la otra te darán comida y periódicos y tendrás una amplia butaca... pero las dos te llevarán a París.

Algo parecido pasa con los vehículos de inversión colectiva (fondos de inversión y ETF) podemos volar hacia los mismos objetivos pero cada uno tiene su propio público objetivo... y sus propios costes, como puedes ver en la tabla 15-1:

- ✓ **ETF:** son de gestión pasiva y se limita a replicar un índice. Cotizan de forma continua en un mercado organizado como una acción. Son muy baratos.
- ✓ **Fondos de inversión indexados:** son de gestión pasiva y se limitan a replicar un índice. No cotizan de forma continua sino que su funcionamiento y regulación jurídica es la de los fondos de inversión. Son baratos (sin el “muy”).
- ✓ **Fondos de inversión “tradicionales” o de gestión activa:** tienen un equipo de gestores profesionales que, a través de distintas estrategias de inversión, buscan batir la rentabilidad del mercado en el que invierten y toman como referencia. No son baratos (estoy de un *polite* subido con las gestoras de fondos y prefiero no utilizar el antónimo de barato) y, como los datos no se discuten, ahí van números y vemos que, en acciones, un fondo de gestión activa promedio me cuesta un 342 % (más comisión) que un ETF y que en renta fija pago un 488 % (más comisión) que en la gestión activa.

**Tabla 15-1. TER de ETF y fondos de inversión en Europa  
(TER = Total Expenses Ratio o costes totales)**

	<b>ETF</b>	<b>Fondo indexado</b>	<b>Fondo de gestión activa</b>
Fondo medio de valores y acciones	0,40 %	0,82 %	1,77 %
Fondo medio de bonos	0,17 %	0,49 %	1,00 %

Fuente: Morningstar, Global ETF Research and Implementation Strategy Team, BlackRock. Datos del 15 de marzo de 2010.

## Ventajas de invertir con ETF

En España, los ETF empiezan a ser uno de los vehículos de inversión favoritos de los inversores institucionales (empresas, instituciones públicas y privadas, fondos de pensiones, fondos de inversión, compañías aseguradoras...). ¿Sabes por qué? Aquí tienes los motivos:

- ✓ **Diversificación inmediata:** de entrada, significa menor riesgo. Si quieres hacer una cartera sobre el Ibex 35 (te hablo de él en el capítulo 13), comprarás acciones más o menos representativas para acercarte al índice y, finalmente, si eres un inversor medio, tendrás entre 4 y 12 acciones del Ibex. Si compras un ETF del Ibex 35, desde el momento en que lo compras ya tienes exposición total a ese activo, es decir, a las 35 acciones del Ibex en la proporción en que ponderan en el índice. Tienes la diversificación de golpe. Sin esperas.
- ✓ **Eficiencia:** el objetivo de un ETF es replicar un índice de la forma más fiel posible. La manera de reflejar si el seguimiento es acertado es a través del *tracking error*, que mide la diferencia entre lo que hace el índice y el ETF. Si el índice sube un 2 %, el ETF deberá subir un 2 % (menos unos centimillos de la comisión de gestión).
- ✓ **Capacidad operativa:** con los ETF siempre sabrás en qué momento y a qué precio tienes hecha tu inversión. Con los fondos de inversión tradicionales, no. Se ve mejor con un ejemplo. Si hoy doy instrucciones para comprar un fondo de inversión, la operación se hará a un precio que desconozco (cierre de hoy), y, para ver la compra realizada y en mi cartera, pasará al menos otro día más en el mejor de los casos (por no hablar de la operativa con fondos internacionales que, en ocasiones, es un drama). Con los ETF el proceso es “duro y complejo”: pones en marcha tu ordenador, ves cómo cotiza en el mercado el ETF que te interesa y haces clic en comprar (o en vender), *et voilà*, el ETF ya pertenece, desde ese momento, a tu cartera. No es el objeto de este libro, pero ya hay *traders* intradía que operan con ETF,

es decir, compran y venden en un día el ETF para especular, muestra evidente de que, a nivel operativo, funcionan muy bien.

- ✓ **Costes muy reducidos:** invertir a través de ETF es más barato que hacerlo a través de fondos de inversión tradicionales. Ya lo has visto en la tabla 15-1. La comisión de gestión media que cobran los fondos de inversión es más cara que la comisión de gestión que cobran los ETF (muchísimo más, pero las casas de fondos se me van a enfadar si lo digo).
- ✓ **Transparencia:** un aspecto muy agradecido de los ETF es que son, por definición, muy direccionales. Por direccionales quiero decir que cuando inviertes en un ETF tienes muy clara cuál es tu inversión y, por lo tanto tienes muy claro la dirección que va a seguir: la del índice que replica. Si compro el ETF Eurostoxx 50, en realidad compro el índice Eurostoxx 50. Punto. Si compro el fondo Europe Intensive High Level Performance FI (no lo busques, me lo acabo de inventar), el gestor tendrá que seguir el mandato que le dan los estatutos del fondo, pero tiene libertad para invertir en cosas que a lo mejor no me hacen gracia alguna. Seguramente ni sabré qué cartera tiene en cada momento (y más allá de la broma con los nombrecitos, cuando tu gestor te haya hecho una cartera con la barbaridad de diez o doce fondos de inversión internacionales con nombres rimbombantes, dile que quieras qué distribución de activos tienes de forma global... Le entrará la risa).
- ✓ **Flexibilidad:** tienes ETF absolutamente de todo lo que te imagines. En el apartado “El mundo a tu alcance” tienes una muestra.
- ✓ **Control de riesgo:** ¿puedes poner un *stop loss* en un fondo de inversión? En general, no. ¿Puedes hacer un análisis gráfico completo en un fondo de inversión? Normalmente, tampoco. Estos “no”, en un ETF son un “sí”, y un “sí” rotundo. Recuerda que un ETF funciona como una acción: puedes poner *stop loss*, puedes entrar con órdenes stop, con órdenes limitadas o con órdenes stop-limitadas (si ya te has liado, vuelve al capítulo 5, que es donde te lo explico) y puedes estudiar el gráfico, como con cualquier acción. La facilidad operativa de los ETF es la misma que cuando operas con acciones.

¿Empiezas a entender ahora por qué a los inversores institucionales les gustan tanto los ETF? Pero hay más.

## ETF versus fondos

Un aspecto que refuerza las ventajas de invertir a través de ETF es la forma de medir el comportamiento de los fondos de inversión tradicionales. En el mundo de los fondos (te hablé de ellos en el capítulo 8) se hacen rankings por rentabilidad de cada categoría de fondos y, para simplificar su lectura, se dividen en cuartiles, esto es, cada cuartil es una cuarta parte del ranking, un 25 % del ranking. El primer cuartil es el 25 % de los mejores fondos de inversión de la categoría; el segundo cuartil, el 25 % siguiente, etc. Por ejemplo, si en la categoría “bolsa

España” hay 400 fondos, el primer cuartil tendrá los 100 fondos buenos; el segundo cuartil, los siguientes 100 (aprobado justo); el tercer cuartil otros 100 que suspenden; y los del cuarto cuartil, los 100 peores fondos, entraran en la categoría “muy deficiente”.

¿Sabrías decirme en qué cuartil de la categoría de fondos “bolsa España” incluirías el Ibex 35 con dividendos? Te respondo: en el primer cuartil. No lo dudes. Y se puede afirmar con seguridad que, de forma regular, el índice casi siempre estará (por no decir siempre) en el primer cuartil de la categoría de fondos que invierten en el mismo.

Si sabes que la rentabilidad del índice es difícilmente superable de forma recurrente por los fondos, y que el índice (con dividendos) estará en el primer cuartil de la categoría, ¿por qué sigues invirtiendo más en fondos que en ETF? En el capítulo 8 ya has visto en el informe de los profesores del IESE que esto de seleccionar a los mejores gestores que batirán a los mercados no es nada fácil...



Si incluyes el índice en la categoría de fondos que invierten en él, siempre estará en el primer cuartil y puedes comprarlo a través del fondo de inversión más barato que hay: un ETF.

En la Champions League o liga de campeones, juegan los cuatro primeros clasificados de la liga de fútbol española con sus análogos del resto de ligas europeas. Si sabemos que el índice jugará la Champions anualmente, ¿no crees que comprar el índice es una forma inteligente de invertir?



El índice que marca la evolución del mercado en el que quieras invertir estará entre las mejores rentabilidades de los fondos de inversión que invierten en ese mercado, y a través de los ETF tienes una forma fácil y barata de comprarlo.

## Desventajas de invertir con ETF

Pero no todo en los ETF son ventajas y algo malo tenían que tener. He aquí algunas de las cosas menos atractivas de ellos:

- ✓ **No cuentan con la ventaja del diferimiento fiscal que tienen los fondos de inversión.** Si eres una persona física residente, puedes traspasar tu dinero de

un fondo a otro sin tributar y solo tributarás cuando hagas efectiva la venta. En un ETF hay que pagar en cada transacción con beneficios. Pero ¡ojo!, no creas que los fondos pagan menos que los ETF. Ambos tributan en la parte del ahorro como ganancias y pérdidas patrimoniales y a los mismos tipos de gravamen. La diferencia es, exclusivamente, el diferimiento fiscal que ofrecen los fondos.

- ✓ **Los ETF no cubren las estrategias multiactivo tan bien como los fondos.** Y cuando hablo de estrategia multiactivo me refiero a una cartera que incluya efectivo o liquidez, renta fija y bolsa. Y eso es lo que hacen los buenos fondos de inversión mixtos. En un único fondo podemos tener una cartera de inversión bien equilibrada. Los ETF, por su construcción para replicar un índice, tienen dificultades a la hora de competir con los fondos en ese tipo de estrategia.
- ✓ **No cuentan con la misma protección que los fondos.** En un fondo de inversión, la CNMV obliga a que firmes unos documentos explicativos sobre la naturaleza y riesgo del fondo (y si obliga a firmar es, aunque a la inmensa mayoría de población española le cueste creerlo, para leerlos y entenderlos antes de invertir). Un ETF funciona como una acción y nadie te dará un documento que explique los riesgos de ese ETF ni si es apto para tu perfil inversor.



Un argumento en contra de los ETF es que pagas unas comisiones de compraventa (las comisiones por comprar y vender acciones), comisiones que, si inviertes a través de un fondo de inversión tradicional, no pagas. No es cierto. Al invertir en un fondo de inversión tradicional, tú no pagas directamente las comisiones de compraventa de las acciones (o bonos) que tiene el fondo. Las paga el fondo. ¿Y a quién crees que se acaban imputando todos los gastos en que incurre el fondo? A ti querido amigo: recuerda que un fondo de inversión tiene un valor liquidativo diario al cual se le aplican todos los gastos en que incurre la gestión y administración del fondo. Y todos son todos: la comisión de gestión —que es trececientas veces más cara que en un ETF—, la comisión de depositaria, las comisiones por compraventa de acciones, el coste de la auditoría etc.

## Riesgos de invertir en ETF



A los inconvenientes de los ETF, dignos de tenerse en cuenta, hay que sumar los riesgos, que también los hay. Por un lado están los riesgos inherentes al activo en que invierte el ETF: son los riesgos a los que se expone cualquier

vehículo de inversión sin distinciones, y ahí no hay diferencias entre un fondo de inversión tradicional y un ETF. Si un ETF invierte en acciones, sabemos que tenemos una inversión de alta volatilidad (mayor riesgo); en cambio, si un ETF invierte en renta fija a largo plazo, la variación de los tipos de interés le afectará. Todos estos riesgos son inherentes a los activos que forman la cartera del ETF, y no al vehículo de inversión como tal.



Son peores los riesgos “especiales”. No es que sean exclusivos de este vehículo, pero se dan con frecuencia. Me refiero al riesgo de liquidez y al de contrapartida:

- ✓ **Riesgo de liquidez:** hay ETF que tienen un volumen de negociación diario muy pequeño y ello da lugar a que el ETF sea poco líquido, es decir, hay poca oferta y poca demanda. Al ser poco líquidos, podría darse el caso de no encontrar contrapartida en el mercado (imagina que quieres vender tus acciones y no encuentras comprador, eso sería un problema gordo) o a lo mejor encuentras contrapartida, pero la diferencia de precios entre oferta y demanda es muy elevada y te hace perder unos puntos de rentabilidad en cada transacción. En general, en los mercados desarrollados, no te encontrarás sin contrapartida. En el caso español, hay unos creadores de mercado que supervisa la propia bolsa (Bolsas y Mercados Españoles) que deben ofrecer en cada momento niveles de liquidez razonables a juicio del regulador.

Si vas a comprar un ETF como inversión a largo plazo —que es lo que debes hacer— vas a encontrar contrapartida para cifras pequeñas o moderadas y además el impacto de la horquilla de precios (diferencia entre oferta y demanda) no es relevante para esta tipología de operación (medio y largo plazo). Si fuera el caso que se te ocurre especular con ETF (ya sabes que a lo largo del libro te he recordado que esto va de inversión y no de especulación... pero por si acaso), la horquilla de precios sí que es importante y sí que impacta en la rentabilidad final de la inversión (del *trade*, debería decir en este caso). En ocasiones, y por desgracia, yo mismo me veo forzado a abrir posiciones en mercados donde los ETF están más desarrollados y me ofrecen mucha más liquidez que el español. Y digo “por desgracia” porque lo que me gustaría es dejarme las comisiones en España pero, hoy por hoy, es lo que hay.

- ✓ **Riesgo de contrapartida:** tiene que ver con la forma en que se construye un ETF, con la forma como replica a su índice de referencia. Es un asunto de tal importancia que lo vamos a ver con un apartado propio.

## Replicar no es fácil

Como ya te he explicado, los ETF pretenden replicar un índice. Pero eso, que dicho así parece muy fácil, en la práctica no lo es. ¿Cómo se replica un índice como el americano Russell 2000 donde se listan 2.000 empresas? No parece fácil, ¿verdad?

A pesar de todo, la industria de la inversión ha encontrado dos grandes vías para replicar índices:

- ✓ **Réplica física:** el ETF compra los activos que componen el índice. Si el ETF tiene que replicar al Ibex 35, se compran acciones del Ibex 35, y si tiene que replicar la renta fija del gobierno americano, se compra renta fija emitida por el gobierno americano. Simple. Pero no, no es simple ajustar un índice en tiempo real (y no me refiero al Ibex, un índice de juguete que, con seis acciones, tienes ya replicado casi el 70 %). Una de las subestrategias que se suelen utilizar es la muestral. En la réplica física muestral se realiza un análisis cuantitativo y se selecciona una muestra de los componentes del índice. Para perfeccionar la muestra, el sistema se complementa con operaciones de compraventa de títulos que conllevan sus propios riesgos, si bien limitados a una pequeña parte de la cartera. Los ETF de réplica física son, en cuanto a su construcción, muy parecidos a un fondo de inversión tradicional.
- ✓ **Réplica sintética:** consiste en construir la cartera del ETF a través de productos derivados (te hablo de ellos en el capítulo 11). Por ejemplo, uno de los mayores proveedores de ETF en Europa es la casa francesa Lyxor del grupo bancario Société Générale. Ellos utilizan de forma exclusiva la réplica sintética. Lo que hacen es una operación con instrumentos derivados (un *performance swap*) con una contrapartida que ofrece al ETF exposición completa al índice de referencia. Un *performance swap* es un contrato OTC (*Over The Counter*, de lo que te hablo en el capítulo 11) en el que la contrapartida de Lyxor se compromete a pagar al ETF un rendimiento variable que replica al índice de referencia y además los dividendos netos de los componentes del índice.

¿Cuál es mejor? Ya me gustaría darte una respuesta, pero la verdad es que no la hay. No hay “mejor” en términos absolutos. La réplica sintética lo hace mejor que la física en cuanto a reflejar lo que hace el índice de referencia, tiene un menor *tracking error*. Pero si algún día pasa algo, con la réplica física sé que dentro del ETF hay activos reales y con la réplica sintética no sé lo que me encontraré.



No se trata de evitar los ETF de réplica sintética, sino de operar con casas muy serias y de países bien regulados. Personalmente, no tengo ningún problema en trabajar con los ETF de Lyxor que utiliza exclusivamente réplica sintética, pues son gente con mucha experiencia, saben lo que tienen entre manos y además juega a mi favor que la regulación y supervisión que se hace en Francia a través de la Autorité des Marchés Financiers (equivalente a nuestra CNMV) es muy estricta. ¿Alguien recuerda problemas tipo preferentes, Lehman o Madoff en Francia?

## Los hooligans de los ETF

Es habitual tratar sobre ETF y que, automáticamente, aparezcan los *hooligans* antifondos de inversión y viceversa: los *hooligans* de los fondos de inversión antiETF. Pero ¿por qué pelearse? ¡Que no es un partido de fútbol! Esto no va de fanatismos y creencias trasnochadas (es lo que pienso de mí mismo cuando si pierde mi equipo no ceno..., aunque por suerte pierden poco), esto va de gestionar nuestro dinero de la forma adecuada y elegir en cada momento el vehículo de inversión que mejor convenga.

La gente inteligente como tú y como yo preferimos construir antes que destruir, por lo que siempre buscamos lo mejor de cada casa. Y esto significa que:

- ✓ Los ETF te darán exposición directa al mercado en el que quieras invertir a un coste muy bajo y, además, podrás aplicar estrictas técnicas de control de riesgo (*stop loss*).
- ✓ Los fondos de inversión te darán la posibilidad de diferir las plusvalías y pagar los impuestos después (por lo tanto, tendrás un mayor capital invertido trabajando para ti), te permitirán desarrollar estrategias multiactivos en un solo vehículo (fondos mixtos) y podrás acceder a gestores de carteras muy buenos (aunque la estadística nos muestra que, muy buenos, hay pocos).



Cuando quieras acceder a un mercado, los ETF son muy eficientes, baratos y permiten un control absoluto y continuo de la inversión. Si quieres bolsa europea a largo plazo, puedes comprar un ETF que recoja el mercado que buscas y ya está, el ahorro en comisiones justifica el diferimiento fiscal. Si quieres que un único vehículo de inversión recoja toda tu cartera (o la mayor parte de ella) con distintas clases de activos, eso solo puede hacerse a través de buenos fondos

mixtos (estrategia multiactivos), por lo que la elección está clara: fondos. Y si quieres buscar la forma de superar a los índices tienes que ir vía fondos de inversión... aunque si recuerdas el estudio del capítulo 8, es muy difícil y pocos gestores que lo consiguen de forma recurrente (aunque como las meigas, haberlos haylos).

## Para gustos, colores

Cualquiera podría pensar que los fondos indexados cubren la parcela de los ETF, eso de replicar un índice a cambio de un poco más de comisión y sin las complicaciones de las réplicas sintéticas ya que, como fondos de inversión, siempre invierten en activos reales. Y es verdad. El inconveniente es que apenas teníamos proveedores ni acceso a fondos indexados más allá del mercado americano (la mayor gestora de productos indexados era Vanguard, que se ha pasado al campo de los ETF más eficientes).

Pero donde los ETF no tienen competencia es en la cantidad de estrategias de inversión que permiten que cualquiera pueda invertir como un gestor profesional. Tanto es así que, cada vez más, los gestores de fondos están incorporando ETF a sus carteras sin complicaciones, sin gastos inasumibles y con liquidez inmediata. Y, amigo, lo que te voy a enseñar, los fondos de inversión no lo hacen ni en sus mejores sueños. Vayamos al grano.

Dentro de los ETF hay varias categorías: renta fija, bolsa, activos alternativos, etc. Pero lo que nos interesa de verdad es qué estrategia de inversión sigue el ETF: larga, corta o apalancada (en el capítulo 11 te hablo de lo que es estar largo o corto).

✓ **ETF largo o “normal”:** tiene el funcionamiento para el que se diseñaron los ETF en su momento: para replicar un índice. Si el Ibex 35 ha subido un 2 %, mi ETF subirá un 2 % (nunca olvides el impacto de la comisión de gestión, que, aunque pequeña, existe). Dentro de estos ETF no olvides que:

- Es posible ver un ETF por encima de su índice. El ETF recoge los dividendos y algunos índices, como el Ibex 35, no ajustan por dividendos.
- Antes de invertir en un ETF, tienes que estar muy seguro del verdadero índice en el que inviertes y no hacerlo a la ligera. Si quieres invertir, por ejemplo, en la India, no debes comprar el primer ETF que ponga “India”, pues hay ETF que toman como índice el MSCI India, otros el S&P Sensex. Recuerda que en los ETF no tienes la protección de los fondos y nadie te dará un folleto con toda la información necesaria. En los ETF, los deberes los tienes que hacer tú.

- Ten en cuenta el efecto divisa. En el mercado continuo español puedes comprar un ETF sobre cualquier índice americano denominado en euros. Pero un producto norteamericano cotiza en dólares. Si no recuerdas las consecuencias del efecto divisa puedes echarle un ojo al capítulo 8.
- ✓ **ETF apalancado o leveraged:** dobla la inversión. El Ibex 35 doble apalancado replica un índice creado por la Bolsa de Madrid que es el Ibex 35 doble apalancado neto. Aunque matemáticamente no coincide, quédate con la idea de que si el Ibex sube un 3 %, el doble apalancado subirá casi un 6 %. Si quieras más, puedes encontrar ETF triple apalancado (por ejemplo, sobre el Nasdaq). Está muy bien que si el índice sube un 3 % tu inversión suba un 6, pero al revés pasa lo mismo: si el índice cae un 3 % tu inversión caerá un 6.
- ✓ **ETF inverso, corto o short:** replica a la inversa el comportamiento del índice. Si creo que el Eurostoxx va a caer, puedo comprar un ETF inverso y, si se cumple mi predicción, ganaré dinero. Un ETF corto o *short* gana cuando cae el índice de referencia. En las crisis, los ETF *short* se forran. Hasta ahora, cuando los mercados se ponían en negativo, te refugiabas en la liquidez o renta fija a corto plazo. Ahora, si estás muy preparado, tienes una herramienta fácil de gestionar para ganar cuando todos pierden: los ETF cortos. Ni que decir tiene que, dentro de los ETF cortos, también tienes los cortos apalancados que multiplican el movimiento por dos.

## Cambio de base

Una de las disfunciones que más frustran a los inversores en ETF inversos y/o apalancados es que el movimiento no es lineal; no se sube el índice un 2 %, pues mi apalancado sube un 4 %, o baja un 2, y mi inverso sube un 2 %. Además del impacto de las divisas o los dividendos, existe una gran verdad numérica: el cambio de base en los cálculos. Veamos un ejemplo con un ETF inverso.

**Tabla 15-2. Cambio de base de un ETF inverso**

Variación	Índice	Inverso
Día 0	100	100
Cae un 2 %	98,00	102,00
Sube un 4 %	101,92	97,92
Movimiento acumulado	1,92 %	-2,08 %

Observa la tabla 15-2. Antes de leer este libro, debías pensar algo como: “Los bancos ya me han vuelto a timar”, te has puesto corto y al final el índice ha subido,

pero tú has perdido más de lo que te tocaría. Nadie te ha timado, es pura aritmética: cuando baja un índice, cada vez vale menos y el cálculo de las sucesivas bajadas (o subidas) se hace sobre una cifra menor. Por el contrario, cuando sube un ETF inverso, cada vez vale más, y la base de cálculo es cada vez mayor.



Los ETF inversos y/o apalancados replican el movimiento diario de su índice de referencia, pero no reflejan fielmente movimientos superiores de tiempo.

Visto lo visto, no desestimes los ETF inversos o apalancados como productos malos: si un índice cae un 30 % en tres meses, te apuesto lo que quieras a que el ETF inverso habrá subido. Lo habrá hecho un 27 o un 21 %, no lo sé, pero habrá subido.

## El mundo a tu alcance

Te dije que te explicaría a qué maravillas puedes acceder por medio de los ETF. Y cumple mi palabra. Aquí tienes una muestra de algunos de mercados a los que puedes acceder a golpe de clic:

- ✓ **Bolsas desarrolladas:** todas. Y todas son todas, y además en versión normal, inversa, apalancada y apalancada inversa. ¿Te parece poco?
- ✓ **Bolsas emergentes:** existen ETF para casi todos los países del mundo, y no me refiero a China o Brasil, que también cuentan ya con versiones inversas y apalancadas, sino a países como Egipto, Indonesia, Vietnam o Perú. Son muy recomendables los ETF que invierten en índices de grandes zonas (Emerging, Mercados Frontera, etc.). Si tienes dudas sobre los mercados emergentes, echa un ojo al capítulo 14.
- ✓ **Renta fija:** uno o varios peldaños por debajo de las bolsas, pero también hay productos de casi todos los mercados desarrollados y emergentes, tanto en moneda local como en dólares. Puedes invertir en renta fija española (índice MTS Spain Government Bond), como en renta fija emergente en dólares a través del índice de JP Morgan Emerging Market Bonds. También puedes abrir posiciones cortas sobre el bono norteamericano, aunque lo de invertir corto en renta fija es para nota y, a través de ETF, tienes opciones.
- ✓ **Materias primas:** puedes acceder al oro invirtiendo en ETF de lingotes físicos como en minas de oro. Puedes comprar productos agrícolas, metales básicos, uranio, platino, petróleo Brent, petróleo West Texas... Vamos, en un montón de cosas que no tienes ni idea de cómo funcionan y que son ideales para que pierdas hasta lo que no tienes.

- ✓ **Sectoriales:** si quieres tener un sector concreto en tu cartera, no hay problema: bancos, compañías farmacéuticas, energéticas, telecomunicaciones, tecnología puntocom, biomédica, etc. Investiga y encontrarás sectores que ni sabías que existían.

Como puedes ver, hay índices de todo tipo y es posible encontrar ETF que los repliquen. Privex es un índice que contiene las 25 mayores empresas de *private equity* (una modalidad de inversión alternativa que te explico en el capítulo 7 y que consiste en invertir en empresas no cotizadas) mundiales y, por supuesto, tienes un ETF. ¿Quieres invertir sobre la volatilidad? Fíjate en el índice de volatilidad VIX y verás que no tienes una, sino varias opciones, a través de ETF. Y si no tienes remilgos para invertir en la industria del juego, tienes tu ETF Gaming.

Incluso tienes un ETF para invertir como los gurús: Direxion iBillionaire Index ETF que replica una cesta con los 30 valores en los que invierten los gurús como Warren Buffett o George Soros.

### **Incluso Warren Buffett se ha pasado a los ETF**

Mr. Buffett no es, precisamente, un gestor pasivo. Es, si no el mejor, uno de los mejores seleccionadores de acciones del mundo. Un gestor activo en toda regla, del que hablo largo y tendido en el capítulo 18.

Buffett cumplió 84 años el 30 de agosto de 2014 y el *Financial Times* publicó algunos aspectos relacionados con su testamento. Concretamente publicaron los consejos que deja Buffett a su esposa sobre cómo gestionar su patrimonio cuando él no esté y hay sorpresa: se nos pasa a la gestión pasiva y a los ETF como producto estrella.

El consejo concreto que deja a su esposa es que el 10 % de la cartera lo invierta en deuda de corta duración (bonos a corto plazo) y el 90 % en un ETF que replique el índice norteamericano S&P 500, y hasta le deja el nombre del ETF: el Vanguard S&P 500 ETF.

Para evitarte trabajo te diré que ese ETF cobra una comisión de gestión del 0,05 % (no me he equivocado y puesto un cero de más, cobra el 0,05% de comisión de gestión) y su patrimonio el 31 de diciembre de 2014 era de 198.700 millones de dólares. Y en cuanto al *tracking error* (diferencia entre el comportamiento del ETF y el del índice que replica), solo te diré que desde que existe el ETF (9-7-2010) la rentabilidad promedio anual del S&P 500 es del 18,32 % y la del ETF del 18,28 %... Minucias...

Los ETF han venido para quedarse. En el mundo anglosajón son un éxito clamoroso y en España, se quiera o no, también lo serán.

## **Parte V**

# **Construye tu cartera**

## **En esta parte...**

El primer paso para aprender a invertir es conocer las distintas clases de activos y los principales productos financieros que ofrece el mercado, y eso es lo que hemos hecho en los capítulos anteriores. Pero aún te falta adentrarte en el catecismo de las finanzas: la gestión de carteras y la asignación de activos, o *asset allocation*, que es lo que te permitirá buscar la combinación adecuada de activos para cumplir tus objetivos como inversor.

Además, y como ya sabes que esto no es una ciencia exacta, he incluido un capítulo que presenta un punto de vista radicalmente distinto de la gestión de carteras tradicional. Y esta forma tan diferente de invertir viene de la mano de uno de los mejores inversores del mundo, Warren Buffet, que piensa que ni la gestión de carteras ni la asignación de activos sirven de mucho. Tú decides con qué enfoque te quedas.

Y para acabar de aderezar tan importantes aspectos de la inversión, esta parte también incluye un capítulo-guía con mis reflexiones sobre cómo invertir en un mundo tan cambiante.

## Capítulo 16

---

# Gestión de carteras 1.0

---

### En este capítulo

- ▶ El binomio rentabilidad riesgo
  - ▶ Claves para reducir el riesgo de tus inversiones
  - ▶ Parámetros básicos de una inversión
- 

“Una meta sin un plan solo es un deseo.”

ANTOINE SAINT-EXUPÉRY

Si te has leído este libro de tirón y no te has saltado ningún capítulo, seguro que ya has hecho los deberes y te encuentras en la siguiente situación:

- ✓ Has transformado tus objetivos personales en objetivos financieros: ahora los tienes claros.
- ✓ También te has marcado un horizonte temporal razonable: tiempo suficiente para alcanzar los objetivos con las rentabilidades históricas que puede dar el mercado.
- ✓ Además, conoces lo esencial de las clases de activos en los que puedes invertir: liquidez o efectivo, renta fija, renta variable y alternativos.
- ✓ Y ya te has familiarizado con los vehículos de inversión que mejor se adecuan a tu estrategia y a tus preferencias (inversión directa, fondos, ETF, planes de pensiones...).

Si tienes claro todo lo anterior, ¡felicidades!, la mitad del trabajo está hecho. Pero ahora te toca saltar al campo de juego y jugar un partido real. Y antes de salir a partirte la espalda en la arena de los mercados, es conveniente que tengas una estrategia de inversión.



La estrategia de inversión será tu guía para tomar decisiones de inversión y se basará en tus preferencias individuales, tus objetivos de inversión y tu tolerancia al riesgo.

La estrategia de inversión se articula en función de dos conceptos básicos:

- ✓ La cartera de inversión: una cartera es una combinación de activos que busca optimizar la relación rentabilidad-riesgo. En este capítulo aprenderás a gestionarla.
- ✓ *Asset allocation*: cómo distribuyes los activos dentro de tu cartera (liquidez, bonos, bolsa y alternativos) y depende de tu tolerancia al riesgo, de la rentabilidad que busques y del plazo de la inversión (horizonte temporal). Todo esto te lo explico en el capítulo 17.

## Por qué lo llaman amor cuando quieren decir sexo

Si aún no lo has hecho, te recomiendo que, antes de seguir, leas el capítulo 2. Si no te apetece (seguro que sí, ¿no?) vas a poder seguir este sin problemas pero quizás te pierdas algunos matices.

Al leer este título puede que tu mente haya volado hacia una historia un poco más picante sobre la gestión de carteras, así que lamento decepcionarte. Sin embargo, creo que la relación amor-sexo tiene algunas similitudes con la relación rentabilidad-riesgo: es una relación indisoluble (no hay rentabilidad sin riesgo) y es una relación proporcional (a mayor riesgo, mayor rentabilidad potencial). A qué corresponde el amor y a qué el sexo... es cosa tuya.

## Todo lo que debes saber sobre la rentabilidad y el riesgo

Por si no has leído el capítulo 2 (y si lo has leído, también) voy a aclararte lo que todo aspirante a inversor debe tener presente. Recuerda siempre las tres premisas que tienes a continuación:



1. Cuando te plantees hacer una inversión, fíjate siempre en dos aspectos:
  - Rentabilidad esperada de la inversión: es la capacidad de un activo de producir rendimientos, cosa que puede venir por dos vías. La primera es la

diferencia entre el valor inicial y el valor final de la inversión (es decir, inviertes 3 y obtienes 5) y la segunda, los rendimientos obtenidos en forma de rentas a lo largo de la inversión (las acciones pagan dividendos y los bonos pagan cupones). La rentabilidad real puede, y suele, ser distinta de la rentabilidad esperada. La rentabilidad esperada en la inversión a largo plazo en bolsa es de un 9 % aproximadamente, dato que obtenemos de los rendimientos históricos a largo plazo (según el estudio oscila entre un 9 y un 11 %) pero este dato no impedirá que tu cartera de acciones pueda dar, en plazos cortos, desde rentabilidades de un 22 % hasta pérdidas de un 37 %, por un decir.

- a) Riesgo asociado a la inversión: es la probabilidad de que una inversión pierda valor. El cálculo teórico del riesgo se obtiene a través de una medida de dispersión estadística, la desviación estándar (de la que te hablo en el capítulo 2) y que implica que, cuanto mayor es la desviación estándar, más riesgo tiene el activo. Una desviación estándar baja indica que la rentabilidad a lo largo del tiempo fluctúa muy cercana a la rentabilidad media, lo que hace que la rentabilidad esperada sea más predecible. Por el contrario, una alta desviación estándar implica que la rentabilidad pueda fluctuar muy alejada de la media, lo que hace que la rentabilidad esperada tenga un mayor componente de aleatoriedad y sea más difícil de predecir.

2. La relación rentabilidad-riesgo es directamente proporcional.

- a) A menor nivel de riesgo, mayor estabilidad en el comportamiento del activo y menor rentabilidad esperada. Tomemos como ejemplo un bono del Estado a dos años (te hablo de ellos en el capítulo 4): sabemos de antemano qué rentabilidad nos dará el cupón vía rentas; la inversión tiene un horizonte temporal definido, el vencimiento del bono, y si no hay una quiebra del Estado, lo que es improbable, recuperaremos la totalidad de nuestra inversión al vencimiento.
- b) A mayor nivel de riesgo, mayor rentabilidad esperada. Un mayor nivel de riesgo implica que el precio del activo oscilará más y con mayor frecuencia. Es el ejemplo de una acción. Todos los estudios sobre series históricas a largo plazo muestran que la rentabilidad de las acciones es superior a la de la renta fija. Pero también muestran que hay períodos en los que no se da esa circunstancia, incluso durante períodos de diez años o más. Así pues, para asumir mayores riesgos, es necesario contar con el factor tiempo: es necesario un horizonte temporal lejano para asumir riesgos con garantías.

3. Ten claro cuáles son los riesgos inevitables y cuáles puedes evitar con una buena gestión. Piensa en el factor riesgo como la suma del “riesgo sistemático” y del “riesgo no sistemático”.

- a) El riesgo sistemático es, como su nombre indica, el del sistema:

fluctuaciones de los tipos de interés, políticas económicas de los gobiernos, riesgo geoestratégico (guerras, accidentes naturales, etc.). Este riesgo no es diversificable porque afecta a todo el mundo por igual, a todos los huevos de todas las cestas.

- b) El riesgo no sistemático afecta a una empresa en concreto: nivel de endeudamiento, buena o mala dirección, buena o mala rentabilidad, etc. Este riesgo es diversificable, ya que únicamente afecta a los inversores del activo en cuestión, a los huevos de una sola cesta.

## Cuando Harry encontró la correlación

No esperes ver en la correlación a Meg Ryan, ni nuestro Harry es Billy Crystal (protagonistas del filme *Cuando Harry encontró a Sally*). En realidad, nuestro Harry es Harry Markowitz, un economista estadounidense y premio Nobel que, en marzo de 1952, publicó en el *Journal of Finance* un artículo titulado “Portfolio Selection” (‘Selección de carteras’) que cambió para siempre la forma de gestionar las carteras de inversión.

La forma de calcular la rentabilidad y el riesgo que te he enseñado en el capítulo 2 y que hemos repasado en el apartado anterior puede aplicarse a los activos si se toman de forma aislada: una acción o un bono. En la vida real, los inversores no tienen un único activo. Piensa en un fondo de inversión global (si quieres saber más sobre estos fondos, lee el capítulo 8). Suele tener diversos activos de distinta naturaleza: acciones y bonos de todo tipo, productos derivados, materias primas... ¿Cómo buscar la forma óptima de combinar tantos activos heterogéneos para obtener buenos resultados? Pues en eso se centró el estudio de Markowitz, en buscar la manera de optimizar la composición de activos de una cartera para que diese como resultado la mejor combinación de rentabilidad y riesgo posible: la máxima rentabilidad que se puede obtener para cada nivel de riesgo.



Markowitz bautizó al conjunto de carteras que ofrecen la máxima rentabilidad para cada nivel de riesgo con el nombre de *frontera eficiente*.

Gracias a Markowitz, hoy sabemos que:

1. La rentabilidad esperada de una cartera depende de la rentabilidad esperada de cada uno de los activos que la componen y de la proporción de la misma invertida en cada uno de ellos.
2. El riesgo de una cartera no solo depende del riesgo aislado de cada activo,

sino también, y aquí está la clave, de las relaciones entre los distintos componentes de la cartera.

3. La relación entre los distintos componentes de la cartera se expresa a través del coeficiente de correlación. Quédate con este concepto. Es la clave de este capítulo y la clave de la gestión de carteras. Y a partir de ahora será clave cuanto tú tomes tus propias decisiones de inversión.

### Cómo reducir el riesgo de tu cartera



El coeficiente de correlación entre dos activos mide el grado de asociación entre los movimientos de ambos activos; es la clave para controlar y reducir el riesgo de tu cartera de inversión.

Este coeficiente puede tomar cualquier valor dentro del rango +1 (como valor máximo) y -1 (como valor mínimo):

- ✓ Correlación +1: correlación positiva perfecta. Los activos se mueven en la misma dirección y proporción. Por ejemplo, si la acción del BBVA subiera un 5 % y la de Caixabank subiera lo mismo, sería una correlación positiva perfecta.
- ✓ Correlación -1: correlación negativa perfecta. Los activos se mueven en dirección opuesta y en la misma proporción. Por ejemplo, si la bolsa alemana sube un 2 % y el bono español baja un 2 %, diríamos que tienen correlación negativa perfecta.

**Tabla 16-1. Correlaciones entre distintas clases de activos**

	Acciones large	Acciones emergentes	Bonos	Bonos High Yield	Non US Bonds	Materias primas	Inmobiliario
Acciones large	1,00	0,537	0,230	0,577	-0,008	0,141	0,588
Acciones emergentes	0,537	1,00	0,036	0,432	0,025	0,201	0,343
Bonos	0,230	0,036	1,00	0,382	0,447	-0,107	0,157
Bonos High Yield	0,577	0,432	0,382	1,00	0,082	0,039	0,499
Non US Bonds	-0,008	0,025	0,447	0,082	1,00	-0,076	-0,001
Materias primas	0,141	0,201	-0,107	0,039	-0,076	1,00	0,159
Inmobiliario	0,588	0,343	0,157	0,499	-0,001	0,159	1,00

Fuente: Morningstar, activos del mercado norteamericano, extracto de *Correlation Matrix for the 14 Asset Classes*. Octubre de 2014.

- ✓ Correlación 0: también se conoce como “no correlación” o “correlación nula” y viene a decir que no hay relación lineal alguna entre las variables.

La tabla 16-1 es un extracto que relaciona 14 clases de activos en octubre de 2014 desde un punto de vista norteamericano. Las acciones se especifican como “large” o grandes compañías, ya que en el modelo completo de Morningstar diferencia las grandes (*large cap*) de las medianas (*mid cap*) y de las pequeñas compañías (*small cap*) —recuerda que “cap” se refiere a capitalización— y además entre valor (*value*) y crecimiento (*growth*) —conceptos explicados en capítulo 5— y tanto acciones como bonos, como bonos *high yield* se refieren al mercado norteamericano. Técnicamente hablando, las correlaciones oscilan todos los días, por lo que nos interesa obtener un marco de referencia. En este caso, he tomado las acciones de valor norteamericanas, los bonos con grado de inversión y los bonos *high yield* norteamericanos (si quieras refrescar la memoria de estos conceptos, vuelve al capítulo 4), así como las acciones de los mercados emergentes (te hablo de los BRIC en el capítulo 14), bonos de grado inversión no norteamericanos y dos activos alternativos como son las materias primas (*commodities*) y el inmobiliario. Del cuadro anterior, y aunque sea de forma sesgada, podemos deducir que:

- ✓ Entre las grandes clases de activos no hay coeficientes de correlación positiva extremos. Fuera de la tabla que te he puesto (la tabla completa de 14x14 con 196 datos de correlación tiraría *pa’atrás* al más pintado por eso te la he resumido) nos encontraríamos un 0,896 que se da entre las “acciones

grandes de crecimiento” y las “acciones medianas de crecimiento”. Fíjate que, en la misma categoría de acciones, el hecho de cambiar el tamaño de las empresas supone reducir ligeramente el riesgo de la cartera.

- ✓ Apenas se pueden ver coeficientes de correlación negativa: casi no hay signo negativo delante de cualquier cifra y, cuando aparece, es en cifras muy bajas. Cuando los bonos suben, las materias primas bajan (y viceversa) pero en proporciones ínfimas. Es más una situación de “no correlación” o correlación cero que de descorrelación (correlación negativa).
- ✓ El malo: los bonos que no son grado inversión (*high yield*) presentan un nivel alto de correlación con las acciones: misma dirección y en una proporción de casi el 60 % (0,577). Si las acciones americanas suben un 10 %, los bonos *high yield* suben un 6 %, pero si las acciones caen un 10 %, los bonos *high yield* caerían un 6 %. Proporcionan muy poca protección a la cartera y habría que cuestionarse si, dado que presentan este nivel de correlación, vale la pena renunciar a la rentabilidad de las acciones por esta categoría de bonos.
- ✓ El bueno: acciones emergentes. Teniendo en cuenta que son acciones y de países que pueden ofrecer promesas de rentabilidad atractiva, los niveles de correlación son relativamente bajos con las acciones americanas, incluso inferiores a los bonos *high yield* (es la parte mala de la que te acabo de hablar). Una cartera de acciones norteamericanas reducirá más el nivel de riesgo si incluye acciones de mercados emergentes que si incluye bonos americanos *high yield*.



No intentes buscar la correlación en términos de +1 a -1. En general, no se suelen encontrar correlaciones positivas perfectas y es casi imposible encontrarlas negativas en una proporción elevada.

¿Y todo esto para qué sirve?, te preguntarás. Pues para diversificar tu cartera de inversión.

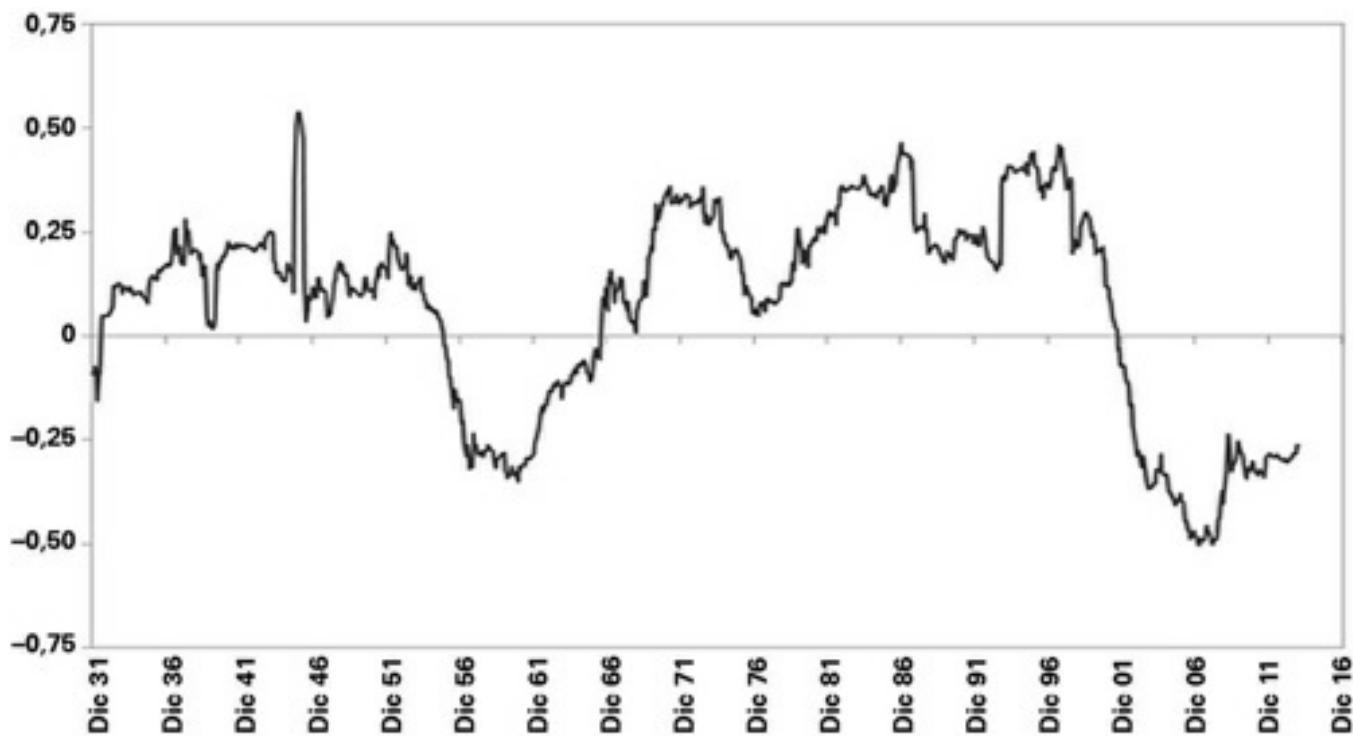
## Tu escudo protector ante las crisis: la diversificación



La diversificación consiste en combinar varios activos de una cartera con la finalidad de reducir el riesgo.

En la figura 16-1 verás la correlación entre el mercado de acciones americano y el

bono a cinco años desde diciembre de 1931 a diciembre de 2013.



Fuente: *CRSP US total equity and 5-Year Treasury notes from the DFA Returns program*. Cálculo de las correlaciones elaborado por Rick Ferri (obtenido de [www.Forbes.com](http://www.Forbes.com) “Why Correlation doesn’t Matter Much”. Rick Ferri, enero de 2014).

**Figura 16-1:**  
Coeficiente de correlación del mercado norteamericano de acciones y el bono a cinco años

Es una serie muy larga con bastantes periodos de baja correlación (son los puntos cercanos a la línea central que es el nivel cero correlación) y algunos momentos extremos. En 1945 se dio un alto nivel de correlación (aproximadamente del 0,5), lo que significa que si la bolsa subía un 10 % el bono subía un 5 %. En ese periodo, incluir más bonos no reducía en exceso el riesgo de la cartera. Todo lo contrario ocurrió en diciembre del 2006, con una correlación negativa del 0,5 (es la correlación por debajo de la línea de cero). Esto significaba que si la bolsa caía un 10 %, los bonos subían un 5 %. ¡Eso sí que es diversificar y reducir el riesgo! Aunque, como puedes comprobar, en estos ochenta y dos años se han dado muy pocos periodos de correlaciones negativas.

## No hagas números: piensa

Hacer números es complejo. Pero entenderlos no, ni tampoco aplicarlos en la práctica. En el primer capítulo me ponía en plan zen recordándote que, muchas veces, cuando invertimos necesitamos pensar más que calcular. Pues ha llegado el momento, vamos a dejar los cálculos de lado y pensemos.

Si en tu cartera tienes un 50 % de acciones y quieres reducir el riesgo, ¿qué harás?

¿Comprarás más acciones o te decantarás por los bonos? Es evidente que comprarás bonos. Según el momento, presentarán un mayor o menor coeficiente de correlación, pero, como has podido ver en el gráfico anterior, a lo largo de la historia hemos visto que, en general, estos dos tipos de activo presentan bajos niveles de correlación.



Aprende a calcular el coeficiente de correlación sin hacer números: no pongas todos los huevos en la misma cesta.

Si en tu cartera de bolsa tienes BBVA y quieres diversificar para reducir el riesgo (siempre dentro de la bolsa), ¿comprarás acciones del Santander o acciones de los supermercados DIA? Me jugaría mi casa, y te aseguro que no estoy haciendo un solo cálculo, que DIA tiene una menor correlación con BBVA que el Santander. Son sectores muy distintos y las variables de la economía inciden en cada uno de forma diferente. En bolsa se suele utilizar cada vez más la diversificación por sectores y no tanto por zonas geográficas (excepto en el caso de los países emergentes). Un banco francés pertenece al mismo sector que uno español o italiano, o sea que por ahí diversificarás poco. Pero si compras acciones de tres sectores muy diferentes, como serían un banco (BBVA), una cadena de supermercados (DIA) y una empresa del sector farmacéutico (Grifols), te aseguro que estás diversificando tu cartera de acciones. Y sin ni un cálculo.



Uno de los conceptos más importantes que nos enseñó Markowitz es que la reducción del riesgo a través de la diversificación no consiste en introducir muchos títulos en la cartera, sino en introducir títulos con bajos niveles de correlación.

## Juguemos a las probabilidades

La estadística convencional considera que buena parte de los hechos de la vida real, como la altura de la población, las temperaturas medias, el coeficiente de inteligencia y la rentabilidad de nuestras inversiones se mueven siguiendo una distribución normal (recuerda: simplificando al máximo, la distribución normal es aquella que, cuando la representas en una gráfica, da más o menos una forma de campana). La ventaja es que, a partir de una distribución normal, podemos delimitar el campo de juego y determinar las pérdidas y beneficios máximos que nuestra cartera nos puede proporcionar.

## Lo máximo que puedes perder

La campana de distribución normal, llamada *campana de Gauss*, es simétrica en torno al valor medio (punto 0 del eje horizontal). Esta simetría implica que el 50 % de las observaciones estarán por debajo de la media y, el 50 %, por encima. Lo que nos interesa es que podemos acotar el riesgo y, por lo tanto, gestionarlo según la rentabilidad esperada y el riesgo de nuestra cartera (desviación estándar).

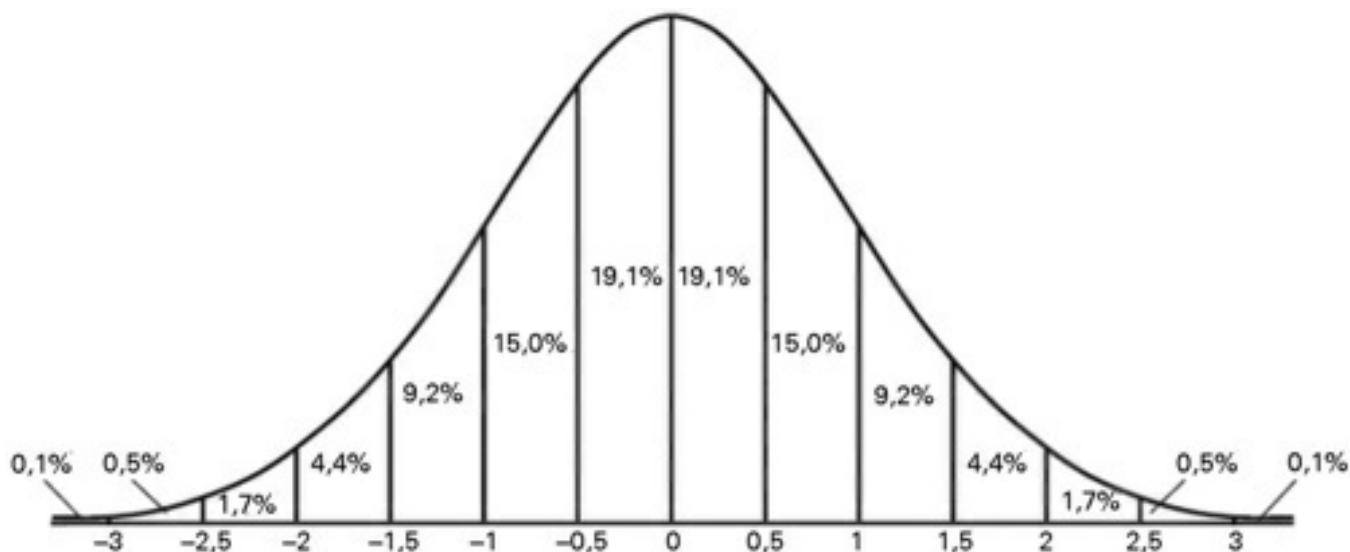
En la figura 16-2 tienes una curva de distribución normal típica con una volatilidad baja. ¿Cómo sé que la volatilidad es baja? Porque la cúpula es alta, estrecha y simétrica, lo que implica que las observaciones de la variable que representa (en nuestro caso, rentabilidades) están muy cercanas a la media, y si hay pocas oscilaciones en torno a un valor medio, la volatilidad es baja. Si la cúpula fuese chata o asimétrica entraríamos en otros derroteros y entraríamos en una vorágine de nombres raros (distribuciones mesocúrtica, leptocúrtica y platicúrtica) que te aseguro que para tu día a día de inversor no te van a servir para nada.



La curva de una distribución normal queda definida por su media aritmética y su desviación estándar. La media se ubica en el eje de simetría que es el punto más alto que alcanza la curva y la desviación estándar mide la amplitud de la curva

Lo que nos interesa de la distribución normal es que por sus propiedades estadísticas, nos permite definir nuestro campo de juego. Así, nos encontramos con las siguientes probabilidades de que nuestras observaciones se agrupen respecto a la media:

- a) Un 68,2 % encontrará una desviación estándar de la media (desde -1 hasta 1).
- b) Un 95,4 % estará dentro de las dos desviaciones de la media (desde -2 hasta 2).
- c) Tres desviaciones se encontrarán el 99,8 % (lo comprendido entre -3 y 3).



Fuente: New York State Education Department.

**Figura 16-2:**  
Distribución normal y desviación estándar (campana de Gauss)



Voy a utilizar las carteras de inversión que ya puse como ejemplo en el capítulo 2. La cartera Mou y la cartera Pep:

**Tabla 16-2. Rendimiento de dos carteras siguiendo una distribución normal**

	<i>Mou (%)</i>	<i>Pep (%)</i>
Rentabilidad (media aritmética)	2,90	6,33
Riesgo (desviación estándar)	0,36	8,14
Rendimiento probable de la cartera con un 68 % de probabilidad *	3,26 / 2,54	14,47 / -1,81
Rendimiento probable de la cartera con un 95 % de probabilidad	3,62 / 2,18	22,61 / -9,95
Rendimiento probable de la cartera con un 99 % de probabilidad	3,98 / 1,82	57,42 / -18,09

La forma de calcular el rendimiento probable de la cartera con un 68 % de probabilidad es coger la media y sumarle una desviación estándar y, por otro lado, coger la media y restarle una desviación estándar. Por ejemplo, en el caso Mou sería  $2,90 + 0,36 = 3,26\%$  y  $2,90 - 0,36 = 2,54\%$ . Cuando son dos desviaciones sería  $2,90 + (0,36 \times 2) = 3,62\%$  y  $2,90 - (0,36 \times 2) = 2,18\%$ . En el caso de tres desviaciones, encontraríamos la cifra multiplicando la desviación por tres.

En el ámbito financiero, el rango más utilizado es el del 95 % (dos desviaciones). Así, podemos decir que, con un 95 % de probabilidad, la cartera Pep obtendrá una rentabilidad de un máximo del 22,61 % y un mínimo del –9,95 %. Es cierto que, entre ganar algo más del 22 % y perder casi un 10 % hay un gran trecho, pero nos indica por dónde se puede mover la rentabilidad de la cartera.



A mayor objetivo de rentabilidad media, y por lo tanto mayor desviación estándar, los rangos de oscilación entre los que se puede mover el resultado obtenido son mayores. Asumimos más incertidumbre sobre el resultado. Asumimos más riesgo.

## Cisnes negros

Ahora te hablaré de cisnes negros. Dos opciones: que te hable sobre la película en la que Natalie Portman interpretaba a una bailarina estresada por la fuerte presión de Vincent Cassel (un tipo que da un poco de miedo pero que estuvo casado con la mismísima Monica Bellucci) o que me esté refiriendo al libro, ya bestseller, de Nassim Taleb, titulado *El cisne negro: el impacto de lo altamente improbable* (publicado por Paidós Ibérica). Es evidente que has respondido a la primera: entre ver una buena película o leer un libro de estadística aplicada a las finanzas, está claro lo que elegiríamos todos. Lamentablemente, vengo en plan aguafiestas y no te voy a hablar de cine, sino de un tipo que, para mí, roza la genialidad: Nassim Taleb.

Nassim Taleb es libanés de nacimiento, se formó como matemático en Francia y es MBA por Wharton. Es profesor en excedencia de Ciencias de la Incertidumbre en la Universidad de Massachusetts y habla inglés, francés, árabe, italiano y español, además de leer textos en latín y griego. Este minicurrículum te lo pongo para que veas que Taleb no es un iluminado que un buen día se pone a hacer de gurú de los mercados y a anunciar el fin del mundo. El tío sabe. Y mucho.

En el apartado anterior has visto que las finanzas siguen una distribución normal y que, por tanto, con nuestros avances e inteligencia suprema, podemos determinar fácilmente con un 95 % de probabilidad cómo se comportarán siempre nuestras inversiones... ¡Ya nos gustaría!

Lo que dice y demuestra Taleb es todo lo contrario. Este matemático sostiene que hay cisnes negros, hechos extraordinarios que tienen, a priori, muy pocas posibilidades de producirse, pero que, cuando se dan, sus consecuencias son importantísimas. En su libro, Taleb dice: “Un cisne negro es un suceso improbable, sus consecuencias son importantes, todas las explicaciones que se puedan ofrecer a posteriori no tienen en cuenta el azar y solo buscan encajar lo imprevisible en un modelo perfecto. El éxito de Google, YouTube y hasta el 11-S son cisnes negros”.

La distribución normal nos da la tranquilidad de que la mayoría de las cosas que pasarán se concentran en lo gordo, en la parte central de la campana. Los cisnes negros se dan en los extremos de la campana de la distribución normal, en los llamados “riesgos de cola”, la zona donde iría “lo que nunca pasa” porque las probabilidades de que pasen son casi inexistentes. Pero, amigo, la globalización hace que pasen cada vez más cosas en menos tiempo y que sus repercusiones se extiendan a la velocidad de un tuit.

La caída de Lehman Brothers fue un cisne negro, la desaparición de las cajas de ahorros españolas fue un cisne negro, el tsunami de Fukushima fue un cisne negro... ¿Cuál será el siguiente? ¿La deflación europea durante quince años? ¿Los gobiernos de Syriza en Grecia y de Podemos en España junto con el impago de la deuda? Aunque también podemos mirarlo en positivo. ¿Un superciclo de crecimiento de quince años más en

Estados Unidos, llegando el S&P a los 5.000 puntos? No lo sabemos, nadie sabe lo que sucederá, pero estamos seguros de algo: volveremos a ver nuevos cisnes negros.

Cada vez que diseñas tu plan de inversiones, piensa en posibles cisnes negros y, si llegas a la conclusión de que alguno no es tan improbable como parece, ten previsto un plan de contingencia.

## Reversión a la media



La regresión o reversión a la media es un término estadístico que designa un fenómeno por el cual, a largo plazo, las observaciones de una variable tienden a igualarse desde los extremos.

La interpretación de la definición que acabas de leer es que, ante momentos extremos en los mercados, debido a la reversión a la media, podemos esperar un retorno a situaciones estables. El problema, como casi todo en estadística, es que esto es cierto a medias: es cierto a muy largo plazo.



La forma de sacar provecho a este fenómeno es que, cuando detectamos un activo sólido que sufre fuertes caídas en su valoración, y me refiero a un “activo sólido”, sabemos que, por reversión a la media, las posibilidades de que siga perdiendo valor son cada vez más bajas y, por el contrario, las posibilidades de que revierta a su media histórica son cada vez más altas.

Un ejemplo claro sería un índice bursátil: si el Ibex 35 lleva cayendo dos años seguidos, y cayendo fuerte (supongamos que ha caído un 12 % el primer año y el año siguiente ha caído un 18 %), sin entrar en ningún tipo de valoración, y por pura estadística, sabemos que el tercer año hay más posibilidades de que revierta a su media (una rentabilidad positiva del 9 %, aproximadamente) que de que siga cayendo. Si el tercer año también cayese, al cuarto año aumentarían, aún más, las posibilidades de revertir a la media.

El ejemplo peligroso sería una acción o un bono de forma aislada. Una acción o un bono puede no revertir nunca a su media, ya que a veces las empresas tienen la mala costumbre de quebrar (por ejemplo, Espírito Santo Financial Group, Gowex, Terra, etc.).



Si quieras aplicar la reversión a la media a tu arsenal inversor recuerda que debe cumplir dos condiciones:

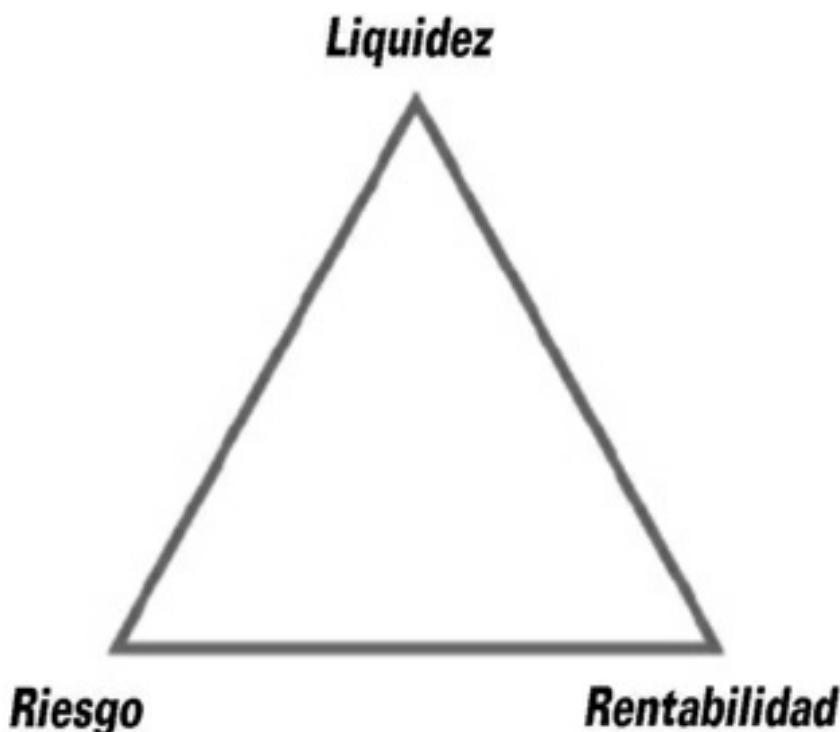
- ✓ Largo plazo: la reversión a la media sirve poco para especular, solo se cumple en plazos largos.
- ✓ Activos sólidos: lo ideal son índices bursátiles. Con las acciones entra dentro del riesgo no sistemático, que es el que deberías evitar.

## Parámetros básicos de una inversión

Ya que estamos en gestión de carteras y como colofón final a mi modelo de “no-cálculos Para Dummies”, cuando revises tu cartera o cuando tomes decisiones de inversión acuérdate del triángulo.

¿Verdad que cuando hay un accidente o una avería en la carretera es obligatorio poner un triángulo que avisa del peligro a los otros conductores? Pues cuando te pongas a revisar tus números acuérdate del triángulo de la inversión. Siempre y sea lo que sea, desde el depósito bancario más simple al producto estructurado más complejo coge lápiz y papel y aplica el triángulo de la inversión al producto en el que te vayas a meter.

Lo que hace el triángulo es hacerte pensar sobre el nivel de riesgo, rentabilidad y liquidez en el que piensas meterte. Todo a la vez que es como debe valorarse.



**Figura 16-3:**  
Pirámide de la inversión

La mayoría de los inversores se centran en uno de los dos aspectos básicos de la inversión, la rentabilidad y el riesgo.

Los más agresivos solo se fijan en la rentabilidad (cuánto van a ganar) y no valoran el riesgo que asumen.

Por otro lado, los inversores conservadores se centran en el riesgo: lo más importante para ellos es no perder, y eso hace que muchas veces pierdan buenas oportunidades de obtener una mayor rentabilidad para su cartera.

Los más conservadores ni siquiera obtienen la rentabilidad mínima que hemos visto en el capítulo 1, es decir, la rentabilidad real necesaria para superar la inflación más el impacto fiscal.

Pero hay otro factor al que solemos dar menos importancia y que, para mí, es fundamental. Me refiero a la liquidez.



La liquidez es la facilidad para transformar una inversión en dinero con el mínimo impacto en la rentabilidad.

Cuando vienen vacas flacas, y solo es cuestión de tiempo (te recuerdo que la economía es cíclica), la liquidez es el nombre del juego. Cuando la cosa pinta mal, hay que tener dinero líquido, en la cuenta, principalmente por dos motivos:

1. Si todos los activos caen (*sell-off*), tú tienes tu dinero a salvo, el dinero de la cuenta corriente no se pierde, salvo por la erosión de la inflación.
2. Cuando vienen vacas flacas, aparecen las oportunidades, pero ¿cómo aprovecharás una ganga si no tienes dinero líquido?

Cuando hablamos de liquidez en los mercados financieros no solo debes pensar en el efectivo de tu cuenta. La iliquidez de una inversión implica un incremento del riesgo de esa inversión. Piensa, por ejemplo, en un producto estructurado (para más información, vuelve al capítulo 11) que solo te lo puede recomprar el banco que te lo ha vendido, o en una pequeña emisión de bonos que apenas tenga volumen y pase muchos días sin cruzar operaciones, o en la comisión de reembolso que pueda tener un fondo de inversión si lo vendes. Es tal la importancia de la liquidez que, cuando un profesional evalúa una inversión,

también valora la prima de iliquidez, es decir, el riesgo extra que asumes al renunciar a la liquidez inmediata, riesgo mayor que deberá compensarse con una mayor rentabilidad.



Si vas a invertir en un producto ilíquido o con muy poca liquidez, su rentabilidad esperada debe ser mayor que una inversión análoga y líquida por la prima de iliquidez.

Antes de invertir en algo nuevo, analiza el triángulo de tu inversión.

## Capítulo 17

---

# El secreto de los gestores profesionales: *asset allocation*

---

### En este capítulo

- ▶ Cómo diseñar un plan de inversiones
  - ▶ Los secretos de la asignación de activos
  - ▶ Cuándo y cómo redistribuir tu inversión
- 

“Atención a las situaciones inesperadas. En ellas se encierra nuestra gran oportunidad.”

VIRGILIO

Toda la complejidad de las finanzas acaba en un breve documento, normalmente un Excel acompañado de un gráfico circular (también llamado gráfico de pastel o tarta), que representa el reparto de tu cartera en distintas inversiones. Da igual si eres cliente de una pequeña oficina de un banco local o de la banca privada más exclusiva del mundo. En todos los casos, tu plan de inversión se plasmará en una distribución de activos. Al cliente de cartera modesta se le ofrecen las opciones generalistas que tiene el banco para todo el mundo y al de banca privada se le hace un poco más a medida, aunque las economías de escala mandan, y se le da acceso a un mayor abanico de productos financieros.

Antes de continuar, un aviso: es importante que tengas muy claras las distintas clases de activos (de las que te hablo en los capítulos 4, 5 y 7), ya que aparecerán continuamente a lo largo de este capítulo.

### Un mal plan es mejor que no tener plan

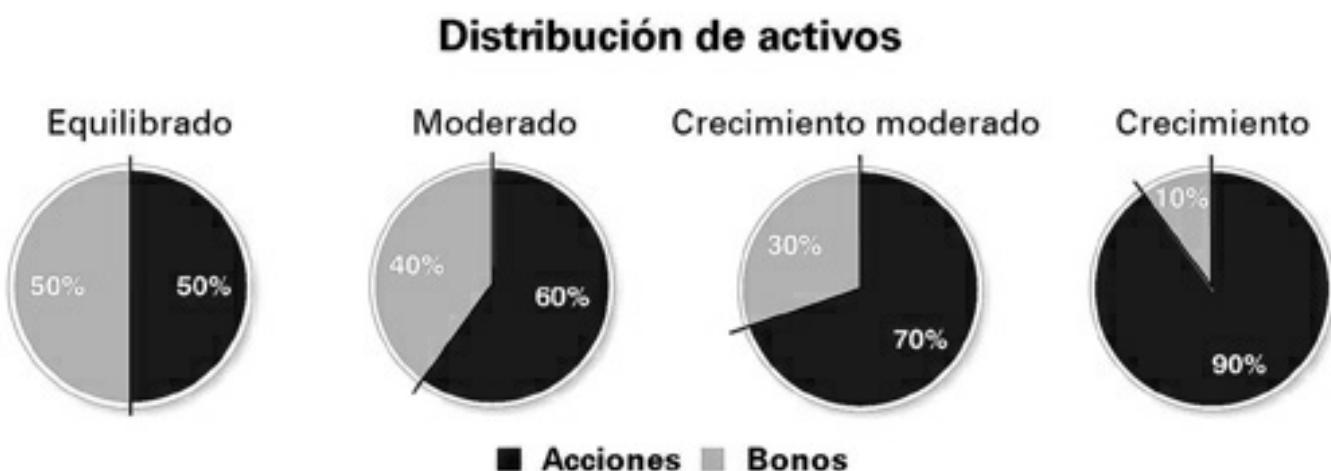


La clave de cualquier plan de inversión es la distribución de activos, es decir, el proceso en el que se determina qué proporción de una cartera de

inversión se destina a cada clase de activos, con la finalidad de alcanzar los objetivos de inversión propuestos y sin sobrepasar el nivel de riesgo determinado por el inversor.

Además de bajo el nombre de *distribución de activos*, seguramente también la encontrarás como *asignación de activos* o, en su expresión inglesa, que ya forma parte del vocabulario financiero español, *asset allocation*. Incluso existe una degeneración de esta última en plan *spanglish* que es la “*alocación de activos*”. Distintas palabras para definir lo mismo.

Para que entiendas a qué me refiero, en la figura 17-1 tienes un ejemplo real de la distinta distribución de activos generalistas que propone una compañía de inversión norteamericana:



Fuente: [www.aigsunamerica.com](http://www.aigsunamerica.com).

**Figura 17-1:**  
Ejemplos de distribución de activos



Las principales características de la asignación de activos son las siguientes:

- ✓ Utiliza las cuatro grandes clases de activos en distintas proporciones y en función de las preferencias del inversor: liquidez o efectivo, bonos, bolsa y activos alternativos.
- ✓ Su objetivo es conseguir el difícil equilibrio para alcanzar unos objetivos (rentabilidad) dentro de unos niveles de riesgo asumibles.
- ✓ En general, el riesgo de una distribución de activos está directamente relacionado con la proporción que se destina a bolsa.

## Un traje a medida: cómo diseñar un plan de inversión personalizado

Es cierto que puedes llegar a invertir sin tener un plan. En el capítulo 18, dedicado a Warren Buffett (uno de los mejores inversores del mundo), verás cómo uno de los más grandes no tiene en cuenta la teoría moderna de carteras, que hemos tratado de refilón en el capítulo anterior, ni se construye una asignación de activos al modo tradicional para reducir el riesgo de su cartera. En esta parte del libro te presento ambas opciones para que puedas decidir la que más te conviene.



Sin embargo, déjame darte un consejo: utiliza la asignación de activos como tu guía de inversión.

Antes de entrar en materia, me interesa que reflexiones seriamente sobre los siguientes puntos:

- ✓ Tus expectativas deben ser a largo plazo: invertir no es una sucesión de pequeñas especulaciones. Hace falta tiempo para que se dé la reversión a la media (te hablo de ello en el capítulo 16), y para obtener las rentabilidades históricas de cada clase de activos.
- ✓ El horizonte temporal es fundamental para asumir riesgos, tal como te adelantaba en el primer capítulo. Puedes tener distintos objetivos de inversión (distintas carteras asignadas a cada objetivo): el objetivo de cubrir tu jubilación con veinte años por delante no debería tener la misma asignación de activos que si inviertes para la universidad de tu hija María, que tiene 15 años y empieza la universidad dentro de tres.
- ✓ Si te apetece, y tienes conocimientos para ello, puedes tener una “cartera especulativa” (los apóstoles de la inversión tradicional largoplacista me matarán por decir esto). Lo importante es que la mantengas separada del resto de inversiones y estés seguro de que no hay vasos comunicantes de ningún tipo: si te equivocas y pierdes, se acabó, pero el resto de tus inversiones no se verán afectadas.

### Cómo quieres la carne: muy hecha, poco hecha o al punto

Te voy a mostrar un método de distribución de activos que te dirá lo que tienes que hacer en cada momento, pero, ¡atención!, necesitas tener claros tus objetivos y muchísima disciplina. Y cuando digo “objetivos claros” quiero decir, exactamente, objetivos muy claros.

En mi trabajo como asesor de inversiones es muy habitual que me encuentre con infinidad de inversores conservadores (según las encuestas elaboradas por distintos organismos, el inversor español se define, mayoritariamente, como “conservador”). Son tan conservadores que “con un 5 o un 6 % yo ya me conformo”. Pero ¡hombre! Con tipos de interés al 0 % (en octubre 2014, el bono alemán a dos años daba rentabilidades negativas, y el bono alemán a diez años daba menos de un 1,00 %), ser conservador oscila entre obtener un 0,50 y un 2,00 % máximo, y eso asumiendo algún riesgo.

Ten en cuenta que no se puede ser “moderado pero un poquito conservador” ni “agresivo cuando sube y conservador cuando baja”. Es como si en el restaurante dijeses que quieras la carne “muy hecha pero jugosita, eh”. O te la dan muy hecha, tipo suela de alpargata, o te la dan jugosita; pero las dos cosas a la vez no. En tu plan de inversión pasa lo mismo, o blanco o negro, no busques que un plan cubra todo el arcoíris.



Antes de iniciar tu plan de inversiones, decide si vas a desarrollar una política de inversión conservadora, moderada o agresiva. Puedes tener distintas carteras, pero cada una debe responder a un único perfil. En los perfiles de inversión te encontrarás con nombres distintos en función del banco que elijas. Por ejemplo, la banca privada del Banco Santander ([www.santanderpb.es](http://www.santanderpb.es)) divide a sus inversores en planes de pensiones en cinco perfiles: conservador, moderado, equilibrado, dinámico y agresivo, mientras que la CNMV, en el DFI de los fondos de inversión (Datos Fundamentales para el Inversor), encasilla a cada fondo en uno de los siete perfiles de riesgo que la propia CNMV ha definido, donde 1 es el nivel de riesgo más bajo y 7 el más alto. No me importa el nombre pero sí la idea: conservador, moderado o agresivo.

Cuando te he dicho que el método que te enseñaré requiere muchísima disciplina, de lo que en realidad te estoy hablando es de autocontrol: ¿hasta qué punto eres capaz de controlar tus emociones? A lo mejor lo has leído y has pensado que sí, que puedes con ello porque eres metódico y tenaz. ¡Si hasta sales a correr tres veces por semana! Pero yo me refiero a situaciones como haber invertido 20.000 euros para tu jubilación (como eres joven, has tomado mucha bolsa) y darte cuenta de que hoy valen 6.000 euros porque ha habido un *crash* y llevas una pérdidas acumuladas del 70 %. Intenta imaginar cómo reaccionarías. ¿Pensarías como un lord inglés: “*No problem*, todo está previsto y a largo plazo, como nos muestra la historia, suelen suceder estas cosas”? ¿O te lo tomarías muy mal, hasta el punto de ponerte enfermo? Y en este punto no hago bromas, conozco casos de primera mano de gente que, ante pérdidas superiores a lo que podían soportar, han acabado necesitando atención médica y tomando fármacos para controlar la ansiedad.



Soy un firme partidario de aplicar límites de pérdidas o *stop loss*.

Detrás de este sofisticado nombre lo único que hay es determinar un nivel de pérdidas a partir del cual se liquidará una inversión. Para un inversor, el margen debería ser de cierta amplitud; en mi opinión, el mínimo debería ser de entre un 10 y un 15 %, y el máximo, entre el 25 y el 30 %. Me explico: por debajo de un 10-15 %, el activo no tiene espacio para moverse, y, por encima de un 25-30 %, deja de tener sentido aplicar políticas de *stop loss* y es mejor buscar reversión a la media y el beneficio del largo plazo. Aplicar un *stop loss* en el 50 % de pérdida, cuando puede estar más cerca de darse la vuelta que de seguir cayendo, no suele dar buenos resultados, es lo que se conoce como *estar en un punto de no retorno* y es mejor seguir en el juego.

El método del *stop loss* proviene del mundo de la especulación y, en general, no es bienvenido entre los inversores a largo plazo, ya que podría limitar sus beneficios. Efectivamente, el *stop loss* te sacará de una posición en pérdidas, pero a largo (o muy largo) plazo es posible que esa posición se acabe dando la vuelta y pudiera acabar dando buenos resultados. Sin embargo, si sigues políticas de *stops*, jamás incurrirás en pérdidas inasumibles. Yo soy un firme partidario de aplicar *stops* de pérdidas en cualquier inversión que hagas.

### Lo que tienes, cuenta



Un truco para saber si estás en manos de un buen asesor de inversiones o de un comercial bancario que se limitará a enchufarte el producto del mes, es comprobar si muestra interés por tu patrimonio global. Si el profesional financiero insiste en que te quedes su distribución de activos sin más y sin intentar saber nada de ti, malo. Si, por el contrario, te pregunta qué tienes (todo, financiero y no financiero), empieza bien.

Cualquier activo que tengas debe formar parte de tu *asset allocation*.



Para que no te queden dudas sobre lo que quiero decir, vamos con un ejemplo. Juan y Pedro tienen 40 años, se definen como inversores moderados, quieren una cartera de inversión a 15 años y cada uno tiene 100 unidades para invertir. La diferencia es que Juan vive exclusivamente de su trabajo y apenas

tiene la propiedad de su vivienda (todavía debe parte de la hipoteca al banco), mientras que Pedro tuvo la desgracia de perder a su familia pero heredó la casa en la que vive, una segunda residencia y dos pisos más en el centro de la ciudad, que tiene en alquiler. La misma edad, el mismo perfil inversor, el mismo horizonte temporal, el mismo importe para invertir pero... ¿tiene sentido que les diseñemos la misma distribución de activos?

La respuesta sería “sí” si no tuviéramos en cuenta lo que ya tienen. Si no consideramos el patrimonio global, pueden parecer inversores muy similares. Pero cuando la distribución de activos se hace bien, a fondo, y se incluyen todos los activos de uno y otro, no parecen tan iguales. Pedro tiene una buena proporción de “activos duros”, es más, tiene rentas periódicas (el alquiler de los pisos). Dentro de su perfil moderado, debería asumir bastante más riesgo que Juan y podría invertir una mayor proporción de su cartera en acciones y una parte menor en renta fija. Juan, en cambio, tiene que ser forzosamente más conservador que Pedro, su mayor patrimonio es su casa con hipoteca y las 100 unidades que va a invertir.



Para hacer una distribución de activos bien diseñada, considera todos tus bienes. Si tienes bienes inmuebles, cuentan; si eres empresario, el valor de tu empresa y los rendimientos periódicos (salario y dividendo) que te da, cuentan, y, aunque sea duro, triste e inhumano decirlo, cuando diseñes tu estrategia de inversión deberías valorar de alguna forma la futura herencia que puedas recibir (si sabes que vas a heredar cinco pisos, no inviertas tu dinero en más inmuebles).

## Cómo empezar un plan de inversión

Un problema con el que nos encontramos todos los financieros e inversores es que conocemos la teoría sobre cómo diseñar planes de inversión pero, a veces, necesitamos práctica para ponerlos en marcha.

Para que no te pase eso, voy a intentar que te quedes con tres ideas básicas que puedes aplicar. Doy por hecho que ya tienes un objetivo de inversión, un horizonte temporal y una idea muy clara del tipo de riesgo que asumirás, de modo que ya puedes empezar a perfilar tu plan de inversión.

El proceso para diseñar un plan de inversión lo vamos a dividir en tres fases:

1. Construir la cartera.
2. Ponerla en marcha.

### 3. Controlar y ajustar de forma periódica.

Antes de seguir, quiero recordarte que no hay verdades absolutas y que este libro es solo una guía. Quiero ayudarte a adaptar tu comportamiento financiero a tus preferencias personales y a que puedas valorar las propuestas que te haga tu asesor de inversiones. Recuerda que incluso algunos premios Nobel que contaban con la tecnología más avanzada del momento han sido barridos por el mercado (me refiero al caso Long Term Capital, del que te hablo en el capítulo 7) y nosotros no somos premios Nobel ni contamos con la tecnología más avanzada del momento. Pero disponemos de algo mejor: sentido común, pensamiento crítico y ganas.

#### Un sistema sencillo para poner en marcha una cartera de inversión

En esta primera fase, el factor determinante es el nivel de riesgo que quieras asumir. Para simplificar al máximo, vamos a dividir a todas las clases de activos en dos, en función del riesgo que conllevan: acciones (como activo de mayor riesgo y más volátil) y bonos (como activo de menos riesgo).

En la tabla 17-1 tienes una propuesta general que deberás adaptar a tu situación personal y, en menor medida, a la situación del mercado (para saber en qué situación se encuentra el mercado, lee el apartado “La tendencia es tu amiga”, más adelante en este capítulo):

---

**Tabla 17-1. Asignación de activos flexible**

---

	<i>Conservador (%)</i>	<i>Moderado (%)</i>	<i>Agresivo (%)</i>
Acciones nivel máximo	20	50	80
Bonos nivel mínimo	80	50	20

---

Fíjate en que en acciones pone “nivel máximo” y en bonos pone “nivel mínimo”. Esta es la clave para utilizar la tabla anterior: la idea es subir la exposición a bonos cuando la situación del mercado nos inquieta para reducir el riesgo, y aumentar la exposición a bolsa cuando pensemos que se dan las circunstancias adecuadas.

Por ejemplo, un inversor moderado siempre debería tener un mínimo del 50 % en bonos, pero en un momento dado puede subir la ponderación en bonos hasta un 60 o un 70 %; o incluso un 100 % en un caso extremo de alta volatilidad en los mercados. La parte de la cartera que queda, iría a bolsa. Si nuestro inversor moderado decide subir su inversión en bonos del 50 al 70 %, la bolsa pasará del 50 al 30 %. En el activo riesgoso, en la bolsa, el enfoque es el contrario al de los bonos. Nuestro inversor moderado podrá tener del 0 al 50 %, pero jamás debería

pasar del 50 %.



La asignación de activos funciona como vasos comunicantes: el vaso de los bonos solo puede llenarse más si el vaso de las acciones se vacía y viceversa.

El proceso es:

1. Determinar cuánto inviertes en bonos (liquidez incluida).
2. El resto es lo que destinarás a la bolsa (u otros activos de riesgo alternativos, si es el caso).



Mantener la disciplina de inversión es clave para obtener resultados a largo plazo y este sistema proporciona una guía fácil para invertir porque señala los límites máximos y mínimos que debes seguir en todo momento.

Cuando se habla de distribución de activos, se suelen utilizar los porcentajes de bolsa y bonos sin más, poniendo en primer lugar la ponderación que se da a la bolsa. Así, es habitual hablar de una distribución 60/40, que quiere decir que el 60 % de la cartera está en bolsa y el 40 % en acciones, o de 25/75, que significa que el 25 % de la cartera son acciones y, el 75 %, bonos.

La distribución de activos 50/50 se reconoce de forma universal como una de las más utilizadas en el mundo de la inversión, dado su carácter todoterreno, ya que es útil para un amplio abanico de inversores. Se suele usar como punto de partida, y en el mundo anglosajón tiene nombre propio: distribución de activos equilibrada o *balanced*.

### El ciclo vital

La propuesta genérica de distribución de activos debería acomodarse a tu ciclo de vida.

Imagina que tienes 45 años, preparas tu jubilación y te quedan veinte años de vida laboral por delante. Por tus circunstancias y por el horizonte temporal que te queda para llegar al objetivo, veinte años, decides seguir una política de inversión agresiva. Ya han pasado diez años, tienes 55 y te quedan diez más hasta el objetivo. Con la mitad de tiempo por delante, ¿seguirás la misma política de inversión agresiva? El sentido común nos lanza un mensaje de alerta porque las

circunstancias han cambiado, tu horizonte temporal ya no es el mismo, así que tu política de inversión debería amoldarse a las nuevas circunstancias.



Cuento menos tiempo tengas para recuperarte de una caída eventual, tu cartera deberá tomar un sesgo más conservador.

### **Siempre hay que dar un primer paso**

La cosa no acaba cuando decides tus límites de inversión... tienes que seguir tomando decisiones. Ahora debes centrarte en estos puntos:

- ✓ A través de qué vehículos de inversión realizarás la distribución de activos.
- ✓ En qué momento invertirás.

La respuesta a la primera pregunta es fácil: como inversor particular, tus vehículos de inversión preferidos deberían ser los fondos de inversión y ETF, o los planes de pensiones y seguros si te convienen fiscalmente (ya te he hablado de ellos). A partir de ahí, si sigues muy de cerca la bolsa o el mercado de bonos (si realmente sigues el mercado de bonos, háztelo mirar) y quieres hacer alguna inversión directa, recuerda que deberías hacerlo con perspectiva largoplacista y, al ser activos aislados, tendrías que centrarte en empresas sanas y bonos de emisores solventes, es decir, en activos de alta calidad.

Decidir en qué momento invertir ya es más difícil. Puedes seguir un orden caótico (invertir cuando te apetezca), seguir los consejos de los asesores, poner todo el dinero de golpe cuando lo tengas o seguir un método como el que te voy a explicar ahora.

### **Inversión al coste promedio**

La forma de invertir de la que te voy a hablar en este apartado se llama *Dollar Cost Averaging (DCA)* o coste promedio por dólar. Y, para variar, como casi todo lo relacionado con las finanzas, viene de Estados Unidos.

Invertir al coste promedio consiste en dividir la cantidad total que quieras invertir en pequeñas cantidades y distribuirlas a lo largo del tiempo.

Imagina que tienes 50.000 euros para invertir. Podrías invertirlos de golpe o dividirlos, por ejemplo, en 10 inversiones más pequeñas de 5.000 euros cada una.

En el primer supuesto, imagina que el día que inviertes los 50.000 compras un fondo cuya participación vale 100 euros ese día.

Por otro lado, imaginemos otra situación: has sido disciplinado y paciente, y tus diez entradas en el fondo arrojan la siguiente secuencia:

**Tabla 17-2. Ejemplo de DCA, valor de la participación del fondo cada mes**

Mes	Mes	Mes	Mes	Mes	Mes	Mes	Mes	Mes	Mes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100	101,25	102,23	100,05	98,23	97,00	97,25	96,54	94,30	98,00

El coste promedio de tu inversión siguiendo este sistema ha sido de 98,48 euros (esta cifra la obtienes calculando la media aritmética de las diez observaciones), algo más de un euro y medio a tu favor por participación. Este método elimina la incertidumbre del cuándo invertir y aprovecha las fluctuaciones del mercado. Es evidente que inviertes cuando tienes dinero (si no, no hay inversión que valga) pero, en vez de invertir de golpe, lo haces a lo largo del tiempo, independientemente de que el mercado suba o baje. Cuando el mercado sube, compras caro y, cuando baja, compras barato, pero extiendes tu inversión a lo largo del tiempo. Así, tu precio final nunca será el más bajo ni el más alto.



El DCA es un método ideal para invertir a largo plazo. Diversos estudios muestran que, de cara a la jubilación, es más rentable hacer pequeñas aportaciones mensuales que una sola aportación anual. Y aunque este libro se dedique a la inversión y no al ahorro, también es un excelente método de ahorro: en el momento de cobrar la nómina, retiras el dinero que va a tu plan de ahorro y lo inviertes a largo plazo.

## Dos ejemplos

Y ahora vamos a la práctica. En este apartado te presento dos ejemplos estereotipados de cómo enfocar un plan de inversiones de forma simple. En la vida real tendríamos que conocer más a fondo a nuestros protagonistas y valorar la situación del mercado para completar nuestro estudio, pero como estamos en un libro y no en la vida real, tenemos suficiente con la información simplificada.



Por un lado imaginemos a la familia Pérez-Martínez, que quiere constituir una cartera de 500.000 euros con el dinero de una herencia que acaban de recibir. Tienen 55 años, dos hijos a punto de ir a la universidad y la casa en la que viven tiene una hipoteca de la que todavía les quedan 10 años por pagar. Su objetivo es tener fondos suficientes para que sus hijos puedan estudiar, ya que, aunque van a ir a una universidad pública, está en otra ciudad. Además, en la medida de lo posible, quieren generar ahorro para la jubilación.

En el otro extremo tenemos a Teresa y Manuel, dos jóvenes abogados de 35 años que trabajan como autónomos en su propio bufete. Son pareja, no tienen hijos ni piensan tenerlos, viven en una casa del padre de Teresa, que se la cede gratuitamente, y tienen la suerte de percibir unos salarios elevados. Su intención es generar ahorro a largo plazo para su jubilación. Cada mes pueden destinar 5.000 euros a su plan de ahorro-inversión.

En estos casos, yo haría algo así:

---

### Tabla 17-3. Claves para la asignación de activos

---

<b>Claves familia Pérez-Martínez</b>	<b>Claves Teresa y Manuel</b>
1. Ya tienen el dinero	Están generando ahorro a largo plazo
2. Diez años para jubilarse	Treinta años para jubilarse
3. Prioritario pagar los estudios de sus hijos	Ni hijos, ni hipoteca

---

Para la familia Pérez-Martínez diseñaría dos carteras de inversión diferenciadas: una a corto plazo para pagar los estudios de los hijos y otra a medio plazo para cubrir la jubilación.

- ✓ Cartera “Educación hijos”: imagina que los Pérez-Martínez calculan que necesitan 250.000 euros, como máximo, para la educación de sus hijos. Se trataría de una cartera de perfil conservador porque los hijos están a punto de ir a la universidad. Aquí el objetivo no es ganar dinero: es mantenerlo y sacar el beneficio que se pueda de activos poco volátiles a corto plazo. Mi cartera sería 100 % de renta fija. Como el dinero no lo necesitan de golpe, obtendría mayor rentabilidad escalonando la inversión a largo plazo, así tendría dinero disponible para el primer año y el resto lo invertiría en renta fija con vencimiento a dos, tres y cuatro años, es decir, tantos plazos como años tengan previsto estudiar. La inversión sería directamente a través de bonos del Estado a esos vencimientos, o por medio de fondos de inversión de renta fija con las duraciones de cartera indicadas (te hablo de los bonos

en el capítulo 4 y de los fondos de inversión en el 8, por si necesitas más información).

- ✓ Cartera “Jubilación”: les quedan diez años para jubilarse y, salvo imprevistos, durante ese tiempo no necesitarán el dinero (los 250.000 que quedan de la herencia, pues la otra mitad va para la universidad de los hijos). Con diez años por delante, si su perfil inversor lo permite, les recomendaría una cartera con perfil moderado que, a medida que fueran cumpliendo años, iríamos sesgando hacia el lado conservador. Así se podría empezar con un 50/50 e ir reduciendo luego a un 40/60 y 30/70 para acabar los últimos tres años en un perfil conservador 100 % en renta fija (al final hay que evitar sustos). La inversión la realizaría a través de planes de pensiones al máximo legal para optimizar la fiscalidad, algún producto de seguro como los *variable annuity* con el capital garantizado (de los que te hablo en el capítulo 10) y el resto en fondos o ETF con liquidez inmediata. Por si las moscas.

Resumiendo, la *asset allocation* de la familia Pérez-Martínez quedaría así:

---

**Cartera “Educación hijos”:** 250.000 euros

*Asignación de activos básica:* 100 % renta fija.

*Distribución de la renta fija:* cuatro bloques de 62.500 euros (un bloque por curso), para simplificar y utilizando el beneficio del tiempo. Unifíco los dos últimos bloques, pero aún se podría dividir más:

- ✓ 25 % (62.500 euros) en liquidez, parte en una cuenta corriente para su uso inmediato, parte en un plazo fijo.
- ✓ 25 % (62.500 euros) en un bono del Estado a dos años (se puede comprar a golpe de clic en [www.tesoro.es](http://www.tesoro.es)).
- ✓ 50 % (125.000 euros) en un fondo de inversión de renta fija a corto plazo (duración del fondo dos-tres años).

**Cartera “Jubilación”:** 250.000 euros

*Asignación de activos básica:* 50 % renta fija y 50 % renta variable.

- ✓ *Renta fija:* 125.000 euros.
  - 50 % (62.500 euros) en un fondo de inversión a corto plazo conservador: de aquí iría saliendo, cada año, el dinero necesario para aportar al plan de pensiones (la mejor alternativa, no obstante, es ir aportando al plan todos los meses).

- 50 % (62.500 euros) en dos fondos de inversión de renta fija de mayor riesgo (tienen diez años para invertir y recuperarse de pérdidas ocasionales). Uno podría ser de deuda de países emergentes y otro de bonos *High Yield* (te he hablado de ellos en el capítulo 4) o utilizar un fondo de renta fija tradicional de mayor duración.

✓ *Renta variable:* 125.000 euros.

- 50 % (62.500 euros) variable *annuity* con capital garantizado sobre bolsas occidentales.
  - 25 % (31.250 euros) ETF indexado sobre mercados emergentes.
  - 25 % (31.250 euros) ETF indexado sobre bolsas mundiales.
- 

Para Teresa y Manuel sería distinta, pues su perfil y planteamiento vital son completamente diferentes. En Estados Unidos tienen su propio acrónimo: DINKS (*double income no kids*) o ‘dos sueldos y sin niños’.

- ✓ En este caso invertiría según el *Dollar Cost Averaging* y, dadas sus características, les aconsejaría un perfil de inversión agresivo. Primero invertiría en un plan de pensiones para reducir la factura fiscal (ganando lo que ganan, seguro que Hacienda les pega un buen palo todos los años) y el resto (te recuerdo que la inversión en planes está limitada a 8.000 euros por persona año y ellos ahoran, juntos, 60.000 euros al año) lo invertiría en fondos de inversión y/o ETF sobre renta variable, dedicando una pequeña porción a renta fija a corto plazo para cubrir posibles necesidades de liquidez. Me podría plantear que tuvieran parte de su inversión en un PIAS (hablo de ellos en el capítulo 10) pensando en la fiscalidad futura, pero con esa edad, liquidez y ganas, hay que tomar autopistas de cuatro carriles y eso solo lo tienes en los buenos fondos y en los ETE.
- 

Distribución de Activos de Teresa y Manuel:

Son jóvenes (les quedan 30 años hasta la jubilación) ahorrarán entre los dos 5.000 euros al mes y no prevén cargas familiares (que feo llamar así a los hijos).

Mi propuesta sería la siguiente (por facilidad considero un único bloque inversor, en la vida real habría que amoldarse a las preferencias individuales de cada uno de ellos).

Lo primero, ellos no tienen capital pero sí ahorro, así que de cabeza a invertir siguiendo el coste promedio por dólar. Sus 5.000 euros mensuales harían lo siguiente todos los meses (cifras redondeadas):

- ✓ 1.300 euros a planes de pensiones de bolsa (el máximo por plan en 2015 son 8.000 euros por persona). ¿Por qué bolsa? Porque les quedan 30 años para jubilarse y se mire como se mire eso es un largo plazo en toda regla.

- ✓ 1.300 euros a PIAS (ver seguros) (también con límite de 8.000 euros por persona y año). Tendrán una fiscalidad muy ventajosa de salida que les irá de perlas. A poco que los planes de pensiones de bolsa les vayan bien tendrán una tela larga cuando se jubilen (muchos años, mucho dinero y activo más rentable a largo plazo) y los planes ayudan cuando aportas pero te machacan fiscalmente cuando te jubilas (tributan por trabajo en la parte general de la renta, ver capítulo planes) así que los PIAS se complementan a la perfección para este tipo de inversores.
  - ✓ con los 2.400 euros restantes de ahorro mensual, destinaria 1.800 a una cartera de fondos de inversión y de ETF de bolsa (algo muy diversificado, bolsa mundial, bolsa USA, Europa, emergentes) con una pizquita de materias primas a través de un buen fondo para diversificar y con los 600 restantes los invertiría renta fija a corto plazo para tener un rinconcito, por si las moscas... o por si cambian de opinión y tienen que comprar muebles para la habitación de los niños.
- 

Lo que acabas de leer es solo una idea, y como la inversión no es una ciencia, no se puede decir que una distribución de activos sea mejor que otra. Lo único que se puede hacer es gestionar el riesgo a través de la diversificación entre distintos activos y adecuar la cartera a la situación y preferencias del inversor.

## La tendencia es tu amiga

Y ahora quizás pensarás algo como “Estupendo, ya sé diseñar una cartera. Fin del trabajo”. Pues lamento ser un aguafiestas pero acabas de meter la pata hasta el fondo. Una de las decisiones más difíciles a las que te enfrentarás como inversor es cuándo y cómo hacer ajustes en tu cartera. No hay reglas fijas, ni siquiera consenso en el ámbito de la gestión de carteras profesional. Lo que vamos a ver no pretende enseñarte a predecir la evolución futura de los mercados para operar a corto plazo (como ya sabes, no creo mucho en la futurología) pero sí exponerte unas ideas, o al menos ofrecerte unas bases, para que puedas tomar decisiones cuando los mercados financieros se pongan revoltosos.

## Invertir con el ciclo

A algunos planificadores financieros expertos, eso de hacer cambios en la asignación de activos no les entusiasma en exceso. Desde luego, no les falta razón: ¿cómo vas a conseguir las rentabilidades promedio de cada clase de activo (ese 9 % en bolsa y 5 % en bonos) si haces cambios cada dos por tres?

Para la mayoría de planificadores financieros, las razones para modificar un plan de inversión siguen un razonamiento lógico que se basa en la idea de que la distribución de activos solo debería cambiar si modificas tu política de inversión. Y la política de inversión solo debería cambiar si modificas tus objetivos o hay

cambios en tu perfil inversor.



Imagina, por ejemplo, que estás casado, los dos trabajáis, en casa entran dos sueldos y tenéis una buena capacidad de ahorro. Pero, desgraciadamente, os divorciáis. Ahora hay dos casas que mantener, manutenciones que pasar, ya no se suman dos sueldos, hay más gastos... se ha producido un hecho en tu vida que, sin duda, te obliga a replantearte la política de inversión (y muchas otras cosas, pero ahí no voy a entrar).

En este caso, cualquier planificador financiero estará de acuerdo en amoldar tu cartera a la nueva situación. Pero con lo que buena parte de los planificadores no están de acuerdo es con cambiar la cartera por la mera actuación del mercado, que, dicho sea de paso, es lo que se hace continuamente en la vida real, tanto por la demanda de nuevas ideas por parte de los inversores, como por la tendencia de los profesionales a seguir a los mercados y la presión de la industria financiera por colocar nuevos productos. Como ves, todos los frentes empujan a hacer cambios: inversores, profesionales e industria financiera.



La idea que subyace tras la poca movilidad de la distribución de activos es que si, por ejemplo, tienes bolsa, sabes que unos años serán buenos y otros malos, y que, a muy largo plazo, deberías obtener una rentabilidad positiva cercana a los rendimientos históricos promedio (que, como sabes, es del 9 % para bolsas y del 5 % para bonos).

Entonces, ante los cambios en la situación del mercado, ¿nos quedamos quietos? Pues sí, pero para ello tenemos que diferenciar entre la asignación estratégica y la asignación táctica, que te explico a continuación.

### Asignación estratégica y asignación táctica

Tradicionalmente, la gestión de carteras ha diferenciado entre estos dos modelos de gestión (o asignación):

- ✓ **Asignación estratégica:** combina la estrategia de inversión (objetivos requeridos y nivel de riesgo asumible) con los rendimientos históricos de cada clase de activo para llegar a una asignación de activos idónea. Implica un periodo de maduración largo (cinco años como mínimo) y no se suele modificar por movimientos de mercado, sino por cambios en tu perfil

inversor. En general, se estipula un índice de referencia y se revisa de forma periódica para verificar el comportamiento que tiene la cartera respecto a tu referencia. A la diferencia entre la rentabilidad de tu cartera y el índice de referencia se le llama *error de seguimiento* o *tracking error* (para variar, se suele utilizar la expresión inglesa).

- ✓ **Asignación táctica:** consiste en las apuestas a corto plazo que puedes ir haciendo para ajustarte al mercado y obtener una rentabilidad adicional. En este tipo de gestión nos podemos desviar del índice de referencia y se concentra la búsqueda de Alfa (del que te hablo en el capítulo 13).

Cuando vayas a desarrollar tu política de inversión primero piensa en el largo plazo y largo plazo es estrategia. Lo primero es establecer la asignación estratégica o lo que es lo mismo: las grandes líneas en que va a estar distribuida tu cartera de inversión. Dentro de la asignación estratégica y, ahí sí, en función de la situación del mercado, irás haciendo ajustes en los activos que componen tu cartera; asignación táctica. Es frecuente que en los informes y folletos comerciales de tus fondos de inversión, la gestora te diga que es muy activa “haciendo TAA”; esas siglas significan *Tactical Asset Allocation* y se refiere a la asignación táctica que te acabo de comentar y que en español llano diríamos “ajustar la cartera”.



Política de inversión → Asignación estratégica → Asignación táctica

## Cuándo hacer cambios

La teoría está muy bien, pero seguramente esperas alguna indicación concreta de cómo y cuándo revisar tu cartera. Te voy a dar dos recetas. La fácil y la difícil. Yo no me quedaría con ninguna en especial, ya que son complementarias. La fácil se llama *rebalanceo* y es pura mecánica; la difícil se llama *invertir con el ciclo* y es puro arte.

## Pura mecánica: rebalanceo de la cartera



El rebalanceo de la cartera consiste en reequilibrar la proporción de bonos y bolsa que habías estipulado en tu asignación de activos, comprando la clase de activos que ha bajado y vendiendo la clase de activos que ha subido.



Seguro que con un ejemplo lo entiendes mejor: imagina que al inicio del año has decidido que tu porción de bolsa será del 40 % y la de bonos será del 60 %, con una cartera total de 100.000 euros. Si a lo largo del año la bolsa ha subido un 25 % y los bonos un 3 %, ¿cómo reequilibrarás tu cartera?

**Tabla 17-4. Rebalanceo de una cartera de bonos y acciones**

Cartera	Año 0	Año 1	Asset allocation resultante	Rebalanceo	Cartera	Reequilibrio del asset allocation
<b>100.000 euros</b>						
Bonos 60 %	60.000	61.800	55,28 %	+5.280 €	67.080	60 %
Acciones 40 %	40.000	50.000	44,72 %	-5.280 €	44.720	40 %
<b>Cartera</b>	<b>100.000</b>	<b>111.800</b>			<b>111.800</b>	

En la tabla puedes ver que la rentabilidad de la cartera del año 1 ha sido del 11,8 % (11.800 euros de beneficio sobre los 100.000 que habías invertido), pero con rentabilidades distintas para bolsa y bonos, lo que da como resultado que la distribución de activos ya no sea 40/60, tal como querías. Para rebalancear la cartera, tendremos que reducir el activo que ha crecido más e incrementar el que ha subido menos:

- ✓ Vender el activo que ha subido hasta llegar al nivel estipulado (en este caso, nos “sobra” bolsa): vendemos bolsa por 5.280 euros.
- ✓ Comprar el activo que ha bajado (nos “faltan” bonos): compramos bonos por el importe que hemos vendido bolsa.

Es decir, el dinero “de más” que hemos ganado en bolsa lo destinaremos a comprar bonos para que alcance nuevamente la proporción que queremos del 60 %.



Una vez has decidido tu asignación de activos óptima, el rebalanceo es simple mecánica financiera: vender lo que se ha disparado en nuestra asignación de activos y comprar el activo que se nos ha quedado por debajo de la proporción que le corresponde.

## Puro arte: invertir con el ciclo

En el capítulo 3 te he explicado que el ciclo económico y el ciclo financiero suelen tener distintos momentos en el tiempo. El ciclo financiero tiene su lógica, y captarla tiene más de arte que de ciencia. Recuerda que un mercado financiero puede estar en una de estas tres situaciones:

- ✓ Tendencia alcista: los precios suben.
- ✓ Tendencia bajista: los precios bajan.
- ✓ Tendencia lateral: no tienen una dirección definida.

Esto que parece tan fácil, en realidad no lo es, y la única (aunque importante) ayuda que tendrás es el análisis técnico (en el apéndice II te explico el abecé del análisis técnico, que incluye la detección de tendencias).

Para que puedas valorar en qué punto están los mercados al margen del análisis técnico, el ciclo financiero se puede dividir en tres fases para la tendencia alcista y otras tres para las tendencias bajistas.

Las fases de las tendencias alcistas de los mercados son:

1. **Acumulación:** la economía real está peor que nunca. No obstante, y sin que nadie sepa el porqué, la bolsa empieza a subir, con más miedo que vergüenza, pero va subiendo. Poco a poco y a veces sin demasiado volumen. Los inversores institucionales toman posiciones y la masa (me refiero a los inversores particulares), muerta de miedo, está fuera del mercado.
2. **Crecimiento:** la prensa empieza a hablar de que la economía va mejorando y empieza a entrar más dinero a la bolsa, que sube con fuerza.
3. **Distribución:** la buena marcha de la bolsa sale hasta en el telediario; todo va de fábula, las valoraciones están caras o muy caras y, como la masa no quiere perderse la fiesta, empieza comprar. Se dice que las acciones han pasado de las manos fuertes a las manos débiles (de los inversores institucionales a los particulares).

Las fases de las tendencias bajistas son:

1. **Corrección:** los mercados entrarían en una tendencia lateral (no está claro si suben o bajan). Dejan de subir, pero tampoco caen fuerte; unos días suben un poco y otros días bajan. Poco a poco, el peso de las bajadas empieza a ser más patente. Entonces los asesores solemos decir eso de que “es la corrección necesaria para depurar el mercado” y otras lindezas por el

estilo. Además, la economía real sigue dando buenos números. ¿Por qué preocuparse, entonces?

2. **Crisis:** la cosa va en serio. Las pérdidas duelen y, de repente, parece que la economía real tampoco va tan bien (se revisan los crecimientos a la baja). ¿Qué puedes hacer? Ya estás pillado.
3. **Pánico:** se producen caídas fuertes. La prensa reconoce que el chiringuito se ha ido a pique, los asesores recomendamos vender para salvar los restos del naufragio y tú tienes la sensación de que el mundo se acaba (el euro desaparece, España va a quebrar, etc.), así que vendes al precio que te dan y asumes un montón de pérdidas. En este momento, un buen día, sin hacer ruido y con un escenario malo en la economía real, las bolsas empiezan a subir porque las manos fuertes han empezado a comprar. Volvemos a la fase de acumulación y el ciclo se repite.

La inversión con el ciclo, o anticiparse a las fases que te acabo de describir (sería ideal vender antes de la corrección y comprar al final de pánico) es tan vieja como la vida. Era así cuando no habían ordenadores, es así con la tecnología más avanzada y seguirá siendo así cuando invirtamos desde Marte, porque la cosa no va de números: va de psicología humana.

Invertir con el ciclo es un arte, no hay una fórmula exacta que nos indique cuándo estamos en una fase u otra. En la vida real, las fases no son tan claras y rectilíneas como te las he explicado: hay recaídas, cambios drásticos (pasar de fuertes caídas a fuertes subidas y viceversa), movimientos erráticos difíciles de interpretar y, para más inri, cada fase puede durar desde pocos meses hasta años.

La mejor técnica para seguir el ciclo es el análisis técnico (encontrarás una breve introducción en el apéndice II), no tanto como estrategia predictiva, que ahí está el error de muchos analistas, sino simplemente para ver, en ese momento (vuelve a leerlo: en ese momento) qué hace el mercado.

## Para complicarte la vida (un poco más)

Como habrás visto, este capítulo es muy completito. Lo sé. Y donde digo completito seguro que se te ocurre alguna otra palabra menos fina. Pero te he explicado una de las partes más difíciles de la gestión de carteras y eso no es moco de pavo. Hay miles de profesionales superformados que cada día dedican su tiempo y energía a esto... y se equivocan, como todo hijo de vecino. En este apartado te voy a complicar la vida, pero estoy seguro de que lo que verás a continuación te hará crecer como inversor.

## El rebalanceo puede matarte



Imagínate que un inversor tiene una cartera 50/50 en el periodo 2000-2002. La parte de bolsa en Nasdaq y la otra mitad en bono americano (para facilitarlo un poco vamos a suponer que el bono no tiene rentabilidad). Ya sabes cómo funciona el rebalanceo, así que voy a ir por la vía rápida. Eso sí, recuerda que el Nasdaq perdió un 36,84 % en el año 2000, un 32,65 % en 2001 y un 37,58 % en 2002. En el momento inicial, la inversión tiene 50.000 euros en bonos y 50.000 en bolsa.

---

**Tabla 17-5. Rebalanceo de una cartera Nasdaq / bono americano entre 2000 y 2002**

---

	Año 0	Año 2000	Año 2001	Año 2002
<b>Total cartera</b>	100.000	81.580	68.262	55.436
<b>Bolsa</b>	50.000	40.790	34.131	27.718
<b>Bonos</b>	50.000	40.790	34.131	27.718

---

El primer año esta cartera perdió 18.420 euros (el 36,84 % de los 50.000 que teníamos en bolsa), se rebalanceó; el segundo año perdió 13.318 euros (el 32,65 % de 40.790 euros) y el tercer año perdió 12.826 euros (el 37,58 % de 34.131 euros). Nuestro amigo empezó con una cartera de 100.000 euros, hizo lo que la buena praxis de la gestión de carteras recomienda, rebalancear, y acabó perdiendo casi un 45 % de su patrimonio. Como hemos visto en el segundo capítulo, para recuperar una pérdidas del 45 %, nuestro amigo tiene que sacar un 180 % (no es un error tipográfico, tiene que obtener un 180 % para recuperar).



En un mercado bajista a largo plazo, el rebalanceo puede matarte. En un ciclo bajista, lo mejor es que actúen los *stop loss* y te alejes de las grandes pérdidas que luego cuestan mucho de recuperar.

## Perderse los mejores (y los peores) días



Un motivo, y de peso, para hacer pocos movimientos en la cartera es no perderse los mejores días de los mercados. El análisis de series históricas muestra que perderse los días que los mercados suben más es renunciar a buena parte de la rentabilidad de las carteras. Por eso buena parte de los expertos recomiendan seguir invertido incluso en las peores circunstancias.

A continuación te presento un estudio de Fidelity (uno de los líderes mundiales en la gestión de fondos) entre 1990 y 2006 que analiza varios supuestos: por un lado, estar siempre invertido y, por el otro, perderse los 10, 20, 30 y 40 días mejores de cada ejercicio. Es decir, por mover continuamente su cartera, seguro que algún inversor se perdió los días en que las bolsas subieron más. Lo vamos a ver en la bolsa americana S&P 500 y en la alemana DAX 30.

---

**Tabla 17-6. Rentabilidad media anualizada del periodo 1990-2006 perdiendo los mejores días**

---

	<i>Siempre dentro</i>	<i>Pierde 10 días</i>	<i>Pierde 20 días</i>	<i>Pierde 30 días</i>	<i>Pierde 40 días</i>
<b>S&amp;P 500</b>	11,50 %	8,10 %	5,40 %	3,10 %	1,10 %
<b>DAX 30</b>	9,40 %	4,60 %	1,00 %	-1,90 %	-4,30 %

---

Las matemáticas no son una opinión: perderse los mejores días supone renunciar a buena parte de la rentabilidad que ofrecen los mercados a largo plazo.

Te he dicho antes que este apartado es para complicarte la vida, pues prepárate, porque allá vamos. Michael Maubossin, director de inversiones de Legg Mason Capital Management (otra gran gestora de fondos), publicó un libro titulado *More than you know: finding financial wisdom in inconvenient places* (en español sería algo así como ‘Más de lo que sabes: descubre verdades financieras en lugares poco convencionales’). En él, estudia el comportamiento del índice S&P 500 entre 1978 y 2005 y llega a las siguientes conclusiones:

- ✓ El índice dio un rendimiento medio del 9,6 % anual (el rendimiento histórico a largo plazo).
- ✓ El inversor que se perdió los 50 mejores días, obtuvo un rendimiento medio del 2,2 % anual.
- ✓ El inversor que evitó los 50 peores días, obtuvo un rendimiento medio del 18,4 % anual.

El profesor del IESE Javier Estrada, en su trabajo titulado “Black swans and market timing: How not to generate alpha” (‘Cisnes negros y *market timing*: cómo no generar Alfa’) publicado en *The Journal of Investing* en octubre de 2008, nos dice: “En las 15 bolsas analizadas, dejar de cotizar en el mercado los diez mejores días hizo que el valor de las carteras fuera, de media, un 50,8 % menor que si se hubiera mantenido una inversión pasiva; y evitar los diez peores días hizo que el valor de las carteras fuera, de media, un 150,4 % mayor que si se hubiera mantenido una gestión pasiva”.

La lógica es fácil de comprender:

- ✓ Estar fuera del mercado los mejores días reduce la rentabilidad de forma significativa.
- ✓ Estar fuera del mercado los peores días aumenta la rentabilidad exponencialmente.

Seguro que te estás preguntando si hay alguna forma de saber cuáles son esos días en los que es mejor desaparecer y aquellos en los que hay que estar en primera fila. Lamento recordarte que la inversión tiene algo de ciencia y mucho de arte: nadie sabe qué pasará en el futuro. Lo cierto es que si perderse lo bueno es malo, estar en lo malo es peor.



Una forma racional de encarar estas incógnitas es a través de invertir basándonos en múltiplos: entrar cuando el PER es bajo (te lo explico en el capítulo 6) y tener cierto conocimiento de análisis técnico (ve al apéndice 2) para ver cuándo un mercado sube y cuándo baja. Poco más.

## **Capítulo 18**

---

# **Por qué Warren es uno de los hombres más ricos del mundo (y sí, es el Warren que te imaginas)**

---

### **En este capítulo**

- ▶ Quién es Warren Buffett
  - ▶ Cómo invierte Buffett
  - ▶ Qué puedes aprender de él
- 

“Compra solo aquello que estarías encantado de conservar aunque el mercado cerrara durante diez años.”

WARREN BUFFETT

### **Quién es Warren Buffett**

El señor Warren Edward Buffett es la tercera fortuna del mundo según la lista Forbes, solo por detrás de Bill Gates y Carlos Slim. Lo característico de Buffett es que ha llegado a esa posición no desde los negocios, sino invirtiendo en bolsa. Hace lo mismo que tú puedes llegar a hacer, pero con más dinero y más éxito.

Si has leído los 17 capítulos que preceden a este, el método de Buffett te sorprenderá: ni diversificación, ni teoría moderna de carteras, ni *asset allocation*, ni betas ni *ná de ná...* Buffett compra negocios, y para comprar un negocio se limita a analizar el que le interesa comprar. Punto.

### **Por qué dedicar un capítulo a Warren Buffett**

Warren Buffett no es seguramente el mejor inversor del mundo. James Simons, de Renaissance, ha tenido largos períodos por encima del 35 % anual, o las rentabilidades de George Soros o John Paulson (gestores de *hedge fund*) en algunas operaciones son sencillamente increíbles. Sin embargo, Buffett, con su 18 % anual de promedio a lo largo de 30 años, es uno de los mejores inversores del

mando por derecho propio (según la fuente que se consulte, la rentabilidad histórica de Buffett oscila entre el 17,50 y el 23 % anual a lo largo de más de 30 años).

¿Qué es lo que tiene de especial? Los tres inversores citados (Simons, Soros y Paulson) son gestores de *hedge fund* que utilizan estrategias y modelos de inversión no solo difíciles de replicar sino también difíciles de entender. Simons, por ejemplo, se licenció en matemáticas por el MIT y se doctoró en Berkeley (dos de las mejores universidades de Estados Unidos) y utiliza estrategias de inversión que no están a nuestro alcance. En cambio, veamos qué hace singular y digno de estudio a Warren Buffett:

1. No hace nada complejo a la hora de invertir. Compra acciones corrientes y molientes, de las que tú puedes comprar a través de tu banco, luego se sienta durante años a esperar que el mercado valore esas acciones por lo que él cree que valen y ya está. Sus métodos ni siquiera se acercan a la complejidad del analista financiero al uso. Hace algunos números (que te explicaré) y basta.
2. Es el filósofo de la inversión del siglo xx. Los informes anuales de Berkshire (su compañía inversora) son obras de arte de la literatura financiera. Se aprende más de los mercados leyendo sus informes que de muchos libros formales.

## **“Debería invertir en un negocio que hasta un tonto pueda dirigir, porque algún día lo hará”**

Antes de entrar en materia, es conveniente entender la formación de Buffett. Quien más influyó en él fue Ben Graham, su profesor de Columbia. Con Graham comprendió la fuerza de los números y la diferenciación entre el valor y el precio. Una de las máximas de Buffett es la siguiente: “Por alguna razón, las personas prestan más atención al precio que al valor. El precio es lo que se paga, el valor es lo que se obtiene a cambio”.

### **El oráculo de Omaha**

Warren Edward Buffett nació el 30 de agosto de 1930 en Omaha (Estados Unidos). Estudió economía en Columbia, donde tuvo a Benjamin Graham como profesor y eso cambió su vida. Nunca un profesor tuvo un alumno tan aplicado. Warren obtuvo un sobresaliente y se ofreció a trabajar gratis en la empresa de inversiones de Graham. La primera vez lo rechazó, pero al final acabó aceptando y Warren aprendió todo lo que Graham pudo enseñarle sobre la inversión en valor (puedes consultarla en el capítulo 5). Te preguntarás por qué te hablo tanto del profesor de Buffett. Pues bien, Graham es el autor de uno de los mejores libros de inversión que se han escrito en la historia: *El inversor inteligente* (publicado por Deusto). Si te lo quieres comprar será el dinero mejor invertido de tu vida, aunque, eso sí, es un libro para leer detenidamente, no para ojearlo en el

metro o el autobús; es para leer tranquilito y con lápiz y papel a mano.

En 1956, Buffett consiguió 100.000 dólares y logró que su familia y sus amigos pusieran otros 105.000. Con todo ese dinero fundó Buffett Associates. En su primera etapa, entre la fundación de la empresa y el año 1961, la bolsa americana subió un 74,3 %, mientras las inversiones de Buffett lo hicieron un 251 %. Había nacido un mito, y la empresa empezó a crecer. La fama de Warren como inversor se iba extendiendo por Omaha y la que entonces era su esposa, Susie, organizaba reuniones en su domicilio particular para que Buffett explicase sus métodos de inversión (me puedo imaginar a Buffett en plan reuniones de amas de casa de la época pero vendiendo inversiones en vez de fiambres). Luego, la cosa fue a mayores y cambiaron la casa por un restaurante llamado Rose's Lodge, donde, entre pollo frito y cervezas, Warren seguía captando clientes. El resto es historia.

Por cierto, para que entiendas la personalidad de nuestro protagonista, te voy a contar una curiosidad: se dice que, a pesar de ser la tercera fortuna del mundo, tiene un sueldo asignado de poco más de 100.000 dólares anuales y sigue viviendo en la misma casa que compró en 1958. Además, en 2006 Warren Buffett donó el 85 % de su fortuna a cinco fundaciones. La más beneficiada fue la fundación de Bill y Melinda Gates. De este modo, Buffett se ha mantenido fiel a una de sus ideas, ya que siempre ha dicho: "Creo que una persona rica debe dejar a sus hijos lo suficiente para que hagan algo pero no tanto como para que no hagan nada". Un verdadero *crack*, Mr. Buffett.

Con el tiempo, Buffett se dio cuenta de que el enfoque de Graham no le acababa de convencer (solo valoración numérica, cálculo del valor teórico del precio de la acción y mucha diversificación con carteras con 100 empresas y más) y bebió de las fuentes de Philip Fisher, un exitoso inversor de la época (y autor de otro libro de culto, *Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios*, también publicado por Deusto). De Fisher aprendió que, más allá de los números, solo debía invertir en empresas con un negocio excelente. El propio Buffett dijo: "Soy un 85 % Benjamin Graham y 15 % Philip Fisher", pero se le olvidaba otra gran fuente de inspiración que fue nada más y nada menos que John Maynard Keynes (no en vano, una de las principales escuelas económicas de nuestros días es el keynesianismo). Además de economista, Keynes fue un gran inversor, y Buffett aprendió de este la importancia de no diversificar y de gestionar una cartera muy reducida de unos pocos negocios que se comprendan a la perfección. Y sí, has leído bien, he dicho "no diversificar". En el informe anual de Berkshire de 1991, Buffett reproduce una carta que John Maynard Keynes escribió a un socio y que dice lo siguiente: "A medida que pasa el tiempo, cada vez estoy más convencido de que el método correcto de invertir es colocar sumas bastante grandes en empresas de las que uno piensa que sabe algo y en cuya dirección cree profundamente. Es un error pensar que uno limita su riesgo repartiendo demasiado entre empresas sobre las que sabe poco y en las que no tiene motivos especiales para confiar... El conocimiento y la experiencia están limitados y es raro que existan más de dos o tres empresas en un momento dado en las que yo me sienta calificado para poner en ellas toda mi confianza".

## Invertir como Warren Buffett

Hay muchos expertos que estudian la forma de invertir de Buffett y, desde luego, yo no me considero uno de ellos. Sin embargo, sí que he visto y analizado algunos aspectos de su filosofía de inversión que son, en mi opinión, los más relevantes:



- ✓ Invertir desde una perspectiva empresarial.
- ✓ El PER (ratio precio/beneficio) determina la rentabilidad de la inversión.
- ✓ Solo invertir a largo plazo en empresas dirigidas por gente honesta.
- ✓ Cartera concentrada en pocos valores.
- ✓ Decisiones siempre basadas en el propio criterio.

Vamos a desglosarlos uno a uno.

### Invertir desde una perspectiva empresarial

Buffett solo invierte en negocios que entiende y con beneficios predecibles a largo plazo. No invirtió en la burbuja puntocom, pues, como él mismo dijo, “no entendía lo que hacían” y si no tiene muy clara la actividad, la empresa no pasa el filtro. Buena parte de las inversiones de Buffett son en empresas que todo el mundo entiende lo que hacen, como Coca-Cola o McDonald’s.

Con el fin de sistematizar la búsqueda de empresas en las que invertir desde una perspectiva empresarial, Buffett las dividió en dos categorías:

- ✓ Empresas *commodity*: venden un producto basándose en el precio.
- ✓ Empresas excelentes: tienen un monopolio del consumidor (en inglés, *economic moat* o foso económico).

A Buffett no le interesan las empresas *commodity*, porque no tienen ventaja alguna en relación con el mercado ni en relación con el sector en el que operan, y suelen basar su existencia en tener menor estructura de costes que la competencia y poco más.

Por el contrario, las empresas excelentes tienen una ventaja competitiva: el monopolio del consumidor. Han conseguido algún atributo que las hace especiales, de modo que los consumidores no quieren cambiar de marca, sin importarles el precio que tengan que pagar por el producto. Una de las preguntas clave para Buffett es si es fácil competir con la empresa que está analizando. Así, antes de hacer su inversión estrella, Coca-Cola, la pregunta fue: ¿se puede competir con Coca-Cola? Otro razonamiento de Buffett es: si tuviese los derechos de una marca, ¿la banca me daría el dinero para relanzar la empresa?

Honestamente, pienso que es una gran pregunta: si tuvieses los derechos de McDonald's (otra inversión de Buffett), ¿no crees que los bancos te darían el dinero necesario para relanzar la empresa?



Buffett solo elige empresas con una fuerte ventaja competitiva (*economic moat*).

Además de las preguntas que te acabo de plantear, Buffett también considera los siguientes criterios:

- ✓ Prefiere que la ventaja competitiva esté formada por activos intangibles (valor de la marca) que por una fuerte inversión en bienes de equipo. ¿Por qué? Pues porque el equipo queda obsoleto y tiene que renovarse periódicamente, y eso afecta al beneficio de la empresa, por tanto, a la rentabilidad del accionista. Cuanto más dinero se necesite para mantener y renovar el equipo (en finanzas eso se llama *capex* o *capital expenditures*), menos dinero quedará para el accionista.
- ✓ Quiere que sus empresas estén poco endeudadas.
- ✓ Busca empresas con mucha liquidez para comprar otras que mejoren aún más su rentabilidad.
- ✓ Sus sectores preferidos para encontrar empresas excelentes son las que proporcionan servicios repetitivos al consumidor (medicinas, alimentación, tabaco, bebidas, prensa...).

Parece la carta a los Reyes Magos, pero es cierto que existen empresas de este tipo y Buffett las ha sabido encontrar: Coca-Cola, McDonald's, Wall Street Journal, Goldman Sachs, Marlboro, Wrigley...

## El PER determina la rentabilidad de la inversión

Si no tienes muy claro qué es el PER, lee el capítulo 6, donde te hablo de él, pero para refrescarte la memoria te diré que es el cociente entre el precio de la acción y el beneficio por acción:

PER= precio por acción / beneficio por acción

Sin embargo, Warren Buffett trabaja con la inversa del PER, o lo que es lo mismo: la rentabilidad de la inversión o el beneficio por acción / precio de la acción (beneficio por acción, BPA, o EPS, *Earning per Share*).



Para Buffett hay un mandamiento escrito a sangre y fuego en las paredes de su despacho: “El precio que pagues determinará si tu inversión va a ser buena o mala. Paga menos y obtendrás más, paga más y obtendrás menos”. La forma en que Buffett decide si un precio es alto o bajo depende del beneficio por acción. Considera de su propiedad los beneficios de la empresa: si la empresa ha ganado 3 euros por acción, Buffett considera esos 3 euros su rentabilidad, tanto si la empresa reparte dividendos como si no. El método de Buffett para predecir los beneficios futuros es simple: un sencillo análisis histórico.

**Tabla 18-1. Ejemplo de análisis de beneficio por acción**

Año	Empresa A – Beneficio por acción	Empresa B – Beneficio por acción
1	1,23 euros	0,52 euros
2	1,42 euros	1,27 euros
3	1,38 euros	0,23 euros
4	1,47 euros	2,25 euros

No es necesario sacar la segunda derivada para ver que la empresa A tiene un resultado predecible, mientras que la empresa B no. Buffett desecharía la empresa B y se quedaría con la A. Solo quiere empresas sobre las que pueda pronosticar el beneficio futuro con un alto nivel de probabilidad. Si no, prefiere no invertir. No he visto en ningún sitio que Buffett aplique medidas estadísticas, pero creo que se podría perfeccionar el sistema de forma muy sencilla calculando una desviación estándar (te lo explico en el capítulo 2), pero si a Buffett no le hace falta, a nosotros menos. La tendencia se puede ver a ojo.

Como te decía, el precio que pagues determinará la tasa de rentabilidad que obtendrás por tu inversión. Si Buffett paga 25 euros por la acción de una compañía y esa empresa gana 5 euros por acción, Buffett considera que la rentabilidad de su inversión es del 20 % ( $5/25 \times 100$ ). En términos de PER, tendríamos un PER 5 (25/5), estaríamos pagando cinco veces el beneficio de esa acción. A nuestro gurú no le importa si en ese momento el mercado no lo ve y la acción baja, o si los beneficios se quedan sin repartir. Buffet valora los beneficios de la empresa independientemente que esta los reparta como dividendos o los deje en las reservas para recapitalizarse. Le da igual.

Por el contrario, si el mercado está caro y por esa misma acción has pagado 40 euros, tu rentabilidad en términos *buffettianos* será solo del 12,50 % ( $5/40 \times 100$ ) y estarías pagando un PER 8. En cambio, si se ha producido una fuerte caída del

mercado, el momento ideal para Buffett, y has tenido la suerte de comprar barato, supongamos a 10 euros, tu rentabilidad sería del 50 % ( $5/10 \times 100$ ) y estarías en un PER 2.



Aunque Buffett lo enfoca como rentabilidad sobre inversión, si te es más fácil el PER puedes usarlo: a PER más bajo, mayor rentabilidad potencial de tu inversión.

### Tasa de crecimiento de los beneficios por acción

Otro aspecto que Buffett tiene en cuenta con relación a los beneficios es su tasa de crecimiento. Busca empresas con altas tasas de crecimiento del beneficio por acción, ya que es el principal factor que afectará a la cotización en el futuro.

Vamos a suponer que nuestra empresa, que gana 5 euros y cuya acción cotiza a 25 euros, conseguirá un BPA (beneficio por acción) del 10 % compuesto anual durante los próximos cinco años. Esto significa que estimamos que el BPA dentro de cinco años será de 8,05 euros por acción (en el capítulo 2 te explico cómo calcular el interés compuesto). Si el PER histórico de esta empresa (o sector) es cinco y estimamos que continuará así, Buffett diría:

Precio futuro por acción = PER estimado x BPA estimado

Entonces, en nuestro caso, el precio futuro por acción =  $5 \times 8,05 = 40,25$  euros por acción.

Si comparamos el precio por acción actual, 25 euros, con el precio de 40,25 que estimamos para dentro de 5 años, veremos que hay unas expectativas de beneficio del 61 %, que no está nada mal.



Recapitulemos: para invertir como Warren Buffet, hazte dos preguntas clave:

1. ¿Qué comprar? Es lo que te he explicado en el apartado “Invertir desde una perspectiva empresarial”, un poco más arriba.
2. ¿A qué precio? Es lo que te explico en este apartado.

El asunto del precio no es baladí: si Buffett encuentra una empresa excelente, dirigida por los mejores directivos del mundo, con un producto sin igual y unas perspectivas inmejorables... No la comprará si está cara. Buffett seguirá a la empresa y esperará una caída del mercado, cosa que sabe a ciencia cierta que llegará antes o después (es innato a la inversión: picos y valles, crisis y burbujas). No en vano, una de las características del estilo de Buffett es la paciencia: cuando selecciona una empresa, esperará el tiempo necesario para que el precio alcance niveles razonables a los que comprar: “La causa más habitual de los precios bajos es el pesimismo, a veces penetrante, a veces específico, hacia una empresa o sector. Queremos hacer negocios en un ambiente de esta clase, no porque nos guste el pesimismo, sino porque nos gustan los precios que produce. El optimismo es el enemigo del comprador racional”. Y si tiene paciencia para comprar, la tiene aún más para vender: “El mejor momento para vender una empresa excelente es nunca”.

Una de las grandes diferencias entre Buffett y su maestro, Graham, es que para este último no existía el filtro previo de qué comprar en el sentido *buffettiano* de “empresa de calidad”. Para Graham, qué comprar y a qué precio se resumen en una: se compra lo que está barato, más allá del sector o de las expectativas de futuro, pero sobre esta base se superpuso la influencia de Fisher: se compra lo que está barato... siempre que sea una buena empresa.

## **Invierte a largo plazo solo en empresas dirigidas por gente honesta**

Buffett hizo suyo el pensamiento de Ben Graham: “A corto plazo, el mercado es una máquina de votar que permite que el capricho, el miedo y la avaricia dictamen el signo de los votos. Pero, a largo plazo, el mercado es una máquina de pesar que valora una empresa según el peso de su valor intrínseco”.

Para Buffett, la honestidad no es un concepto para quedar bien ante la prensa; una de sus máximas favoritas es que “no se puede hacer un buen trato con una mala persona” y otra, la que encabeza este apartado “debería invertir en un negocio que hasta un tonto pudiera dirigir, porque algún día lo hará”. Ya ves, Buffett está dispuesto a que sus inversiones las dirijan incompetentes, ya que busca negocios a prueba de tontos (Coca-Cola se seguirá vendiendo la dirija quien la dirija y seguiremos comprando hamburguesas en el McDonald’s aunque el presidente sea un paquete). Sin embargo no tolera a las malas personas.



Con su método, ¿Buffett nunca se equivoca? Claro que sí, es un ser

humano. Ha tenido errores, y de los gordos, como Tesco, Dexter Shoes y otros. Pero para Buffett equivocarse no es que la acción fluctúe y pueda bajar temporalmente, sino que la compra no sea una empresa excelente. Cuando se equivoca, lo reconoce y se va. “Cuando te encuentres en un hoyo, lo más importante es no seguir cavando.”

## Cartera concentrada en pocos valores

Cuando alguien dice “un inversor solo debería diversificar sus inversiones cuando no entiende lo que hace”, está haciendo una declaración de principios, y si lo remata con “las grandes fortunas de este país no se forjaron con una cartera de acciones de cincuenta empresas. Las forjó alguien que reconoció un negocio fantástico” (ambas sentencias son de Buffett, claro) deja claro que la diversificación es para los inversores que no tienen las ideas claras. Al principio del capítulo te explicaba que Warren ignora la teoría moderna de carteras. Y el rechazo a la diversificación es una prueba de ello.

Cuando Buffett empezó a invertir siguiendo las enseñanzas de Graham, diversificaba su cartera en multitud de empresas y sectores: buscaba precio y poco más. El resultado no le gustó: no controlaba la cartera, no sabía lo que tenía y, peor aún, en más ocasiones de las deseadas compraba empresas malas, que si eran baratas en el momento de comprar, lo eran aún más cuando las vendía (son las trampas de valor o *value traps* de las que te hablo en capítulo 6).

La insatisfacción con el método de Graham llevó a Buffett a modificar su sistema de inversión hacia empresas excelentes e, influido por Fisher y Keynes, decidió concentrar su cartera en unas pocas inversiones excelentes. Uno de los mayores excesos de Buffett fue en la década de 1960, cuando, ante una caída muy importante de American Express, decidió invertir el 40 % de su capital para comprar el 5 % del banco. La jugada le salió bien y tuvo unas plusvalías muy elevadas, pero para jugarte el 40 % de todo tu dinero en una sola apuesta tienes que estar muy seguro... o ser Warren Buffett.



El pensamiento de Buffett es que, si el proceso está bien desarrollado (recuerda: 1. ¿Qué comprar?, y la respuesta es empresas excelentes con un monopolio del consumidor, y 2. Esperar al precio adecuado, aunque tengan que pasar años), el riesgo se reduce a la mínima expresión y puedes concentrar tu cartera en unas pocas inversiones muy buenas de empresas cuyo modelo de negocio entiendas.

Como dijo en una ocasión, no le gustan las inversiones-zoológico: “No puedo participar en cincuenta cosas a la vez. Con ese método de inversiones tipo ‘arca de Noé’ acabas teniendo un verdadero zoológico. Prefiero invertir cantidades significativas en unos pocos frentes”.

## Cómo convertirte a la iglesia *buffettiana*

El sistema de inversión de Buffett es fácilmente replicable en cuanto al proceso técnico, pero muy difícil en lo psicológico, dado que precisa del beneficio de un largo horizonte temporal. La forma de sacar provecho a las enseñanzas del maestro es la siguiente:

Busca acciones dentro de tu círculo de competencia de conocimiento: negocios que entiendas y marcas fuertes (recuerda que Buffett te preguntaría “¿Se puede competir con Coca-Cola?”). En general, deberías circunscribirte a acciones de tu entorno geográfico, en nuestro caso, a acciones españolas de negocios que conozcamos y, si quieras internacionalizar la cartera, grandes compañías (¿se puede competir con Danone?) o de un sector que conozcas muy a fondo (por un decir, “como dentista, conozco una pequeña empresa suiza que acaba de patentar los implantes dentales que se ponen al instante y a la mitad del coste actual”).

Haz una lista de las empresas excelentes que hayas seleccionado y revisa, a través de su PER si están en rango de compra o caras. Si tienes dudas, en el capítulo 6 encontrarás ejemplos de aplicación del PER.

Si tu selección no está en precio, toca esperar, y ahí necesitas la fuerza psicológica. Buffett optimiza las esperas invirtiendo su dinero en renta fija de bajo riesgo con liquidez inmediata (te hablo de la renta fija en el capítulo 4).

Si el mercado corrige porque se anuncia una recesión, porque hay una crisis política o porque en alguna parte del mundo se desata algún conflicto, compra. Segunda prueba de fortaleza psicológica: comprar cuando todos venden.

A partir de ahí, si, como Buffett, has acertado, tu trabajo será ver cómo crece tu dinero a lo largo de los años.

La fuerza psicológica que precisas para ser como Buffett se resume en dos premisas:

Esperar el tiempo necesario (años incluso) para que la empresa excelente que te gusta cotice a un precio atractivo.

Aprovechar las crisis y comprar cuando todos venden (sobre el papel es fácil, cuando quieras comprar en medio del pesimismo, ven y me lo explicas).

Gran parte de las citas de Warren Buffett que has leído en este capítulo las he sacado de un librito llamado *El Tao de Warren Buffett*, publicado por Alienta. Son las 125 mejores citas de Buffett, a cual mejor, comentadas. Se lee fácil, es divertido y muchas veces es más fácil acordarse de una cita que de una fórmula. Recomendable al ciento por ciento.

## Decisiones basadas en su propio criterio

No parece que a Buffett le importen los pronósticos que todos los días lanzan los

analistas de Wall Street (“el único valor de los pronosticadores de valores es hacer que parezca que los adivinos lo hacen bien”). De hecho, a su propia compañía de inversiones, Berkshire, no le interesa lanzar pronósticos sobre la economía: “Nunca hemos tenido, tenemos, ni tendremos opinión sobre la situación en la que se encontrará el mercado de valores, los tipos de interés o la actividad empresarial dentro de un año”. Esto es escuela austriaca pura (si no sabes de lo que te hablo, ve al capítulo 3): el mercado es impredecible y hacer pronósticos es perder el tiempo.

En cuanto al papel de los asesores financieros, tampoco parece que los tenga en gran estima: “Wall Street es al único lugar al que se va en un Rolls Royce para dejarse aconsejar por los que llegan en metro”.

Y si me atrevo a decir de alguien a quien no conozco que solo utiliza su propio criterio para tomar decisiones de inversión es porque afirma: “Mi idea de una decisión en grupo es mirarme al espejo” está todo dicho. Genio y figura.

## **Capítulo 19**

---

# **El gran reto que te espera: invertir en un mundo sin crecimiento**

---

### **En este capítulo**

- ▶ Los principales retos a los que nos enfrentaremos en los próximos años
  - ▶ Estrategias de inversión razonables en un entorno de tipos cero
- 

“El futuro tiene muchos nombres. Para los débiles, es lo inalcanzable. Para los temerosos, lo desconocido. Para los valientes, es la oportunidad.”

VÍCTOR HUGO

Antes de adentrarnos en este capítulo, quiero lanzar un aviso, bueno, en este caso dos. El primero es que estas páginas solo reflejan mi opinión. De hecho, ¿cómo se puede interpretar el futuro sin dar una opinión? Y el segundo es que te será muy útil, antes de proseguir, revisar los conceptos de economía del capítulo 3.

### **El mundo que viene es distinto**

No es mi intención ponerme en plan catastrofista y decir que vamos a tener un futuro negro, pero sí que va a ser, o ya está siendo, diferente de lo que conocemos. Y, en este caso, “diferente” no necesariamente significa “mejor”. En los próximos apartados veremos varios datos clave que marcan esa diferencia.

### **La Reserva Federal se ha quedado sin gasolina... pero Europa arranca con el depósito lleno**

En 2008, el balance de la Reserva Federal americana (FED) tenía aproximadamente un volumen de un billón de dólares (y aquí me refiero a billón español, a un millón de millones, un uno seguido de doce ceros). En estos siete años, la FED ha engordado mucho y en enero de 2015 su balance es de aproximadamente 4,5 billones de dólares. Estados Unidos decidió enfrentarse a la

crisis con una política monetaria muy expansiva que ha venido en llamarse QE o *Quantitative Easing* (programa de relajación monetaria o expansión monetaria). Ante un panorama de bajo crecimiento económico y baja inflación, tan baja que empieza a haber riesgo de deflación (los precios, en vez de subir, bajan) y cuando ya se han bajado los tipos oficiales todo lo que se podía y más, a un banco central le quedan pocas medidas que aplicar y quizás la más relevante es precisamente un QE. Un programa de expansión cuantitativa o QE consiste en que el banco central (en este caso la FED) compra activos financieros al gobierno (bonos) —en puridad también pueden comprarlos a las empresas— con lo que consigue inyectar liquidez en el sistema (inunda el sistema de dinero fresco) y también bajar los tipos de interés de mercado (aumenta la demanda de bonos, por lo que sube su precio y, en consecuencia, baja su rentabilidad) con lo que los bancos estarán más dispuestos a dar crédito a empresas y familias y así se reactivará la economía (y de paso se conseguirá que la inflación suba a niveles sanos).

El motor de la valoración de los activos financieros son los tipos de interés y el motor se está quedando sin combustible. Con los tipos a cero o próximos a esa cifra, queda poco margen. Para complicarlo más, los bancos centrales de Japón e Inglaterra (luego hablaré de Europa) han seguido políticas monetarias similares. Al bajar los tipos de interés a cero, subió el valor de la renta fija, el valor de las acciones y el valor del inmobiliario (si quieras tener más claro el impacto de los tipos de interés en todos los mercados financieros puedes leer el capítulo 3).

Pero la FED ya ha dejado de fabricar dinero. Los tipos ya no pueden ser el motor del crecimiento de los activos financieros y ahora los mercados dependen del crecimiento económico.

El 22 de enero de 2015 fue un día histórico. Es el día que el BCE (Banco Central Europeo) lanzó su primer programa (de verdad) de expansión cuantitativa. El BCE anunció un programa de compras masivas de deuda por 60.000 millones de euros mensuales (se estima que 45.000 millones serán para la compra de deuda pública y 15.000 millones para la compra de deuda privada). El QE europeo se ha puesto en marcha en marzo de 2015 y su duración prevista es, al menos, hasta septiembre de 2016. ¿El motivo? Fomentar el crecimiento económico y luchar contra la deflación que, a diferencia de Estados Unidos, en Europa es ya una realidad.

La Fed lanzó su primer plan de QE en noviembre de 2008 y el BCE en enero de 2015... la gran duda es si la gasolina europea llega a tiempo o el motor ya está gripado. La historia juzgará.

## **El new normal no es muy normal**

Algunos economistas norteamericanos han definido el nuevo ciclo económico que

nos está tocando vivir como “la nueva normalidad” o *new normal*. Es decir, ya no se piensa que estamos viviendo una crisis, sino que esto es lo que hay y así va a seguir. Este ciclo se caracteriza por:

- ✓ Largas periodos de estancamiento económico (*stagnation*), con crecimientos entre el 0 y el 2 %.
- ✓ Tipos de interés muy bajos (se fija como estándar un 2 %).
- ✓ Inflación muy baja, siempre inferior al 2 % y puntualmente negativa (deflación).

¿Y cómo hacemos para adaptarnos e invertir bien en el *new normal*?

## Es la demanda, estúpido

Clinton le ganó unas elecciones a Bush padre con un eslogan que decía “*It's the economy, stupid*” (‘Es la economía, estúpido’). Pues, de modo similar, el mundo occidental debe darse cuenta de que nuestro problema es, eminentemente, de demanda.



Mientras los gobiernos están enfascados en producir más, y cada vez más barato, perdemos de vista el verdadero problema: no hay demanda suficiente para que crezca la economía.

En una crisis de demanda, en el mundo no se produce demanda suficiente para consumir toda la oferta disponible (todos los bienes y servicios que se producen en el mundo). Algunos motivos que pueden explicar esta situación son:

- ✓ Niveles de endeudamiento muy altos. Las economías occidentales están excesivamente endeudadas. Se sigue hablando de la falta de crédito cuando el problema es el exceso del mismo. La crisis de 2008 vino, entre otras causas, por un exceso de apalancamiento (de crédito) y cuando los gobiernos, las empresas y las familias están muy endeudados es difícil que se sigan endeudando para invertir y consumir más.
- ✓ La tecnología está cambiando el sistema de producción a ritmos inasumibles para la población. Al teléfono le costó 35 años llegar al 25 % de la población, internet se mundializó en siete años y los *smartphones* sólo han tardado cuatro años. El cambio tecnológico está desplazando de sus puestos a trabajadores que se han quedado “obsoletos” en un mundo cada vez más tecnológico. Los modelos de negocio tradicionales se están quedando obsoletos. Relacionado con el punto anterior, la irrupción de los “nativos”

digitales” como consumidores (nacidos entre 1980 y 1990 que han crecido con una tableta bajo el brazo) está haciendo que algunos negocios, junto con sus trabajadores, desaparezcan del mapa. Las agencias de viaje son un claro ejemplar de cambio de modelo de negocio. Y si tuviera que arriesgarme, diría que dentro de diez o quince años no quedarán ni el 25 % de las oficinas bancarias de la actualidad.

- ✓ El poder de la demografía. En el mundo occidental, las tasas de natalidad son cada vez más bajas y la esperanza de vida, más alta. El consumo de una familia compuesta por dos adultos y dos o tres hijos en edad escolar no admite comparación con el consumo de una pareja de ancianos. Cada vez más, la proporción de mayores respecto de niños va en favor de los primeros. ¿Qué provoca eso? Un descenso del consumo.
- ✓ Bajo el axioma de la crisis y la austeridad, los salarios son cada vez más bajos y la capacidad de compra de la mayor parte de la población, mengua. Incentivar el consumo de la población con salarios cada vez más bajos es como intentar soplar y sorber a la vez. No se puede.



El principal factor de crecimiento de una economía moderna es el consumo; entre el 60 y el 70 % del producto interior bruto depende del consumo. En una economía de baja demanda, lo previsible es que los gobiernos hagan lo posible para que los tipos de interés se mantengan bajos durante mucho tiempo, es la única opción para que una población con salarios cada vez más bajos mantenga el consumo en niveles aceptables.

## Cada vez más desiguales

Thomas Piketty es un economista francés cuyo libro, *El capital en el siglo XXI* (editado por el Fondo de Cultura Económica de España), ha puesto el dedo en la llaga de uno de los problemas más graves de la economía moderna: la desigualdad entre las personas, pero esta vez analizada desde un punto de vista novedoso.

En este libro, Piketty estudia el impacto de la desigualdad no desde el nivel de ingresos, como se ha hecho históricamente, sino a través de la renta y el patrimonio durante los siglos XIX y XX. Otro aspecto diferenciador del análisis es que estudia el peso de las herencias dentro de la riqueza de un país. Así, Piketty sitúa la desigualdad en el centro de su análisis económico: “Hace mucho que deberíamos haber situado la desigualdad en el centro del análisis económico y empezar a hacer preguntas formuladas por primera vez en el siglo XIX”. En su trabajo demuestra que la desigualdad es inherente al capitalismo, y desarrolla dos variables, que son:

- ✓  $r$ ; las rentas sobre el capital, la rentabilidad.
- ✓  $g$ , el índice de crecimiento (*growth*).

¿Qué está pasando hoy? En períodos de bajo crecimiento, como el que vivimos, la renta sobre el capital, la rentabilidad  $r$ , es mayor que el crecimiento, la  $g$ . Y cuando esto pasa, son períodos en los que aumenta la desigualdad, ya que la riqueza de la minoría sigue aumentando mientras que el resto sigue empantanado en una economía que no crece.

¿Te suena? Aquí te dejo el titular de una noticia del 14 de octubre de 2014 publicada en el periódico *Cinco Días*: “Cada vez más millonarios en España: 460.000 personas hasta junio. Su número aumenta el 24 % en el primer semestre. La OCDE alertó a finales de 2013 de que había crecido la desigualdad”.

Este incremento del número de millonarios convive en la misma sociedad con las siguientes cifras:

- ✓ Más de un 10 % de hogares españoles sufren pobreza energética (no les es posible pagar los suministros necesarios para mantener condiciones ambientales saludables en el hogar).
- ✓ El 17,1 % de los menores de edad en España viven por debajo del umbral de la pobreza.

La situación de España, y del sur de Europa en general, refleja al ciento por ciento las teorías de Piketty, mientras que, por el contrario, no se ajusta tanto a la situación de los países ricos del norte de Europa, como Suecia o Noruega, cuyos sistemas de redistribución de la renta son mucho más eficientes.

¿Qué soluciones da Piketty? Pues, entre otras medidas, propone:

- ✓ Perseguir la evasión fiscal.
- ✓ Subir los impuestos a los que más tienen de forma más que proporcional.
- ✓ Aumentar los impuestos sobre las herencias.

Vamos, todas esas cosas que se dicen pero no se hacen.

## Qué pasa con Podemos

Por más que en el pasado reciente hayamos vivido situaciones impensables hace años, nuestra mente no está preparada para prever lo inesperado, y por eso tienen tanto impacto los cisnes negros (te hablo de ellos en el capítulo 16).

Un cisne negro es un hecho muy improbable y de consecuencias impredecibles. Aunque no nos lo parezca, cada vez se dan con mayor frecuencia. Para muestra, un botón:

- ✓ Desaparición de las cajas de ahorros en España. ¿Alguien se acuerda de que tenían el 52 % del mercado financiero español? La crisis del ladrillo se las llevó por delante.
- ✓ Quiebra de Lehman Brothers. Era un banco con beneficios de 6.700 millones de dólares en 2008 y casi 700.000 millones de dólares en activos. Desencadenó una caída de las bolsas del 40 % entre 2008 y 2009.
- ✓ Quiebra, en 2014, del mayor banco privado portugués, Banco Espírito Santo, tras haber superado holgadamente los test de estrés a los que había sido sometido y con auditorías limpias.
- ✓ Salida de Grecia de la eurozona. Hace unos años parecía imposible que un grupo político de nueva creación como Syriza gobernase Grecia. Eso era un claro cisne negro. Ya no lo es: hoy gobiernan. No pensemos que sea tan imposible que Grecia acabe saliendo de la eurozona.

Yo no sé qué pasa o pasará con Podemos y para no correr el riesgo de suponer ni interpretar nada, copio y pego algún punto del programa político con el que se presentaron a las elecciones europeas y que está colgado en su web:

- ✓ “Auditoría ciudadana de la deuda pública y privada para delimitar qué partes de estas pueden ser consideradas ilegítimas, para tomar medidas contra los responsables y declarar su impago”.
- ✓ “Recuperación del control público en los sectores estratégicos de la economía: telecomunicaciones, energía, alimentación, transporte, sanitario, farmacéutico y educativo, mediante la adquisición pública de una parte de los mismos, que garantice una participación mayoritaria pública en sus consejos de administración y/o creación de empresas estatales que suministren estos servicios de forma universal”.
- ✓ “Derecho a una renta básica para todos y cada uno de los ciudadanos por el mero hecho de serlo y, como mínimo, del valor correspondiente al umbral de la pobreza con el fin de posibilitar un nivel de vida digno”.

Dios me libre de emitir una opinión sobre la oportunidad o no de las medidas de un partido político. Cada uno es libre de pensar como le plazca. Lo que quiero es que te preguntes lo siguiente: si Podemos gobernase de forma mayoritaria o en coalición y aplicase a rajatabla su programa (sería el primer partido de gobierno que haría eso: aplicar el programa con el que ha ganado las elecciones ☺), ¿tendría consecuencias en la economía europea?, ¿acabaría impactando en tus inversiones? Creo que la respuesta a las dos preguntas es un “sí” rotundo.

La incertidumbre de potenciales cisnes negros no se acaba con Podemos y, sin entrar en posibles guerras por el mundo o ataques terroristas (qué me dices del Estado Islámico), se me ocurren algunas situaciones más cercanas (y previsibles) que podrían darse:

- ✓ Cada vez menos cisne negro, ascenso al gobierno de Podemos en España (y ojo, no estoy diciendo que sea bueno ni malo, cada cual lo valorará, lo único que digo es que las reglas del juego cambian y eso puede afectar a tu cartera de inversión).
- ✓ Aumento de movimientos secesionistas en algunas regiones de Europa. En septiembre hay elecciones en Cataluña y las posiciones de los partidos nacionalistas son las que son.
- ✓ Aumento de la inflación. Nos hemos acostumbrado a no sufrir presiones inflacionistas, pero la historia nos demuestra que la impresión de dinero siempre ha acabado en alta inflación. Para combatir la alta inflación, los gobiernos suelen subir los tipos de interés, lo que podría dar lugar al pinchazo de la burbuja de los bonos y... en Europa eso hoy es impensable pero al ritmo que están creciendo los americanos... tiempo al tiempo.
- ✓ Pinchazo de la burbuja de los bonos. La política monetaria, exageradamente expansiva, ha provocado la mayor burbuja en los precios de los bonos que se ha visto en la historia, solo hay que ver como Alemania tiene el bono a dos años en tasas de rentabilidad negativas y el diez años por debajo del 1,00 %. Si hay pinchazo en el precio de los bonos, la valoración de todos los activos se resentirá (bolsas e inmobiliario) y podríamos tener un potencial *crash* mundial.

## Invertir en un mundo bipolar

Dicen los psiquiatras que el trastorno bipolar se caracteriza por un estado de ánimo que va de la euforia a la depresión. Pues vete familiarizando con esta dinámica, porque así podría ser tu vida como inversor: un día los mercados estarán muy alegres y al día siguiente muy depresivos. Lo dice un premio Nobel.

Se trata de Paul Krugman, que publicó un artículo en *The New York Times* en enero de 2014 en el que, aprovechando que hablaba sobre los problemas económicos de Turquía (el artículo se titulaba “Talking troubled Turkey”), nos recordó que el mundo puede entrar en una situación de estancamiento secular (*stagnation*) y que, como inversores, es “una situación en la que la cantidad de personas que quiere ahorrar supera el volumen de inversiones que merecen la pena” y que el resultado del estancamiento prolongado será que “la economía mundial está destinada a balancearse entre las burbujas y la depresión”.

## Los tipos cero han venido para quedarse

Harry Markowitz, con su teoría moderna de carteras (te hablo de ella en el capítulo 16), nos enseñó la importancia de diversificar una cartera de inversión para reducir el riesgo, pero en los últimos tiempos están surgiendo nuevas tendencias en el mundo de la inversión que ya no siguen este modelo:

- ✓ Según la teoría moderna de carteras, los inversores se comportan de modo racional... (je, je, je).
- ✓ Las previsiones se hacen con rentabilidades tomadas en plazos muy largos y siempre positivos, cuando sabemos que hay períodos, décadas incluso, con rentabilidades negativas.
- ✓ En la teoría moderna de carteras hay una gradación del riesgo: activo libre de riesgo, bonos a corto plazo, bonos a medio plazo, bonos de alto rendimiento y acciones. El mundo de tipos cero nos está llevando a un modelo *risk on / risk off* sin gradación del riesgo y, yendo a extremos, posiciones sin riesgo y sin rentabilidad o posiciones con riesgo y rentabilidad, *risk on / risk off*.
- ✓ La teoría moderna de carteras no se construyó pensando en que la tasa libre de riesgo podría ser cero. Siempre se ha partido de la base de que el activo libre de riesgo daba una rentabilidad positiva y, en algunas épocas, incluso cercana a la inflación. Eso hoy ha cambiado: si no quieres riesgo, no conseguirás rentabilidad.



Una de las máximas más conocidas en finanzas es que las cuatro palabras más peligrosas son “esta vez es diferente”, frase atribuida al gestor de inversión John Templeton. Esta cita (en original es más divertida incluso: “*the four most expensive words in investing are: this time is different*” o ‘las cuatro palabras más caras al invertir son: esta vez es diferente’). Esta cita siempre se utiliza en sentido contrario: nunca es diferente y cualquier nuevo escenario es una repetición del pasado (crisis y euforias siempre ha habido y siempre habrán; no es cuestión de economía es cuestión de psique humana).

Pero hoy se puede afirmar con certeza, quizá por primera vez en la historia, que “esta vez es diferente”.

- ✓ En el mundo occidental, nunca habíamos tenido unos tipos de interés tan bajos durante tanto tiempo (y lo que te rondaré morena, al menos en la zona euro).
- ✓ Nunca la economía más importante del mundo, Estados Unidos, había tenido

un banco central con un balance tan *gordo* como el actual.

- ✓ Nunca, en tiempos recientes, el problema de las economías occidentales había pasado a ser de controlar la inflación a evitar la deflación.

## Estrategias para sobrevivir “bajo cero”

Nuestro mundo es el de los depósitos bancarios al 0,5 % y el de la deuda pública a corto plazo al mismo tipo (en octubre de 2014, el bono español a tres años estaba al 0,52 %). Admito que, si la inflación es negativa, aún vale la pena; es mejor que tener el dinero bajo el colchón (si la inflación es del –0,2 % y te pagan un 0,50 %, estás ganando), pero también debemos ser conscientes de que, a base del 0,5 % anual, difícilmente cubriremos nuestra jubilación o cualquier otro objetivo de inversión que nos pongamos.



¿Qué podemos hacer?

- ✓ Lo primero es rebajar las expectativas. Cambia de chip. Hoy, ser conservador no es buscar un 4 %. En 2011 había depósitos bancarios que pagaban el 4,80 %. Hoy te pagan el 0,5 %. ¿Esta vez es diferente? ¡Pues sí!
- ✓ En general, y salvo para los muy bolsistas, las estrategias de perfil bajo pueden ser las más recomendables: mayor búsqueda de rentas y menos esperanza en las plusvalías.
- ✓ Las cosas cambiarán, como siempre, pero el enfoque más sano es pensar que los tipos a cero han venido para quedarse, que no es algo coyuntural, que puede ser estructural y, por lo tanto, que va a durar mucho tiempo. Ha llegado el *new normal*, ¿recuerdas?

## Inversión direccional versus inversión compleja

El gran reto que tienes por delante es pasar de la inversión tradicional, o direccional, a la inversión compleja en la gestión del riesgo. Si no aceptas más riesgo, no obtendrás una rentabilidad aceptable.

Para que me puedas seguir, aclaremos estos términos:

- ✓ Por **inversión tradicional o direccional** se entiende una estrategia de inversión de activos comprados (posiciones largas, ganas cuando tu inversión sube).
- ✓ Por **estrategias complejas** se entiende una estrategia que combina la

inversión tradicional (posiciones largas) con posiciones cortas (activos vendidos en descubierto, ganas si pierde valor ese activo vendido en descubierto). (Si tienes dudas, échale un ojo al capítulo 11.)



En este contexto, la diversificación sigue siendo importante. Algunos gurús de la inversión, basándose en el modelo *risk on / risk off*, recomiendan carteras con activos extremos en cuanto a su riesgo: mercado monetario al 0 % y bolsa o activos de riesgo. En mi opinión, y con todas las críticas que se le puedan hacer a la teoría moderna de carteras, la diversificación sigue siendo tu salvavidas.

A continuación te sugiero algunas estrategias válidas para un perfil de inversor particular que, a mi entender, te servirán en el entorno actual, y que comprenderás con lo que te he explicado hasta ahora.

### Estrategia de rentas

La primera estrategia que te propongo no es compleja. De hecho, es de las más antiguas, la que seguían nuestros “abuelos” inversores en los inicios del capitalismo, antes de que los fondos de inversión se lo llevasen todo por delante. Consiste en:

- ✓ Comprar bonos para mantenerlos a vencimiento cobrando cupones. (En el capítulo 4 has visto cómo funciona la renta fija.) Si compras un bono de un buen emisor, que no vaya a quebrar, y lo mantienes hasta su vencimiento, cobrarás los cupones del bono cada año y, a vencimiento, recuperarás tu dinero. Puedes jugar con la curva de tipos, tanto en el plazo del bono como en la calidad del emisor (muy solvente, moderadamente solvente, ay, ay, ay, o me la voy a pegar pero me la juego). Actualmente (te hablo de octubre de 2014), se pueden comprar bonos de grandes empresas por encima del 3 %, aunque, eso sí, no son empresas de grado de inversión, sino de especulación.
- ✓ Comprar acciones de alta rentabilidad por dividendo (te la explico en el capítulo 6). Busca acciones de grandes empresas, solventes y que, más allá de la fluctuación de la bolsa, no dudes de su viabilidad futura. Por ejemplo, en enero de 2015 en nuestro Ibex 35 hay 18 empresas con una rentabilidad por dividendo superior al 3 % y en el Eurostoxx 50 podemos encontrar hasta 36 compañías que ofrecen ese cupón.
- ✓ También puedes desarrollar las estrategias anteriores vía fondos de inversión: fondos que inviertan en acciones de alta rentabilidad por dividendo, fondos de renta fija cerrados (compran los bonos y el fondo se

cierra hasta vencimiento) o fondos de renta fija o de acciones que repartan rentas (se les llama fondos de reparto, por contraposición a los fondos “normales”, a los que técnicamente se llama “fondos de acumulación”).

## Estrategia de retorno absoluto

Soy de los que piensan que el retorno absoluto real solo puede encontrarse en *hedge funds* de verdad (en el capítulo 7 te explico todo lo que necesitas saber de los *hedge funds*). Pero, como para invertir en *hedge funds* de verdad necesitas enormes cantidades de dinero, y no todos somos como el jugador de la lotería de Bilbao del chiste (aquel al que le tocan 100 millones de euros pero no se alegra demasiado porque es el reintegro de “*lo jugao*”), nos conformaremos con el sucedáneo, una categoría de fondos de inversión en la que todos podemos invertir dentro de la categoría de “retorno absoluto” y, aunque cueste, se puede encontrar alguna perla.

- ✓ Un fondo de retorno absoluto utiliza estrategias de inversión complejas, tanto posiciones largas (compra de activos que el gestor cree que van a subir) como venta en descubierto de activos que el gestor cree que van a bajar.
- ✓ Un fondo de retorno absoluto no va, o no debería ir, vinculado al mercado, es decir, no debe tener índice de referencia. Puede estar abierto a toda clase de activos (bolsa, bonos, alternativos) y, en general, suelen tener un objetivo de rentabilidad muy claro y una limitación al riesgo máximo que se va a asumir. Un ejemplo sería un fondo que indique que su objetivo es batir al EONIA en 400-500 puntos básicos con un riesgo máximo del 5 % (es la descripción de un fondo real). Toma el EONIA (el Euribor a un día) como referencia de activo libre de riesgo y el fondo tiene que dar entre un 4 y un 5 % de rentabilidad por encima de este. Además, el gestor tiene limitado el nivel de riesgo que puede asumir al 5 % (desviación estándar, te hablo de ella en el capítulo 2).
- ✓ Que un fondo de retorno absoluto tenga un objetivo de rentabilidad no significa que sea garantizado. Puede darla o no darla (y por desgracia pasa más lo segundo).



Para ver un ejemplo concreto (y ojo, es solo un ejemplo, no una recomendación de inversión), echemos un vistazo al fondo Bantleon Opportunities FI, que se define como un fondo de rentabilidad absoluta que gira en torno a “bonos de alta calidad”. Hasta aquí bien, sabemos qué son los bonos de alta calidad (grado de inversión), pero ves una muestra de su cartera y te encuentras lo

siguiente (fuente Morninstar enero 2015):

	<b>% largo</b>	<b>% corto</b>	<b>% patrimonio</b>
<b>Acciones</b>	41,25%	0	41,25%
<b>Bonos</b>	98,09%	22,75%	75,33%
<b>Efectivo</b>	26,78%	43,37%	-16,59%

Como ves, la estrategia que utiliza un fondo de retorno absoluto no es replicable por un inversor particular. Recuerda que *efectivo* no son solo billetes en la cartera, aquí se refiere a los activos del mercado monetario (bono con vencimiento hasta 18 meses). Si lo hacen bien, estos fondos se ganan sobradamente su comisión ya que aquí hay gestión activa de verdad.



Los fondos de retorno absoluto a los que podemos acceder con bajos importes son sucedáneos de los *hedge funds* de verdad. Hasta la fecha no han tenido, en general, un buen comportamiento, si bien, como es una vía natural para canalizar la inversión en un mundo de tipos cero, las gestoras tendrán que espabilarse y gestionar mejor esta categoría de fondos que puede, y debe, ser una de las categorías estrella de fondos en los próximos años.

### Estrategia multiactivos



Esta es la nueva palabra de moda: “multiactivos”. Son los fondos mixtos de toda la vida, o lo que es lo mismo, fondos de inversión que combinan bonos y acciones en distintas proporciones.

Por qué ahora se les llama multiactivos tiene más de marketing que de innovación financiera. Si eres un inversor que lleva tiempo en esto y te hablan de fondos mixtos quizás pienses “uf, otra vez lo mismo”, pero si el gestor te habla de “fondos multiactivos basados en el *tactical allocation*” quizás pienses “ostras, una novedad al alcance de los tíos listos como yo”. Pues no, te están vendiendo el mismo perro con distinto collar.

Un fondo multiactivo que hace *tactical allocation* es un fondo mixto de toda la vida que combina liquidez, bonos y bolsa y que el gestor ajusta según la evolución y perspectivas del mercado. Tal como decía en el capítulo 17, reconozco que decir *tactical allocation* suena mejor que “el gestor ajusta” pero se trata de que

todos entendamos de qué va la cosa. Y no te confundas y creas que esta estrategia no me gusta. En enero de 2014 publiqué en mi blog ([www.angelfaustino.com](http://www.angelfaustino.com)) un post llamado “El *jab* de las finanzas: fondos mixtos” donde te hablo de lo bien que se ajusta esta categoría de fondos a la mayor parte de inversores y lo mucho que me gustan como comodín dentro de una cartera. De hecho, ¡soy un fan de los (buenos) fondos mixtos!

Siguiendo a Morningstar (plataforma de información financiera de la que te he hablado varias veces) podemos dividir los fondos mixtos hasta en tres categorías:

- ✓ **Mixtos defensivos:** sobreponerán la renta fija, los bonos.
- ✓ **Mixtos agresivos:** sobreponerán la bolsa.
- ✓ **Mixtos flexibles:** el gestor tiene libertad para modificar la cartera como le plazca; es decir, si cree en el potencial de la bolsa, comprará más bolsa; si ve riesgos, comprará más renta fija.

### Estrategia Smart Beta

Es la última novedad que nos viene de la mano de los ETF (búscalos en el capítulo 15). De forma muy sintética:



Si un ETF replica un índice, el *smart beta* modifica la ponderación que toma del índice en función de criterios numéricos y de análisis fundamental. En los ETF y a diferencia de los fondos de inversión la opinión del gestor no cuenta. Siempre números.

Te voy a poner dos ejemplos:

- ✓ PowerShares Buyback Achievers (PKW) es un ETF que invierte en empresas que tienen un programa de recompra de sus propias acciones y que han efectuado una reducción neta de capital del 5 % o más en los últimos 12 meses. ¡Este ETF le encantaría a Warren Buffett (inversor al que dedico el capítulo 18), un fan de las acciones con programas de recompra de cartera! Y ¿sabes por qué? Pues porque a igual beneficio, cuantas menos acciones haya en circulación, más beneficio por acción.
- ✓ Guggenheim Equal Weight ETF (RSP). El S&P 500, el mayor índice de bolsa mundial, es un índice de capitalización bursátil que se obtiene multiplicando el precio de la acción por el número de acciones, de modo que las mayores empresas pesan más. En cambio, en este ETF todas las acciones pesan lo mismo: 0,20 %, con lo que se reduce el sesgo hacia las

mayores empresas del índice y, de este modo, se consigue aumentar la rentabilidad potencial de la inversión al equiparar el peso de las grandes empresas con las del resto del índice. Por ese mismo motivo disminuye el riesgo de concentración (no hay concentración en las grandes como en el índice normal) con lo que la diversificación es mayor y ya sabes que a mayor diversificación menor riesgo.

El *Smart Beta* mejora los criterios de ponderación de los índices para obtener una mejor relación rentabilidad-riesgo que la que ofrece el propio índice.

En el mundo financiero, cada año aparecen nuevas teorías que prometen mejorar las formas de inversión conocidas. La mayoría desaparecen una vez pasa la moda (¿alguien se acuerda de la inversión GARP, de los *Reverse Convertible* o de los productos garantizados?). Pero los *Smart Beta* han venido para quedarse. Tiene sentido tomar un índice y buscar la forma racional y cuantitativa de mejorarlo.

## **Parte VI**

# **Los decálogos**

## **En esta parte...**

Los cinco capítulos de esta parte recogen y sintetizan información y consejos que se desprenden de la filosofía de este libro, pero, organizados en sencillas listas, te resultarán más prácticos. En el capítulo 20 te describo diez hábitos que normalmente no se explican y que, a mi juicio, caracterizan a los inversores de éxito. A continuación, te doy diez consejos para que disfrutes más de tu jubilación. Le sigue una recapitulación de los diez errores que te pueden costar más caros en tu carrera en la bolsa. Y cierro los decálogos con un curioso capítulo sobre nuestros errores más castizos, recopilados por la EFPA y con una selección de los que, a mi juicio, son los recursos y fuentes de información que te pueden ser más útiles como complemento para este libro.

## **Capítulo 20**

---

# **Diez hábitos extra que te convertirán en un inversor de éxito**

---

En el capítulo 23 te presento los que, a criterio de EFPA España (European Financial Planning Association), son los diez errores más comunes de los inversores españoles. Como allí encontrarás sintetizado buena parte del conocimiento financiero convencional y de las buenas prácticas de los inversores, en este he intentado pensar un tanto *out of the box* (es decir, aplicar el pensamiento creativo, no convencional). Por eso, las habilidades que te describo a continuación no suelen ser las que verás reflejadas en la prensa o en webs especializadas, pero son las que creo que te ayudarán a marcar la diferencia.

### **Lee los contratos antes de firmarlos**

Tildar a la banca de todos los adjetivos negativos habidos y por haber es uno de los deportes de moda nacionales. Los “demonios” más populares en España son “la casta” y “los bancos”.

No pretendo hacer un alegato a favor de la banca, pero lo cierto es que nadie te obliga a invertir en nada que tú no quieras. Que yo sepa, ningún banco puso una pistola en el pecho a ningún cliente para que comprara preferentes, ni tampoco lo hizo para que suscribiese esa salida a bolsa que tan buena publicidad recibió en los medios (y ya sabes a cuál me refiero, ¿verdad “bankero”?).

Lo que ocurrió en episodios como el de las preferentes y otros es que se produjeron malas prácticas informativas. Y me atrevo a exponerlo como afirmación porque no es mi opinión; lo dice la CNMV en su memoria de reclamaciones de 2012: “Las entidades reclamadas no acreditaron la obtención de información sobre la experiencia y conocimientos de los clientes o su perfil inversor en la fase previa a la adquisición de los valores, o se ha puesto en evidencia una utilización inadecuada de la misma”.



Si bien es cierto que pueden existir malas prácticas informativas, también lo es que está en tu mano evitarlas si haces los deberes. Debes leer a fondo todos los documentos y contratos relacionados con la inversión que pretendes hacer y no quedarte con una explicación de cinco minutos que te dan —y que a ti ya te va bien, no nos engañemos— en la oficina de tu banco.



Siempre debes leer cualquier contrato antes de firmarlo. O lo que es lo mismo:

- ✓ No se lee después de haber contratado el producto, “cuando tenga tiempo”.
- ✓ No se lee después, cuando ya tienes un marrón y entonces sí que te interesas.
- ✓ No se lee después, cuando pierdes hasta la camisa y ves que el contrato alertaba en treinta y siete cláusulas de los riesgos de la inversión (da un poco de vergüenza poner una reclamación judicial: “Mire Señoría, yo, es que tengo un defecto congénito: firmo las cosas sin leerlas, es algo de nacimiento...”).
- ✓ Y muy importante: el contrato debe coincidir con lo que te explican de palabra, porque en caso de duda lo que vale es el contrato y no la palabra (si te explican que funciona “como un depósito”, en el contrato debe decir que ES un depósito y no una “emisión de deuda perpetua”).

## No des nada por sabido

Permíteme felicitarte porque, si estás leyendo este libro, es para evitar este punto: no dar nada por sabido.

Si evitamos la parte matemática y los tecnicismos, las finanzas personales (no las finanzas corporativas, las de la empresa, que son otra película) no son tan diferentes a los coches, el cine, la cocina, las *celebrities* o el fútbol: todo el mundo sabe algo y todo el mundo tiene su opinión propia.

En 2014, EFPA realizó una encuesta entre sus asesores financieros certificados y obtuvo algunos resultados francamente alarmantes:

- ✓ Un tercio de los ahorradores europeos no entiende los conceptos financieros y muestra poco interés en recibir información detallada de los productos (yo

añadiría que, si “muestra poco interés en recibir información detallada del producto”, de leerla ya ni hablamos).

- ✓ Cinco de cada diez ahorradores europeos aceptan cualquier recomendación y asignación de activos, sin cuestionar a sus asesores financieros.



Ayúdame a ayudarte: cuando interactúes con tu asesor financiero —y digo “interactúes”, es decir, que tú actúes “junto con” tu asesor—, expresa tu opinión, antes de ir a verle lee lo que pasa en la economía y fórmate tus propias ideas de inversión. No des nada por supuesto:

- ✓ No olvides que el asesor del banco es, ante todo y sobre todo, un vendedor. Eso no es necesariamente malo, siempre y cuando la propuesta de ventas se adecue a tus necesidades y no a las suyas (cubrir sus cuotas de ventas). Quiero advertirte también de que, si el del banco es más un vendedor que asesor, es porque tú quieras su asesoramiento “gratis”. Lo siento, no hay nada gratis y el asesoramiento financiero tampoco lo es. Si en los países de mayor cultura y tradición inversora, como Estados Unidos e Inglaterra, el asesoramiento financiero que manda es el independiente y es de pago será por algo...
- ✓ Lo de fuera es mejor: desgraciadamente es un defecto superespañol. Si los Audis los fabricaran en Talavera de la Reina, dejarían de venderse. Queremos que ponga *made in Germany* y que, al abrir la puerta, nuestras fosas nasales se impregnén de olor a alemán. En el mundo financiero nos pasa lo mismo, con la salvedad de que queremos que el olor sea anglosajón o suizo. Muchas veces, ante un nombre en inglés, nos plegamos sin cuestionarnos demasiado. Por buena y grande que sea una casa de inversión, y por muy americanos que sean los gestores, tú sigue haciendo los deberes y empieza siempre tu análisis con un enfoque crítico, y da igual que el producto que tengas delante se llame Fondo Español y gestionado desde la calle Alcalá, con la falda *almidoná* y promocionado por Pepe García, que Spanish Strategic Income for Super Heroes, gestionado desde Wall Street y promocionado por Spiderman. Haz los deberes.
- ✓ Los gurús y la prensa también se equivocan. No es que de tanto en cuanto se equivoquen, es que cuando alguien da su opinión todos los días sobre todas las cosas, se equivoca más veces de las que acierta.



En última instancia, solo tú eres responsable de tus inversiones.

## Para el largo plazo: be contrarian my friend

La inversión *contrarian* tiene muchos seguidores, aunque más en la teoría que en la práctica. Parece fácil, pero no lo es. Reducida a la mínima expresión, se podría definir en “vende cuando todos compren y compra cuando todos vendan”.

Una imagen vale más que mil palabras. A continuación te presento el gráfico del índice español Ibex 35 de los últimos años. El punto de máxima oportunidad se da en los suelos (identificados con un círculo) y el punto de máximo riesgo se da en los techos (identificados con un rectángulo).



Fuente: [www.ProRealTime.com](http://www.ProRealTime.com).

**Figura 21-1:**  
Índice Ibex 35, de 2001 a 2014

Parece fácil, ¿verdad? Pues nada más lejos de la realidad. Y si no, te invito a leer el quinto punto del decálogo. Por cierto, cuando leas este libro, ya sabremos si el último rectángulo ha sido un techo o no (este gráfico es del cierre del viernes 12 de diciembre de 2014).



Comprar buenos activos cuando cunde el pánico suele dar, a la larga, muy buenos resultados, pero sin el beneficio del tiempo es una estrategia peligrosa.

## Para el corto plazo: the trend is your friend

Si estás pensando que me contradigo, te adelanto que no. Una cosa es el largo plazo y otra el corto. Como inversor no deberías especular, pero una cosa es especular y otra aprovechar una tendencia que puede durar años. Si a largo plazo la estrategia *contrarian* ofrece grandes resultados, a corto plazo es un suicidio. A corto plazo debes limitarte a escuchar al mercado para que te diga si sube, baja o si no lo tiene claro (si quieres ampliar este punto, te remito al apéndice 2, dedicado al análisis técnico). Observa el siguiente gráfico.



Fuente: [www.ProRealTime.com](http://www.ProRealTime.com).

**Figura 21-2:**  
Evolución del Nasdaq 100 entre 2009 y 2014

Imagina que estamos en 2009 y tienes un dinero que quieras invertir en bolsa americana. Pero como eres un inversor muy largoplacista, esperas que el mercado caiga, porque eres un tipo disciplinado y sabes que algún día caerá, y también sabes que las grandes caídas son la mejor oportunidad para invertir a largo plazo... Además, leíste un libro de un chalado que te decía que fueras *contrarian*, pues tú decides esperar hasta que caiga.

Pues amigo, en diciembre de 2014 seguirías esperando. Si una tendencia es clara y

fuerte, no pierdas el tiempo, coge la ola y surfea (y si cuando leas esto ha caído, no seas el pesado del “ya lo decía yo”, que el gráfico lleva seis años de subida continua).



A corto plazo, la tendencia es tu amiga.

## La disciplina y el control de las emociones cuentan más que los conocimientos



En el tercer punto hemos visto que, a priori, invertir parece fácil. Sin embargo, lo difícil no es saber qué hacer, sino controlar el exceso de emoción.

Ya sé que tú no eres de estos, pero si contara la de inversores a los que he visto perder dinero por los más variopintos motivos no te lo creerías:

- ✓ Inversores que se apalancan —piden prestado— para obtener más rentabilidad sin tener mucha idea de lo que hacen.
- ✓ Inversores que concentran buena parte de su dinero en una sola inversión de alto riesgo para ganar mucho y rápido.
- ✓ Inversores que compran lo que más sube sin tener idea de lo que es.
- ✓ Inversores que van buscando continuamente la moda más exótica porque “va a ser un bombazo” (en su día lo fue el uranio, ahora es el grafeno, mañana...).



La clave de la inversión antiinfartos es tener un plan y disciplina para seguirlo. Si algún día te da por probar cosas nuevas —somos humanos, al fin y al cabo—, hazlo, pero te pongo dos condiciones:

- ✓ Sé plenamente consciente de que es algo nuevo que no forma parte de tu (sólido) plan inversor.
- ✓ Que sea una cantidad que en caso de naufragio —cosa harto probable— no te ahogue.

## Incorpora activos alternativos a tu cartera



El capítulo 7 está dedicado a los activos alternativos: inversión en bienes inmuebles, *hedge funds*, materias primas y capital riesgo. Recuerda esto:

- ✓ Está demostrado que, a largo plazo, reducen el riesgo de una cartera.
- ✓ En función del ciclo económico pueden ser, además de un reductor del riesgo, un motor de rentabilidad (aunque hay periodos en los que el motor se gropa).
- ✓ Las grandes universidades americanas están invirtiendo muchísimo dinero en activos alternativos a través de sus *endowments* y la historia muestra que, en cuestión de inversiones, saben lo que hacen.
- ✓ A través de fondos de inversión y de ETF tienes la posibilidad de tomar exposición a cualquier clase de estos activos en cualquier lugar del mundo.

¿A qué esperas?

## Piensa en el riesgo y luego en la rentabilidad

Para convertirte en un buen inversor necesitas ser un poco cenizo. Déjate de pensamiento positivo y cantos de sirena. Cuando inicies un plan de inversión no quiero que pienses en cuánto vas a ganar. Ganar será el resultado de hacer las cosas bien y tener el tiempo suficiente por delante, pero no te lo plantees, desde el inicio, como la cuestión clave.

Lo más importante, y en lo que quiero que pienses, es en cuánto puedes perder y cuáles son los riesgos de las inversiones que te estoy planteando.

Y otra cosa: la reflexión que te recomiendo es previa, anterior, precedente, no cuando ya estés invertido y lleves perdido el 20 %.



Si no lo tienes claro, te recordaré la aritmética de la inversión:

- ✓ Si pierdes un 25 %, necesitas algo más de un 33 % para recuperarte.
- ✓ Si pierdes un 50 %, necesitas un 100 % para recuperarte.
- ✓ Si pierdes un 70 %, necesitas un 333 % para recuperarte.

Invita a la prudencia, ¿verdad?

## El secreto es que no hay secreto

Te compras tu periódico favorito el sábado y en el suplemento de economía lees “cinco valores estrella de la bolsa española para encarar el nuevo año” y te pones a analizarlos (si es que no te lanzas a comprarlos directamente, aunque espero que, después de leer este libro, nunca hagas lo segundo). El domingo compras otro periódico porque el suplemento de deportes te gusta más, pero tienes la mala idea de hojear la sección de economía y lees “bolsa americana: la mejor inversión”. Ese domingo por la noche, consultas tu página favorita sobre inversiones en internet y lo que dice es “materias primas para el próximo trimestre” y antes de irte a dormir revisas el boletín de inversión que te envía tu banco y ves que te recomiendan salir de la bolsa y comprar bonos de la zona euro como inversión estrella.



Amigo, si vas a invertir siguiendo los medios de comunicación, acabarás con una úlcera o peor, con una camisa de fuerza. Recuerda, lo sencillo es mejor que lo complejo, y lo sencillo es diseñar un plan de inversión acorde a tus objetivos personales, que se ajuste a tu nivel de riesgos y, sobre todo, que tenga el tiempo suficiente por delante para madurar. Y nada más.



El secreto de la inversión es que no hay secreto. Se trata de diversificar y controlar los riesgos. Punto.

## Toma tus decisiones de inversión siguiendo criterios de inversión



Con frecuencia, el inversor particular comete dos pecados veniales de forma recurrente y que tú deberías controlar:

- ✓ Invertir por criterios fiscales: Desconozco los motivos pero, muchas veces, tanto en inversores como en asesores profesionales, prima una visión fiscal antes que financiera. Sin embargo, lo primero tiene que ser acertar con el

plan inversor. Por supuesto optimizar la fiscalidad todo lo que se pueda es conveniente... pero primero ganar dinero. Es decir, en mentalidad hispana, perder es malo porque pierdes y ganar también, porque pagas impuestos. Lo más retorcido es cuando te cuentan que haber perdido es “casi bueno” porque es “deductible en tu renta” y “en realidad hay un ahorro en el pago de impuestos que sin las perdidas no tendrías...”. Je je, exagero, pero lo justo. Cuando explotaron las puntocom, y después de la crisis 2008, las estrategias de marketing del sector financiero no estaban muy lejos de este planteamiento.

- ✓ Invertir porque algo te gusta y/o merece tu confianza: ¿Cuántas veces tu asesor financiero te ha soltado perlas del tipo: “Hombre, cómo no vas a tener Santander en tu cartera”; o “BBVA, ¡una empresaza! Ni te lo pienses...” o “Compra Iberdrola que es una buena empresa”? Cuando hayas leído este libro y te suelten cosas por el estilo espero que, como mínimo, te pongas nervioso. ¿Cómo demonios se sabe lo que es “una buena empresa” sin ver una sola cifra? ¿Por qué extraña razón debería comprar Iberdrolas o tener Santanderes en mi cartera sin valorar siquiera si esas acciones están a un precio razonable o están caras?

Desde este momento no quiero que pienses en “buenas empresas” ni en otras zarandajas con las que te obsequian frecuentemente tus asesores. Quiero que pienses como un inversor, y un inversor toma sus decisiones en función de análisis serios y en cifras, y no por frases huecas altisonantes. Las empresas que he puesto como ejemplo (todas *blue chip* españolas) serán buenas inversiones cuando su valoración y expectativas financieras sean favorables y no porque “son buenas empresas”.



Toma tus decisiones de inversión por criterios de inversión.

## La buena inversión te ayudará a ser más feliz

Vale, vale... *keep calm*, que me he puesto en plan Punset, pero este decálogo, que debe de ser el más políticamente incorrecto que hayas leído, tenía que acabar bien. Y acabar bien es tocar la parte emocional, porque, ¿de qué sirve el dinero si no eres feliz?

Dos expertos norteamericanos, Angus Deaton, economista del Centro de Salud y Bienestar de la Universidad de Princeton, y Daniel Kahneman, nobel de Economía en 2002 y autor del bestseller *Pensar rápido, pensar despacio*, hicieron una

encuesta en Estados Unidos a 450.000 personas entre 2008 y 2009. La encuesta trataba sobre la felicidad y lo satisfechos que estaban los ciudadanos con sus vidas. Este estudio se publicó en la revista *Proceedings of the National Academy of Sciences* (PNAS).

El resultado de esta encuesta fue que la felicidad aumentaba a medida que se incrementaban los ingresos, pero esa tendencia se frenaba al llegar a los 75.000 dólares anuales (por encima de esa cantidad seguía aumentando la felicidad pero en menor proporción ).

En clave española, y por buscar un paralelismo, la cifra proporcional podría ser del orden de los 41.000 euros, de acuerdo con PIB per cápita (el PIB per cápita norteamericano es de 53.000 euros y el español, de 29.000 euros).

Hay un dicho que reza “el dinero no da la felicidad”. Ahora sabemos que es una verdad a medias. Si tienes mucho dinero, o al menos el dinero suficiente para vivir cómodamente no parece, según el estudio de Deaton y Kahneman, que más dinero te vaya a hacer más feliz... pero por si acaso, invierte bien y gana lo máximo posible, no vaya a ser que seas la excepción y con más dinero seas más feliz. Quién sabe.

## **Capítulo 21**

---

# **Diez reflexiones imprescindibles para una jubilación feliz**

---

Si bien es cierto que, en cada momento de la vida, puedes tener objetivos financieros distintos (comprarte una vivienda, invertir en un negocio, los estudios de tus hijos...), también lo es que hay un objetivo común a la inmensa mayoría de gente y que, con diferencia es el más importante: preparar la jubilación. Aquí van algunos consejos, no todos financieros, para que, además de no tener preocupaciones económicas, los achaques no te impidan disfrutar de tu retiro.

### **Cuida tu salud**

El decálogo anterior lo he acabado en plan Punset y este lo empiezo en plan “Saber vivir”. Aunque no nos guste pensar en ello, es fundamental: o cumples este primer punto o el decálogo se tendrá que titular “Cómo dejar una buena herencia”. Y no es lo que quieras leer, ¿verdad?

### **La responsabilidad es tuya**

Te remito al primer capítulo del libro, donde te explico la evolución previsible de la pirámide poblacional española y la tasa de dependencia. La cosa pinta mal. El sistema público de pensiones va a menos y te tocará vivir con eso (bueno, solo en caso de que cumplas el primer punto del decálogo ☺).

La imagen es desagradable, pero *papá Estado* se ha marchado de casa dejando a la madre sola, que está en el paro y con cinco hijos a su cargo. La madre somos nosotros, por si te lo preguntas.

La situación financiera que tengamos cuando nos jubilemos dependerá, en gran medida, de nosotros y de lo que hagamos ahora, de lo bien que lo hayamos hecho con nuestras inversiones. Así que da igual la edad que tengas: si tienes 28 años, fantástico, pero si tienes 58, también. Desarrolla el mejor plan de inversión que puedas para cubrir tu jubilación en función de tus circunstancias personales.

## Empieza a ahorrar pronto

En el punto anterior te adelantaba que, independientemente de la edad que tengas, es, no ya conveniente, sino necesario, invertir para cubrir tu jubilación.

Pero cuando se tiene cierta edad, apenas hay tiempo. Es verdad. Pero también es cierto que, en general, se tiene mayor capacidad de ahorro que en la juventud y, en cualquier caso, y tirando de refranero, sabemos que “más vale tarde que nunca”.

La buena noticia es que, cuando se tienen años por delante, con un esfuerzo menor se pueden alcanzar resultados financieros muy apreciables. ¿Sabes por qué?

Pues porque el interés compuesto es tu mejor aliado en una inversión a largo plazo como un plan de jubilación. Si necesitas repasar qué es el interés compuesto, puedes darle una leída al capítulo 2.



Veámoslo con un par de casos: supongamos a dos inversores que pueden aportar 3.000 euros al año a su ahorro para la jubilación. A uno le faltan 15 años para jubilarse (podría ser una persona de 50-52 años si puede jubilarse a los 67) y al otro 30 años (alguien de unos 35 años).

Pensemos que ambos invierten el 100 % en bolsa y sacan la rentabilidad promedio de la bolsa a largo plazo, esto es, aproximadamente un 9 %. El interés compuesto hace que, en el primer caso, un capital de 45.000 euros (3.000 euros x 15 años) se convierta en 88.083 euros (calculado como una renta constante) y que, en el segundo caso, un capital de 90.000 euros se convierta en, agárrate, ¡408.922 euros!

Vale, quizás estás pensando que tú no puedes aportar 3.000 euros al año. No me corresponde a mí valorar las circunstancias de nadie. ¡Faltaría más! Lo único que digo es que hagas números y que 3.000 euros al año son 250 euros al mes. La letra de un coche de gama baja. Y si no pueden ser 3.000, que sea lo que se puedas. Pero invierte algo todos los años. Si no son 3.000 euros al año, y son 1.000 (83 euros al mes), pues que sean 1.000. Lo importante es poner la máquina en marcha y que no pare. Si tienes 35 años, aportas 1.000 euros al año, lo metes todo en bolsa y tienes la suerte de sacar tu 9 % anual promedio, acumularás algo más de 136.000 euros, que es un capital importante. Y son 83 euros al mes.

## Los planes de pensiones son sólo una opción

La mayoría de inversores piensan:

Jubilación = Plan de pensiones

Pero yo en este libro te he dicho:

Jubilación ≠ Plan de pensiones

En el capítulo 9, en el que he hablado sobre los planes de pensiones, te los he recomendado si te convienen fiscalmente, porque ayudan a rebajar la factura fiscal durante la etapa laboral activa, que es cuando más dinero ganamos.

Si fiscalmente no te conviene, busca otros vehículos de inversión que se adecuen mejor a tus preferencias personales: fondos de inversión, productos de seguro, inversión directa en bolsa y bonos, inversión inmobiliaria, ETF, etc.

## Las comisiones cuentan



En el ahorro a largo plazo, y todavía más en un entorno de tipos de interés muy bajos como en el que vivimos, las comisiones cobran una gran relevancia. ¿Recuerdas el ejemplo del interés compuesto que te presentaba más arriba? Vamos a suponer que nuestros amigos que invierten a 15 y 30 años y han tenido el acierto (y algo de suerte) de sacar un 9 % anual, escogieron un producto financiero caro.

Ese producto tiene unas comisiones del 2,50 % anual. Para facilitar el cálculo, digamos que ese 9 % pasó a ser de un 6,50 % anual, deducidas las comisiones. Entonces, 3.000 euros al año, al 6,50 % anual a 15 años hubiese dado 72.546 euros a 15 años (contra los 88.083 que da el 9 %) y 259.125 a 30 años (contra los 408.922 que da al 9 %). Al inversor a 30 años, el impacto de la comisión le ha quitado 150.000 euros.



Si alguien te dice “Pero hombre, cómo vamos a discutir por las comisiones, si son el chocolate del loro”, dile que te calcule no a un año, sino a largo plazo, a cuánto sale el chocolate... ¡A lo mejor da para comprar media fábrica de Suchard!

## **Sube el listón del riesgo**



Si hay una inversión propicia para tirarse a la piscina es la inversión para la jubilación. El motivo: es el horizonte temporal más largo al que vas a invertir.

Con esto no estoy diciendo que inviertas a lo loco y, por sistema, mantengas la cartera de jubilación 100 % en bolsa todo el tiempo. Solo digo que, dentro de tu perfil inversor, seas un poquito más valiente y pongas una marcha más que en el resto de inversiones.

A modo de ejemplo: si eres un inversor que te sientes cómodo en inversiones a medio plazo con un 50/50 (50 % bolsa y 50 % renta fija) es posible que, con suficiente tiempo por delante, pudieses ir a un 70/30; esto es 70 % bolsa y 30 % renta fija (insisto, es un ejemplo y cada asignación de activos debe personalizarse a la medida del inversor).

Tal como te he recomendado en el capítulo 9, los años antes de la jubilación debes poner un cuidado especial para tener la mayor parte de la inversión en activos de muy bajo riesgo (renta fija a corto plazo). Igual que un horizonte temporal largo permite tomar riesgos, un horizonte temporal corto obliga a cortarlos de raíz, y cuando tienes 63 años ya no se trata de ganar, se trata de mantener lo que tengas.



El símil que he utilizado es “tirarse a la piscina”, no tirarse a un mar con olas de seis metros y lleno de tiburones.

## **Divide y vencerás**



Te voy a dar tres razones para que estructures por partes tu inversión, con miras a la jubilación:

- ✓ **No necesitas acertar “el momento adecuado para invertir”.** Uno de los principales quebraderos de cabeza de los inversores es saber si están invirtiendo en el momento adecuado o los mercados van a darse un batacazo.

Al dividir tu inversión en partes a lo largo del año no hay momento adecuado. Siempre estás invertido. Recuerda el **Coste Promedio por Dólar** o **Dollar Cost Averaging (DCA)**. Está explicado en el capítulo 17, pero vamos a recordarlo. Supón que inviertes una cantidad fija, 100 euros, en un activo financiero que fluctúa al alza y a la baja —como todos— que, por facilidad, supondremos que es una acción. El día que la acción vale 10 euros, compras 10 acciones; el día que vale 5, compras 20 acciones, y el día que vale 20, compras 5 acciones. Y sigues así a lo largo del tiempo; cuando la acción ha subido mucho, compras menos y, cuando ha bajado, compras más. Podríamos sintetizar así esta dinámica:

- Fíjate que es un principio básico de la inversión: compras más cuando el precio es barato y menos cuando es caro.
  - Como te indicaba más arriba; este sistema te quita una de las principales incertidumbres de la inversión: ¿cuándo es el momento adecuado? Con el DCA siempre es el momento adecuado; lo que marca el mercado es si podrás comprar más o menos cantidad del activo en el que inviertes (acciones si es bolsa, participaciones de fondos si inviertes en fondos, etc.) en función del precio, pero siempre estás invertido.
- ✓ **Por disciplina.** Una de las mejores cosas que puedes hacer con el ahorro para la jubilación es acostumbrarte a tener “una cuota fija”. Igual que te acostumbras a pagar la hipoteca o el alquiler, el colegio de los niños o la letra del coche, la mejor forma de no pensar en el ahorro de la jubilación es imponerte un pago fijo: el recibo de la jubilación.
- ✓ **Por liquidez.** Es posible que si solo haces un pago al año para tu jubilación (normalmente en diciembre), algún año estés sin blanca y tu futura jubilación se quede sin gasolina. Ya sé que a ti estas cosas no te pasan... pero por si acaso.

## Gestiona tu cartera de jubilación de forma activa

Cuando inviertes en acciones, todos los días miras si suben o si bajan.

Cuando inviertes en fondos de inversión, a diario revisas si tu categoría de fondos es de las buenas o hay otras que lo hacen mejor y así poder traspasarlos.

Cuando inviertes para la jubilación (sobre todo en productos específicos a tal fin, como los planes de pensiones y los productos de seguro a largo plazo) los sigues menos que el campeonato de cricket de la India.

Si no, responde por favor a las siguientes preguntas:

- El ahorro para la jubilación tiene las características propias de una inversión:  SÍ  NO
- En la inversión para la jubilación es conveniente buscar la mejor relación rentabilidad riesgo ajustada a tu perfil inversor:  SÍ  NO
- Es importante obtener la mejor rentabilidad posible a largo plazo, dentro de los ciclos que experimentan los mercados:  SÍ  NO

Si has respondido “no” a alguna de las preguntas, vuelve a la primera página del libro y reléelo entero. Si has respondido “no” a dos de las tres preguntas, lo mismo pero de rodillas. En caso de que hayas respondido tres “noes”, no hay solución posible. Regálale el libro a alguien que le pueda sacar provecho y lo mejor que puedes hacer es dedicar tus ahorros a viajar por el mundo. Puestos a perder tu dinero, al menos disfruta.



Que el ahorro para la jubilación sea a largo plazo no implica que no se tenga que gestionar. Entre hacer cambios continuos sin sentido y tener una disciplina de revisión periódica hay una gran diferencia. Periódica quiere decir revisarlo una vez al mes... o al trimestre... o cuando te dé la gana, pero hazlo.

## **En caso de necesidad, cambia ladrillo por dinero**

Quizá esta sea una recomendación más social que financiera, pero no puedo resistirme a hacerla y creo que, por desgracia, cada vez será más utilizada por nuestros mayores. España es un país de propietarios de vivienda. Según Eurostat (datos de 2013), en nuestro país, el 83 % de las viviendas son de propiedad y el 17 %, de alquiler.

Si observamos el conjunto de datos de Europa, lo primero que llama la atención es que los países con mayor índice de propietarios sean los de menor desarrollo económico: Rumanía, Lituania, Croacia, Bulgaria, etc. (nosotros somos los novenos de la lista) y los países con menor índice de propiedad, esto es, donde hay más proporción de gente que vive de alquiler, son los más avanzados económicamente: Suiza, Alemania, Austria, Francia, Dinamarca, Holanda, Luxemburgo... (cuando veo la lista, tengo el presentimiento que nos hemos equivocado de bando).

Todos vemos nuestra casa como nuestro hogar, como algo sentimental vinculado a nuestra vida, a nuestra familia, a nuestras vivencias. Es verdad, pero también es cierto que no deja de ser un activo y, para muchas familias españolas, es, con

diferencia, el activo de mayor valor.



Si te vieras en la situación de no disponer de dinero suficiente para afrontar tu jubilación con dignidad, valora el cambiar ladrillo por dinero. Aunque el mercado español de estos productos está muy poco desarrollado, hay opciones para hacerlo, como la hipoteca inversa y el seguro de renta vitalicia sobre inmuebles (te los explico en el capítulo 10).

## No hay línea de meta

En este libro he incidido una y otra vez en que uno de los principales objetivos de todo inversor es cubrir la jubilación. Pero la vida sigue, y hay una parte que no te he contado.

Supón que lo has hecho todo bien. Llegas a los 65 años (o a los 67, que la cosa está cambiando) y tienes tus dineritos en el banco. Además te has cuidado y estás más en forma que Silvio Berlusconi, que ya es decir. Amigo, con un poco de suerte, tienes entre 15 y 25 años por delante. ¡Tela!

Pues lamento decirte que ni siquiera jubilado te puedes tumbar a la bartola y olvidarte de todo. Deberás seguir cuidando tus inversiones, teniendo disciplina inversora y regando el jardín de tu plan de inversiones, porque seguirás teniendo mucha vida por delante. Pero eso sí: hazlo en modo conservador.



Cuando te jubilas, tu principal objetivo financiero es mantener tu capacidad adquisitiva. No se te ocurra hacer inversiones arriesgadas en las que puedas perder capital. Ese tiempo ya pasó.

Estoy dispuesto, si fuera necesario, a dejarte que pierdas cierta capacidad de compra (obtener una rentabilidad por debajo de la inflación) pero no a que pierdas principal.

Cuando llegues a la edad de oro, sigue gestionando tus inversiones, no te queda otra.

## **Capítulo 22**

---

# **Diez errores imperdonables de la inversión en bolsa**

---

¿Se puede decir algo original sobre la bolsa en 2015? Probablemente no. Por eso, este decálogo no lo he ideado como un capítulo “para saber más” de bolsa. Mi intención es, más que ofrecerte nuevos datos, que reflexiones sobre aspectos que, a pesar de su importancia, a veces quedan en un segundo plano ante el ruido diario de la bolsa.

Y recuerda que, por mucho que se quiera tecnificar la inversión, hay una parte de arte y este decálogo intentará ayudarte a sacar tu vena de artista. De artista bursátil.

### **Si no vendes, no pierdes**

Este es un mito que debes desterrar. La bolsa te da todos los días el saldo de tu cuenta de pérdidas y ganancias y, si cuando ganas dices “voy ganando tanto”, cuando pierdas también debes reconocer que “voy perdiendo tanto” y no caer en la tentación de pensar “como no vendo, no pierdo”.

Si quieres una prueba que demuestre la verdad de esta afirmación, pignora tus acciones (ponlas como garantía de un crédito) en tu banco. Si pides un crédito por valor de 100 y pones acciones por valor 100, si caen a 60 el banco te llamará en nombre de una cláusula que se llama “reposición de garantías” y tendrás que poner más acciones. Y mucho me temo que no convencerás a los del banco de que “como no has vendido, pues no has perdido”. Te tocará reponer garantías, créeme.



Una cosa es tener paciencia y disciplina inversora con una inversión que has hecho con total convencimiento, y otra cosa es tratar de engañarte. Sabes que las acciones fluctúan, y si has comprado a 100 y se ponen a 93 por los movimientos del mercado (por ejemplo, cuando el mercado cae), es absolutamente normal. Pero si has comprado acciones a 100 y ahora valen 50, estás perdiendo el

50 %, y si recuerdas la aritmética de la inversión que te explicaba en el capítulo 1, tienes que sacar un 100 % para recuperar el precio inicial. Y me da igual si has vendido o no: estás perdiendo lo que no está en los escritos.

## Creer que la bolsa se comportará como el ciclo económico



Aunque es un hecho muy estudiado y se ha demostrado que no es así, seguimos relacionando la evolución futura de la bolsa con el ciclo económico (no solo los inversores particulares, también por los profesionales) y damos por cierta la siguiente igualdad, que a veces funciona, pero otras muchas no:

↑ Economía = ↑ Bolsa



Me gustaría recordarte unos conceptos clave que te explicaba en el capítulo 3:

- ✓ El ciclo económico se compone de las siguientes fases: recuperación, expansión, estancamiento y recesión (y vuelve la recuperación).
- ✓ El ciclo bursátil se compone de las siguientes fases: acumulación, crecimiento, distribución, corrección, crisis y pánico (y vuelve la acumulación).

Quizá existan modelos matemáticos que tengan muy bien analizadas las correlaciones entre estos diferentes ciclos (el económico y el bursátil), pero también te digo que, si fuera una mera cuestión matemática, seguramente casi todos los catedráticos de Ciencias serían millonarios, y no es el caso.



Desde 2007, el mejor año de la bolsa española fue el 2009. ¿Y sabes qué pasó con la economía ese año?

- ✓ El peor año de la crisis, en términos de crecimiento económico, fue el 2009, con una caída del PIB del 3,8 %. Y, sin embargo, fue el mejor año de bolsa, con una subida del 29,84 % (Ibex 35).
- ✓ Otro ejemplo de esta divergencia entre la economía y la bolsa fue el año

2012; muy mal año desde un punto de vista de crecimiento económico, con una caída del PIB español del -1,6 %, pero con la bolsa dando un magnífico 21,50 %.



Moraleja: los años malos en términos de crecimiento económico (caída del PIB) pueden ser buenos años para invertir en bolsa.

Es tremadamente difícil desvincular la bolsa de la economía, el ambiente pesa, pero debemos verlos como animales de distinto pelaje a los que, a veces, les da por recorrer el mismo camino, pero otras veces deciden separarse. De hecho, la inversión *contrarian* (te la explico en el capítulo 20) se basa en hacer lo contrario a lo que hace la masa, y si cuando la economía cae la masa vende, el *contrarian* se pone en modo comprador. Y al revés, cuando hay euforia económica y la masa está invertida en bolsa, el *contrarian* vende.

## Comprar un negocio que no entiendes

Te recomiendo que revises el capítulo 18 sobre el estilo de inversión de Warren Buffett, ya que es una de las premisas básicas de su método para invertir. Y sabe de lo que habla.

Su filosofía consiste en acudir a la bolsa no como un inversor bursátil, sino con la mentalidad de un empresario. Puedes poner tu dinero en una tienda de ropa en tu localidad o en acciones de Inditex y convertirte en copropietario de Zara. Esa es la mentalidad correcta de un inversor largoplacista: la de empresario.



Si esa es la mentalidad con la que enfocas tus inversiones bursátiles, recuerda que debes hacer bien los deberes:

- ✓ Conoce a fondo el modelo de negocio de la empresa en la que vas a invertir.
- ✓ Profundiza, dentro de tus capacidades, para comprender los números de la compañía en la que vas a invertir.
- ✓ En caso de oscilaciones a la baja, la única forma racional de aguantar las caídas es con pleno convencimiento de que estás invertido en un negocio (y aquí digo *negocio* en vez de *acción*) intrínsecamente bueno, en un negocio sano y con futuro.

## Seguir los consejos de los gurús



A continuación he recopilado algunos titulares reales extraídos de la prensa en un único día (diciembre de 2014):

- ✓ “Los expertos recomiendan España para encontrar rentabilidades atractivas”.
- ✓ “Europa está más barata pero vienen curvas” (como si España no fuese Europa).
- ✓ “Al contrario de lo que ocurre en Europa, la economía de Estados Unidos ya camina sola” (pero ¿no era Europa lo que molaba?).
- ✓ “El sector para la cartera del año que viene: las infraestructuras” (titular típico de relleno, cada mes hay algún nuevo sector recomendado).
- ✓ “La caída del petróleo amenaza con hundir la banca regional de Estados Unidos” (dos titulares más arriba se dice que EE. UU. van solos, y en este, que su banca regional se puede hundir. Raro, ¿no?).
- ✓ “2015 será un año para ir a corto” (dicho por un gurú americano).
- ✓ “Valores que fueron un desastre y que ahora hay que comprar” (otro gurú *made in USA*).
- ✓ “Acciones para invertir en los próximos 25 años” (el gurú americano anterior, pero ahora habla de 25 años de horizonte temporal y se fuma un puro).

Viendo lo anterior, que honestamente te diré que es un estudio de 20 minutos de las cabeceras de tres publicaciones económicas, no quiero ni imaginar la confusión de alguien que lea varios periódicos y páginas web en profundidad. Si sacaras todo lo que se publica en un día, te daría para llenar la Biblioteca Nacional entera.



Te aviso: si para tomar decisiones de inversión sigues los consejos de la prensa a pies juntillas, llegará un día en que, con la mirada perdida en el infinito, acabarás viendo luces y hablando con seres invisibles.



Utiliza la prensa como fuente de información, no como asesor de inversiones. La excepción es ese autor/gestor cuyo criterio te gusta y que

identificas con tu estilo de inversión. Es decir, un sí rotundo a leer, pero un no rotundo a seguir a rajatabla lo que leas.

## No tener claro si inviertes o especulas

Creo que a lo largo del libro he puesto varios ejemplos de que, para mí, la especulación no tiene nada de negativo, y realmente siento una gran admiración por los especuladores como verdaderos intelectuales de la inversión. Pese a esto, que suena muy bien escrito en un libro, tengo que hacerte dos advertencias serias:



- ✓ En este estadio de tu proceso inversor no tienes la mínima oportunidad de éxito en el mundo de la especulación.
- ✓ No confundas el rol del especulador, un *trader* de verdad, con el de un “jugador”. Muchos pseudoespeculadores son pobres jugadores que aún no se han dado cuenta de ello (en el capítulo 1 te explico las diferencias entre *jugador* y *especulador*).



Todo el mundo puede ser inversor, escoger buenos activos y darles el beneficio del tiempo para que den el retorno promedio del mercado. Pero no todo el mundo puede ser especulador y obtener rentabilidades muy altas a corto plazo.

Aunque la bolsa es el campo propicio para no tener claras las barreras entre la especulación y la inversión, serás un inversor si:

- ✓ Te preocupas más de conocer a fondo el negocio en el que inviertes (vuelvo a repetir lo de negocio en vez de acción) que de si determinada acción puede ser el bombazo del año.
- ✓ Tienes en cuenta los dividendos y la bondad de la reinversión de los mismos a largo plazo (una empresa te paga 100 en dividendos y con esos 100 compras más acciones).
- ✓ Tienes expectativas realistas y sabes que el promedio histórico de rentabilidad de la bolsa a muy largo plazo es de aproximadamente entre un 9 y un 12 %, y que eso implica aguantar en años muy malos para disfrutar de años muy buenos, pero no te pasas la vida buscando la acción que te hará doblar tu capital.

## Operar en bolsa sin conocer las principales tendencias del mercado

Tienes un apéndice de análisis técnico básico (el apéndice 2) en el que te explico algunos conceptos imprescindibles para mejorar tus decisiones de inversión. Pero antes de invertir, te voy a pedir que hagas tres cosas muy simples:

- ✓ Observa atentamente el gráfico a largo plazo del índice en que cotiza la acción que te interesa. Si es una acción española, observa el Ibex 35 y decide si está subiendo, bajando o si no sigue una tendencia clara.
- ✓ Observa el gráfico de la acción que te interesa y haz lo mismo: decide si está subiendo, bajando o si no sigue una tendencia clara.
- ✓ En el gráfico de la acción, determina cuáles son los soportes y resistencias más relevantes y en qué punto se encuentra la acción respecto de los mismos para ver qué posibles recorridos puede tener.



Que una inversión sea largoplacista no significa que debas invertir en cualquier contexto de mercado. Si una acción cae y es bajista, espérate a que cambie la tendencia. El gráfico te dirá cuándo ocurre.

## Comprar caro

Uno de los mejores libros que puedes leer sobre la inversión en bolsa es *Estrategias de inversión a contracorriente* (Ediciones Deusto), del gestor de carteras norteamericano David Dreman. Y no, por favor, no pienses que lo pongo en plan publirreportaje porque también te digo que no es un libro fácil, no va de iniciación al *trading*, no te promete fama y fortuna trabajando dos horitas al día, sino que es un libro denso que no podrás leerte en un fin de semana, a diferencia de lo que pasa con la mayoría de superventas sobre la materia (y te sobra el domingo y parte del sábado). Pero a la vez, y como inversor largoplacista, te hará ver las cosas muy claras y con explicaciones demostradas con números.



A largo plazo, y siguiendo las enseñanzas de Dreman, no hay mejor estrategia de inversión que comprar acciones que cumplen las siguientes características:

1. No gozan del favor de los analistas y gestores de carteras.

2. Tienen un bajo coeficiente de precio a beneficio (PER), dato en el que profundizo en el capítulo 6.



Déjate de seguir conceptos altisonantes que no dicen gran cosa y que abundan en los informes de los analistas, palabras como *catalizadores*, *drivers*, *motores de la inversión* y otras zarandajas, y céntrate en el humilde PER.

## Seguir modas y olvidarse de los sectores tradicionales

Este consejo está relacionado con el de comprar un negocio que entiendas. Somos curiosos, y nos gusta lo novedoso. Nos gusta más pasarnos el tiempo buscando el nuevo Apple, o la microempresa de biotecnología que descubrirá la solución al cáncer de páncreas, que encontrar empresas tradicionales con ingresos recurrentes, buenos balances y a un precio atractivo.



Me parece estupendo y atractivo además buscar empresas novedosas. Todos lo hacemos. Pero si tu tiempo es limitado, dedícate a la búsqueda de empresas con poco cambio tecnológico (como dice Buffett, por mucho internet que haya, la gente seguirá mascando chicle y por eso compró una empresa de chicles), con beneficios estables y predecibles y dirigidas por profesionales serios.

## Concentración local

Si eres un inversor de bolsa español, lo normal es que buena parte de tu cartera esté invertida en acciones españolas. No es malo, pero es que el mundo se ha globalizado y tienes muchísimas opciones, como siempre digo, a golpe de clic.

Hay mercados en los que necesariamente hay que entrar a través de la inversión colectiva, por ejemplo, fondos de inversión o ETF (que hemos visto en los capítulos 7 y 8, respectivamente). Pero aquí me refiero a los mercados de los países emergentes. Todavía es muy complicado para un inversor particular acceder a acciones brasileñas, o chinas... pero todo llegará. Sin embargo, también hay mercados en los que hay muy fácil acceso y que nos ofrecen más variedad y oportunidades que el español. Estoy pensando en las bolsas europeas y norteamericanas. Comprar acciones de BNP Paribas en Francia o de Wells Fargo en Estados Unidos está a la misma distancia que comprar acciones de Caixabank

en España. A un clic. La única pega es que pagarás un poquito más en comisiones, pero no debería ser nada del otro mundo.

Valora otra ventaja de la inversión internacional (que no deja de ser un riesgo): la diversificación en distintas divisas. Si tienes acciones europeas y norteamericanas en tu cartera, estás diversificando por divisa: euro y dólar. Si además hay acciones inglesas y suizas, incorporarás libra esterlina y franco suizo.



Si nunca has invertido en acciones de otros países, ve paso a paso y a lo fácil: empieza con otras acciones de la zona euro. Fijarte en los componentes del Eurostoxx 50 puede ser una buena opción (es el índice con las mayores cincuenta empresas de la zona euro). Es importante que estas operaciones siempre las gestiones a través de internet, tanto por cuestiones de facilidad como de comisiones. La operativa de bolsa internacional en oficinas suele tener costes prohibitivos.

## No hacer los deberes

Inicialmente no iba a incluir este punto en el decálogo porque considero que, si estás leyendo este libro y has llegado hasta aquí, estás haciendo los deberes. Pero como en esto de la inversión los deberes nunca se acaban, un pequeño recordatorio no viene mal.

Me he visto obligado a incluir este punto al escuchar un programa de radio que sintonizo siempre que puedo: *Cierre de mercados*, de Radio Intereconomía, y que dirige Fernando Latienda. Se trata de un programa en el que hay unos analistas (entre los que destaca a Iturrealde y Bolinches) a los que el público, particulares como tú, hace sus consultas, a veces de lo más variopinto.



Cuando estaba acabando la primera versión del libro, un día llamó un señor que, más o menos, dijo: “Me gustaría conocer su opinión sobre las acciones de Arcelor, cómo lo ven y eso...”. El presentador le preguntó: “¿Las tiene en cartera o va a comprarlas?” (siempre lo pregunta, cosa que me parece un gran acierto porque una cosa es abrir una nueva posición y otra gestionar un activo que ya se tiene en cartera, en que vas ganando o perdiendo dinero). El inversor contestó: “No es para comprarlas, no. Las tengo desde hace tiempo y, como pierdo bastante, pues a ver cómo lo ven”. Y añadió: “Y ya de paso a ver si me pueden

explicar eso del PER, porque dicen que estas acciones son buenas de PER y eso pero, vamos, a ver si me pueden explicar cómo funciona eso del PER”.

Yo, que iba conduciendo, casi que me salto un semáforo en rojo del susto que me dio. El buen hombre estaba comprando y vendiendo acciones sin tener la más mínima idea de lo que hacía. Sin saber qué significa PER. ¿Hay mucha diferencia entre ir al casino y apostar al rojo o comprar una acción en bolsa de esta forma?



Haz los deberes, aunque sea para sacar un aprobadillo justo, pero hazlos. Siempre que compres una acción, estudia los conceptos básicos de ese mercado y acción:

- ✓ Si el mercado es alcista o bajista y si la acción es alcista o bajista (punto seis de este decálogo).
- ✓ Los multiplicadores básicos de la acción: PER, rentabilidad por dividendo, fechas de pago de dividendo (porque ese día la acción caerá y debes saberlo para no llevarte un susto).
- ✓ El entorno de tipos de interés: si los bancos centrales mantienen, bajan o suben los tipos de interés. Si están por subir, ojo.
- ✓ Si quieras aspirar al notable, búscate la vida para encontrar información sobre la previsión del beneficio por acción (BPA). Si la previsión de beneficios es al alza, la cosa pinta bien. Si la previsión de beneficios es a la baja esa acción caerá y si, aun con la previsión a la baja la acción sigue subiendo ándate con ojo; no vaya a ser que las manos fuertes (los inversores institucionales) la estén vendiendo antes de que caiga (lo que se llama un proceso distributivo).

## **Capítulo 23**

---

# **Los diez errores más comunes de los inversores españoles**

---

En abril de 2009, la EFPA España, la delegación española de la asociación de asesoramiento financiero más importante de Europa (EFPA, European Financial Planning Association) publicó un decálogo que, bajo el título de “Los 10 errores más comunes de los inversores españoles”, analizaba de forma específica los principales deslices que cometemos los inversores de la piel de toro a la hora de invertir.

### **No prever cuándo necesitaremos nuestro dinero**

Y, como consecuencia, no desarrollamos estrategias distintas para corto, medio y largo plazo. A lo largo del libro he insistido mucho en la importancia de pensar en tus inversiones y situarlas en el plano temporal. De trazar planes. En cambio, no te he dicho que sea indispensable, ni mucho menos, saber calcular una TIR o que te conviertas en un genio de los ratios financieros.



Está bien que aprendas todo lo que puedas, pero más importante que eso es que accedas a la inversión con mentalidad estratégica, habiendo sopesado tus grandes líneas de actuación, más que si vas a comprar acciones de Microsoft o de un fondo de inversión chino. Las líneas maestras antes que el detalle (y no al revés). Hazte siempre dos preguntas importantes:

- ✓ ¿Para qué invierto? Y recuerda aquello de “transformar objetivos personales en objetivos financieros”.
- ✓ Cuál es el horizonte temporal de cada objetivo. Obviamente, no debes tratar igual la previsión de la jubilación a veinte años vista que “cambiar de coche” dentro de tres años.

## No diversificar

No hay mucho que añadir. Si te queda alguna duda, revisa los conceptos del capítulo 16 sobre el “coeficiente de correlación”. Y si te atascas, acuérdate de “no poner todos los huevos en la misma cesta”.



La diversificación es tu seguro de vida cuando las cosas van mal (y ten por seguro que alguna vez irán mal).

## Construir una cartera influida por los instrumentos financieros de moda

Cuando te conectas a una web de finanzas o a cualquier publicación que trate sobre inversiones, te puede aparecer un *cookie* del tipo “Invierta en CfD y gane trepecientos mil euros al mes” o “Invierta en Forex y hágase rico trabajando una hora al día”.

No estoy ni mucho menos en contra de los CfD ni del Forex, ni de nada de nada. Todo depende de la preparación del inversor y del uso que vaya a dar a estos (y otros) novedosos productos financieros.



Solo quiero recordarte que los clásicos del mundo financiero son los que son: la liquidez, los bonos y las acciones, y con estos instrumentos se puede invertir sin buscar la última innovación financiera.

## No entender el vehículo de inversión en el que ponemos nuestros ahorros

Este error es el que más me preocupa y el que más voy a desarrollar, dada su importancia. Es una advertencia que está en todos los decálogos del mundo, en todos los idiomas, en todas las culturas, la legislación es cada vez más exigente en cuanto a documentos a firmar... y seguimos sin entender buena parte de nuestras inversiones.

*Don't worry.* No solo te pasa a ti. Es difícil saber de todo y, además, en la medida suficiente. Y para más inri, también les pasa a buena parte de los que te venden el

producto financiero que no entiendes. Es como una gran ironía: el vendedor no entiende el producto financiero que le vende a un inversor que tampoco lo entiende, pero, por alguna extraña razón, ambos simulan entenderlo. Es como para un reportaje de *Cuarto milenio*.



Por más que te empeñes, jamás entenderás totalmente el vehículo de inversión en el que inviertas si va más allá de tu círculo de competencia, si está por encima de tus conocimientos, que puede implicar que domines conceptos como:

- ✓ Entender a la perfección el funcionamiento de la renta fija y el impacto de las variaciones de la curva de tipos en el precio de los bonos, que no es fácil ni intuitivo.
- ✓ Entender la influencia de los aumentos y bajadas de los tipos de interés en la valoración de los activos financieros por su impacto en el coste de capital, que tampoco es fácil.
- ✓ Entender la venta en descubierto, lógica poco intuitiva (ni mentalmente sano: ganar cuando todos palman).
- ✓ Entender el funcionamiento de un fondo de retorno absoluto, algo mucho más complicado de lo que parece. Si la cartera del fondo es un 170 % largo en acciones y un 47 % corto, largo en renta fija un 50 % y corto un 87 % y además está corto en liquidez... ¿puedes saber cómo reaccionará ese fondo ante el movimiento de los mercados? Tú seguro que no, tu asesor financiero tengo dudas (soy así de educado) y yo, como tú, tampoco.



Entender realmente el vehículo de inversión en el que inviertes implica invertir dentro de tu círculo de competencia. Por eso, en este punto mi recomendación es doble:

- ✓ El grueso de tus inversiones debe estar dentro de tu área de competencia. La mayor parte de tu dinero debe estar invertida en activos y en productos que conozcas a la perfección. No debes dudar de tus actos.
- ✓ Siquieres acceder a inversiones de mayor complejidad, como los fondos de retorno absoluto o los productos derivados, tienes que hacer los deberes y ampliar tu círculo de competencia. Fíjate en que el decálogo de la EFPA dice “entender el vehículo de inversión en el que has puesto tus ahorros”. No dice “no entender pero da igual, porque confío en que lo entienda el que me

lo vende”. No es lo mismo.



El gran inversor Warren Buffett es uno de los hombres más ricos del mundo gracias a invertir en acciones corrientes y molientes. Pero claro, invierte en acciones de empresas que hacen cosas muy complicadas y cuyas acciones, además, son muy difíciles de encontrar... Fíjate en lo difícil que es entender una empresa que se dedica a producir refrescos (Coca-Cola) u otra que cocina hamburguesas (McDonald's). Y buscarlas ni te cuento... ¡Cotizan en el Dow Jones 30, el índice más viejo del mundo y en el que solo cotizan treinta compañías y cada día hay trescientos mil titulares en prensa de estas acciones!

Te propongo un ejercicio práctico para cerrar este punto tan importante: ¿cómo actuarás la próxima vez que te ofrezcan un producto estructurado en el que tengas que firmar cinco páginas o más de explicaciones sobre los riesgos del producto y que contenga expresiones del tipo “Credit Linked Notes (CLN) o “Bono sintético First to Default” y tu buen amigo comercial financiero te diga “ni te lo mires porque son los dichosos legalismos”?

## **No tener paciencia para superar las crisis ni dejar que se desarrolle la inversión, y vender cuando se pierde**

Para compensar la longitud del punto anterior, aquí voy a ser muy conciso y utilizar la riqueza de pensamiento de Peter Lynch, legendario gestor del Magellan Fund: “La gente no tiene paciencia para enriquecerse lentamente. En lugar de ello, decide arruinarse con rapidez”.



Recuerda que la buena inversión es casi aburrida. Si haces las cosas con método, cabeza y dentro de tu círculo de competencia, tus inversiones no deberían agobiarte.

## **No ser disciplinados con los criterios de riesgo, los horizontes temporales y el objetivo fijado**

Este error tan común está muy relacionado con el primero de la lista. Cuando el horizonte temporal de la inversión es a muy largo plazo realmente “solo” se necesita disciplina. Las rentabilidades históricas nos aseguran que (insisto, solo a

muy largo plazo) obtendremos la rentabilidad promedio de los mercados; esto es, entre un 9 y un 12 % en bolsa y entre un 3 y un 5 % en bonos.



Más allá de entender la disciplina como una fe a prueba de bombas en la que, a largo plazo, tu inversión será exitosa —que también—, mi consejo es que tengas disciplina en tu propio plan.

## Optar por la seguridad, lo que nos desprotege frente a la inflación

En un contexto de inflación cero como el que vivimos, este punto es difícil de ver, pero los inversores con más experiencia saben que ha sido frecuente invertir en depósitos al 3,00 % con la inflación al 3,00 %. En el capítulo 1 te explico dos conceptos básicos para el inversor conservador, que aquí te resumo:

- ✓ Rentabilidad nominal: la que obtienes en euros corrientes. Supón un depósito de 100 euros que te paga el 3,00 %. Tu rentabilidad nominal será de 3 euros.
- ✓ Rentabilidad real: es la rentabilidad que obtienes descontada la inflación. En el caso anterior y con el cálculo fácil para descontar la inflación (en el primer capítulo tienes el “difícil” también) tu rentabilidad real sería cero. Ganas el 3 % con una inflación del 3%.

¿No te falta nada? Sin entrar en criterios lingüísticos, la rentabilidad real de verdad sería después de pagar los impuestos. Por darle lenguaje bancario-asegurador te lo voy a mostrar de otra forma:

- ✓ Rentabilidad financiero-fiscal: rentabilidad nominal - impuestos. Supón que los impuestos son un 20 %, esto es, pagarás a Hacienda 0,6 euros de tus 3 euros de intereses. Entonces tu rentabilidad financiero-fiscal o rentabilidad después de impuestos será del 2,4 % (3 euros que te ha pagado el banco menos los 0,6 euros de impuestos).

Y claro, si a tu bolsillo solo van de verdad de la buena 2,4 euros quiere decir que sobre tus 100 euros invertidos tu rentabilidad ha sido del 2,4 %... y si la inflación es del 3 %, el resultado es que tu rentabilidad real (considerando impuestos) sería... negativa. ¡Vaya negocio!

## Dejarse guiar por el sentimiento de “revancha al mercado”

Este es un error vinculado a la bolsa más que a activos menos riesgosos como los depósitos o los bonos. Me cuesta imaginar a un inversor furioso diciendo: “¡Me voy a vengar del depósito al 1,00 % que me ofreció el Banco Campeón!”. No cuela.

A mi juicio, este error tiene mucho que ver con no usar los *stops loss* o stop de pérdidas (fijar un límite máximo de pérdidas en una inversión, técnica que te explico en el capítulo 5). Imagina que has invertido en una acción (o en un fondo de acciones) en un pico del mercado (mercado en máximos) y, como eres un tío listo, no tienes un plan previo (cosa que no te debería ocurrir si ya has leído este libro) y, casi sin darte cuenta, un buen día estás perdiendo el 30 % o más.

Cuando ya has superado tu umbral de insomnio (punto de pérdidas a partir del cual ya no puedes dormir) vendes, y entonces urdes un plan para “vengarte” de ese malvado valor que te ha hecho perder. Resultado: perderás más.



Una de las psicopatías que sufrimos los inversores (y los especuladores todavía más) es humanizar el mercado y tratarlo como si fuera un ser vivo. Si un día te oyen decir: “Es que el BBVA me la tiene jurada” o diciéndole a la acción de Sacyr: “¿Qué te pensabas?, ¿que ibas a poder conmigo?”, amigo, ese día apaga la pantalla y tómate unas vacaciones.

## Tomar decisiones influidos por los amigos y las noticias

Después del error número cuatro, “No entender el vehículo de inversión en el que ponemos nuestros ahorros”, este es el siguiente que más me gusta. A continuación te reproduczo un extracto de un artículo publicado en junio de 2014 en un periódico especializado en economía. No te voy a dar el nombre del periódico pero da igual, todos dicen cosas similares: “Una de las empresas que mejor comportamiento podría registrar en los próximos meses a medida que se confirmen los datos de recuperación sería ArcelorMittal”.

Desde que se publicó esto hasta diciembre de 2014, las acciones de esta empresa llevaban una caída del 23 %. ¡Qué buena recomendación!

“Los que quieren comprar piso ahora, llegan tarde...” Esto se publicaba en la prensa a principios de 2012... ¡Je, je!



Como es prácticamente imposible evitar la influencia de las noticias, la única herramienta que tienes para seguir tu buen rumbo es tu plan de inversión y disciplina para llevarlo a cabo.

## **No disponer de un asesor financiero cualificado que nos aconseje dónde invertir según nuestro perfil y que vele por nuestros intereses**

Si vas a un restaurante por su buen cocinero y para operarte buscas un buen cirujano con prestigio y experiencia, ¿por qué no haces lo mismo con tus inversiones?

En España estamos tan acostumbrados a ir al banco de la esquina, que el trato que le damos a la gestión de nuestras inversiones es muchas veces de tercera división. Dedicamos más tiempo a buscar un restaurante o a planificar la reserva y la ruta para hacer los 60 kilómetros que debemos recorrer hasta allí, que a planificar nuestra jubilación.



Un asesor certificado no es garantía de que tu plan de inversiones vaya a ir bien, pero es lo mínimo que puedes hacer por tu plan de inversiones. Repito: lo mínimo. Y si no eres capaz de cumplir con lo mínimo, no te extrañe que las cosas no acaben de chutar.

Un asesor certificado te garantiza que enfrente tendrás una persona que acredita un determinado nivel de conocimientos (eso dependerá de la cualificación que haya obtenido y del examen al que se haya presentado) y que ha firmado un código ético (que lo cumpla o no es otra cosa).

Te invito a que visites la página de la EFPA España ([www.efpa.es](http://www.efpa.es)), vayas al final de la misma y compruebes si tu asesor ha obtenido alguna de las certificaciones profesionales que otorga esta asociación en el apartado “Compruebe si su asesor está certificado por EFPA España”. Solo tienes que poner nombre y el apellido de tu asesor para comprobarlo.

La EFPA no es, ni mucho menos, el único certificador que hay en el mundo. Las certificaciones norteamericanas son también de primer nivel (CFA, CFP, CAIA y Series 7) y en Europa son también relevantes las certificaciones CEFA y CIIA, sin olvidarme de las que regula la autoridad británica (FSA).

Corolario de este decálogo: para la EFPA España, la clave para que el inversor español evite estos errores radica en contar con un asesor financiero que posea la cualificación adecuada, y por eso está desarrollando una intensa labor desde el año 2000 para acreditar a profesionales capacitados que ofrezcan asesoramiento y planificación financiera de calidad.

En mi opinión, es cuestión de tiempo que la CNMV obligue a los asesores financieros a acreditar una certificación profesional, como se hace en el mundo anglosajón.

## Capítulo 24

---

# Diez fuentes de información tradicionales y *online* (y alguna más)

---

### En este capítulo

- ▶ Periódicos españoles a tener en cuenta
  - ▶ Recursos web en español
  - ▶ Recursos web en inglés
- 

“Ya no estamos en la era de la información. Estamos en la era de la gestión de la información.”

CHRIS HARDWICK

En otros apartados de este libro te he recomendado no confiar en exceso en los medios de comunicación en cuanto a información económica se refiere y, sin embargo, ahora voy y te planto un decálogo de medios de comunicación recomendables para invertir ¿de qué va esto?

Pues va de lo siguiente:

- ✓ Seguir al pie de la letra las recomendaciones de los medios de comunicación y de los analistas es una cosa. En mi opinión un soberano error.
- ✓ Informarte y formarte para poder construir una opinión basada en cifras y en datos reales es otra. En mi opinión necesario para que puedas tener un criterio propio sólido.



No te quedes con el titular de la noticia. Céntrate en los hechos: cifras, números y realidades.

Seguro que ya sabes dónde encontrar información financiera. Hoy en día, el problema es, precisamente, el exceso de información. Para que no te pases el día

buscando entre miles de webs y puedas separar el grano de la paja, en este capítulo te facilitaré algunos nombres y webs a los que te recomiendo acudir.

## ***Expansión***

Aunque a lo largo del libro he comentado, varias veces, que en esto de las finanzas los anglosajones nos ganan la partida por goleada y, aunque es verdad, también lo es que tenemos nuestros propios medios de comunicación que defienden el pabellón con dignidad.

*Expansión* se considera el periódico de referencia. Para un neófito, es un periódico un tanto difícil de leer y muy centrado en la economía real (empresas y análisis macroeconómico). Lo mejor, con diferencia, son los análisis de Hodar y Ramos (especialistas en bolsa de la publicación, José Antonio Fernández Hodar y su socia, Carmen Ramos). A diario, publican comentarios sobre la bolsa y, una vez al mes, hacen un análisis valor por valor, con un pequeño gráfico en el que te tienes que dejar la vista si quieres entender algo. No es tanto que acierten siempre (nadie lo hace y ellos son bastante *toro*, o alcistas, si lo prefieres), sino que sus análisis van cargados de sentido común y pedagogía. Por eso te los recomiendo.

## ***Cinco Días***

Por motivos que desconozco ha perdido marca y no tiene, entre los profesionales, el tirón de *Expansión*. Incluye una sección dirigida a inversores particulares llamada “Mis ahorros” y suele publicar consejos muy asequibles para especular. No obstante es cuestión de gustos y la verdad es que *Cinco Días* tiene una presentación muy *friendly* y menos intimidatoria que *Expansión*. Si consultas su web, en la parte izquierda de la pantalla, tienes un resumen utilísimo de la evolución de los mercados: Ibex, Eurostoxx y Dow Jones. No digo que sea peor que *Expansión* ni mucho menos, es cuestión de gustos, lo que si tiene *Expansión* es un peso pesado de la bolsa (Hodar) que aquí no he sabido encontrar.

## ***El Economista***

Para mí es, desde hace años, una de las mejores opciones para el inversor particular (insisto en que es mi opinión). El suplemento de inversiones del fin de semana (“Ecobolsa”) es útil en cuanto a análisis e ideas de inversión (tanto *Expansión* como *Cinco Días* también publican un suplemento cargado de ideas y consejos) pero, para mí, lo que tiene más valor son los dos índices de acciones seleccionadas por profesionales, uno sobre bolsa española y el otro sobre bolsas

mundiales. El índice de bolsa española se llama Eco 10, una cartera de consenso de los principales gestores españoles, y el Eco 30 es una cartera mundial. Este último se basa exclusivamente en los criterios de análisis fundamental que hace Factset, una casa de análisis financiero muy prestigiosa. Si lees el apéndice 1, dedicado al análisis fundamental, comprobarás que esto de hacer análisis fundamental no es nada fácil, así que, y con todo mi respeto hacia los periodistas, no se trata de un análisis elaborado por estos, sino por analistas internacionales, y eso para mí es un plus. Es el gran plus que me ofrece *El Economista*.



Que la selección de empresas que ofrece *El Economista* haya sido analizada y filtrada por expertos financieros no quiere decir que te lances de cabeza a por ellas. *El Economista* te da una lista de 40 empresas (10 españolas y 30 del resto del mundo) que son buenas por fundamentales por lo que ya tengo la mitad del trabajo hecho. La otra mitad, tu trabajo, sería ver si están en precio y si la tendencia acompaña o no. Y siempre siguiendo criterios lógicos de diversificación y conocimiento del negocio.

## Nuestro querido teletexto

El teletexto empezó a funcionar aproximadamente en 1990 y considero que sigue siendo una forma inicial y válida para que un inversor particular tenga una foto fija de los mercados. Está bien, tienes un minuto para reírte de mí...

Tiempo. Se acabó la gracia. Deja de reírte y lee lo que sigue. Puede que pienses que estoy más pasado que las maracas de Machín, pero te digo, y lo hago desde mi experiencia, que si estás en el salón de tu casa y no quieres encender el ordenador o la tableta (y no te digo nada de tu *smartphone*, porque si lo intentas te dejarás la vista en la pantallita), tienes una magnífica opción: encender el televisor y ponerte el teletexto de Televisión Española para tener una idea de cómo van los mercados en dos minutos. Lo primero es que en las noticias del teletexto tendrás la noticia económica más importante del día. Si hoy ha pasado algo gordo, en el teletexto lo publican y resumen en el tamaño de un tuit (un tuit largo, eso sí). Y lo segundo es que tienes, con un desfase de 15 minutos, todos los valores que cotizan en la bolsa española, los volúmenes más negociados, mayores subidas y bajadas, las cincuenta acciones del Eurostoxx 50 y catorce índices internacionales más. Por si eso fuera poco, tienes el Euribor en todos sus plazos, los principales cruces de divisas y materias primas (oro, plata, petróleo, gas natural, platino), todo eso en dos minutos. Veo que ya no te ríes tanto... ¡Si hasta han incluido la prima de riesgo y te la actualizan a diario!



Entramos a continuación en la selección de fuentes disponibles a golpe de ratón. Pero me gustaría recomendarte que antes de que te lances al ciberespacio, aproveches la información que publica periódicamente tu banco o sociedad de valores. Casi todas las entidades financieras ofrecen informes sobre mercados y activos en su web. En el caso de los grandes bancos españoles, sus servicios de estudio son muy respetados y publican mensualmente informes de macroeconomía. Y lo más importante: las distintas distribuciones de activos que recomiendan, *asset allocation*, y a través de qué fondos o ETF hacerlo.

Si tuvieses la capacidad de no dormir, podrías pasarte el día visitando webs de economía y finanzas y no repetirías ninguna. Si te apañas con el inglés, hay miles (no he dicho cientos, sino miles) de webs con consejos, análisis e información económica. Pero, de entrada, vamos a ver lo que nos ofrece el español, que es mucho.

## **Morningstar ([www.morningstar.es](http://www.morningstar.es))**

En el capítulo 8 ya te he hablado de Morningstar, una plataforma idónea para analizar y seleccionar fondos de inversión. Si bien es conocida a nivel mundial como plataforma de fondos de inversión, también trata otros activos y ofrece análisis de ETF, acciones y planes de pensiones. Además, ofrece la posibilidad de diseñar diferentes carteras de inversión y actualiza su valor a diario. Asimismo, ofrece información de mercados de nivel profesional. Morningstar te puede dar mucho. Y te lo repito: no suscribas el fondo que te ofrece tu banco sin compararlo con otras opciones análogas en Morningstar. De nuevo, haz los deberes.

## **Invertia ([www.invertia.com](http://www.invertia.com))**

Se trata de una web líder en información financiera en el mercado español. En Invertia lo tienes todo de todo (bolsa, fondos, ETF, renta fija, mercados, divisas, hipotecas, depósitos...). Por supuesto, también encontrarás noticias, además de la opción de constituir una cartera, y tiene unos foros muy divertidos donde se intentan calentar valores a golpe de rumor. Invertia es imprescindible para el inversor particular. Personalmente me gusta mucho la opción de ordenar los valores por multitud de criterios. Los puedo ordenar por la rentabilidad que dan en plazo diario, semana, mes, trimestre, semestre o año; los puedo ordenar por rentabilidad por dividendo, por PER, por capitalización... y además te ofrece estas opciones de filtrado de datos en todos los índices importantes a nivel

mundial.



Un aspecto de la información financiera que te va a desconcertar es que de una acción determinada, Invertia te dará un dato de PER, *Financial Times* otro distinto y Yahoo Finance otro más ¿Cuál es el válido? Uff, todos y ninguno, al final depende de si funcionan con datos históricos —donde sí deberían coincidir— o con previsiones, pero el problema con estas es que cada casa de inversión hace la suya. Quizá BBVA diga que el beneficio de Telefónica subirá un 15 % (y eso dará un PER) y Credit Suisse quizás diga que solo subirá un 10 %, por lo que tendremos otro PER distinto.

## Cotizalia ([www.elconfidencial.com/mercados](http://www.elconfidencial.com/mercados))

Es una sección del periódico digital *El Confidencial*. Ofrece información financiera, aunque menos intuitiva que Invertia, pero la gran aportación de esta web es la calidad de los *bloggers*. Colabora Daniel Lacalle (prestigioso gestor de fondos, autoridad mundial en el sector energético y autor de libros de finanzas), McCoy (no es el Sherman McCoy de *La Hoguera de las Vanidades* sino un señor español que se llama Alberto Artero y que además de escribir francamente bien y ofrecer temas de actualidad, dirige la publicación) o don Roberto Centeno, catedrático de Economía, que, cada vez que actualiza su blog, España tiembla por lo contundente de su mensaje.

## Si te sobra tiempo...

Por si no tienes suficiente, aquí te dejo otras fuentes de información relevantes en español:

- ✓ Revistas como *Estrategias de Inversión* (de publicación mensual) o *Inversión y Finanzas* (semanal).
- ✓ Redes sociales especializadas en finanzas como Unience o Rankia.
- ✓ Plataformas de información financiera como Capital Bolsa o Bolsamania.
- ✓ Espacios para *bloggers* como Inbestia o el modesto blog de un servidor.
- ✓ Y mucho más. No te lo acabas.

## *Financial Times* (FT.com)

A pesar de toda la información que puedes encontrar en castellano, por mucho que nos duela, esto son *finance* y no finanzas. Las finanzas, como las hamburguesas o el rock, son patrimonio anglosajón, y los mejores medios de comunicación del mundo en cuanto a información y opinión hablan la lengua de la pérvida Albión... aunque con acento neoyorkino. Así que, si te atreves con la información financiera en inglés, aquí tienes mis recomendaciones.

El *Financial Times*, al registrarte, ya te ofrece muchísimo contenido. Encontrarás todas las noticias imaginables y más, y los artículos de un columnista de la calidad de Martin Wolf (considerado uno de los mejores periodistas financieros de Europa). Pero te voy a recomendar tres secciones en particular:

- “Global Economy”: en este apartado puedes filtrar la información por áreas geográficas.
- “Personal Finance”: recoge artículos de lo más variopinto y en ella encontrarás información que ni pensabas que podía existir.
- “Análisis fundamental de acciones”: solo esto justifica que te registres y que utilices esta web. Pon en el buscador el nombre o el *ticker* de la acción (la identificación de tres letras con la que cotiza en bolsa, por ejemplo Santander es SAN, Arcelor Mittal es MTS) y te abren un maravilloso mundo con información general sobre la compañía, gráficos, cotizaciones, máximos y mínimos, etc. También puedes saber quiénes son los ejecutivos principales, qué experiencia tienen y hasta cuánto dinero han ganado en el último año (son anglosajones, hay transparencia). Y para los más aventajados en análisis fundamental, ofrecen una joya, *financials*, los últimos balances y cuentas de resultados resumidos. Y en el apartado de *forecast* te dan el consenso de los analistas sobre el valor en cuestión. ¿Necesitas algo más?

## **Yahoo Finance (<http://finance.yahoo.com>)**

También lo tienes en español, pero tengo que reconocerte, con todo el dolor de mi corazón, que no hay color. Sin embargo, si el inglés no es lo tuyo, la web española también vale la pena. Así como en buscadores Google no tiene rival, en plataformas financieras generalistas, el premio se lo lleva Yahoo. Es cierto que la información está muy centrada en la bolsa americana, pero es que tienes de todo: información completa de mercado (*market data*), un análisis gráfico decente que te permite aplicar herramientas de análisis técnico y la posibilidad de configurar carteras sin complicaciones técnicas. Además, incluye un canal específico de la CNBC (una cadena de televisión estadounidense sobre economía y mercados) y cada día tienes a Jim Cramer, un gurú de los mercados, diciendo animaladas (aunque de vez en cuando son animaladas muy rentables) en un programa cuyo título lo dice todo: *Mad Money*.

## **Barron's** (<http://online.barrons.com>)

Si quieres sacarle provecho, tendrás que pasar por caja. Se considera la publicación más seguida por los gestores de cartera profesionales en Estados Unidos. Encontrarás análisis de calidad e ideas de inversión. Para mí, lo mejor de lo mejor, aunque, seguramente, entramos en un plano demasiado elevado para un inversor particular.

## **Seeking Alpha** ([seekingalpha.com](http://seekingalpha.com))

Plataforma gratuita donde cientos de *bloggers* sueltan sus ideas y análisis. Hay bastante información sobre compañías de biotecnología, oro o cualquier cosa... estadounidense, claro.



Mi consejo es que elijas unas pocas fuentes de información y les dediques un tiempo concreto y limitado. La cantidad de información a tu alcance es tal que no tendrías horas de vida suficientes para leer ni el 10 % de lo que se publica en el mundo. Por eso, la clave es la disciplina: establece un tiempo concreto todas las semanas para ponerte al día. Por ejemplo, los lunes por la tarde dedícalos a leer y analizar el informe semanal de inversión que publica tu banco y los sábados céntrate en el suplemento económico del periódico y subraya las ideas principales.

## **Bloomberg App**

El rey de la información financiera a nivel mundial es Bloomberg. De hecho los terminales profesionales que se utilizan en las mesas de tesorería y de negociación de los bancos y brokers son de esta casa. A nivel doméstico, Bloomberg ofrece tanto una web muy completa como un canal de televisión —al que también puedes acceder por internet—. Mi recomendación aquí, no es tanto la web (engorrosilla a mi modo de ver) ni la televisión (que es estupenda si solo sí, estás chalado por las finanzas). Lo que recomiendo al ciento por ciento es la App de Bloomberg ya que es la aplicación financiera para dispositivos móviles más completa y bien diseñada que conozco. Tienes todo de todo con una presentación estupenda para consultar desde la tableta o el móvil.

## **Programas de análisis técnico**

Si quieras ver un gráfico antes de invertir (creo que deberías hacerlo) tienes opciones en Invertia, Yahoo, Financial Times o cualquier otra web. Pero, para mí, existen dos sitios que mejoran lo anterior y son:

- Stockcharts.com: fácil e intuitivo. Ofrece una herramienta más que buena para diseñar (e imprimir, si quieras) gráficos de todos los mercados y productos. Cualquier inversor a largo plazo tiene de sobras con este programa (y con el de Yahoo Finance también).
- Prorealtime.com: solo con registrarse ofrece acceso gratuito, eso sí, sin tiempo real. Para obtener tiempo real es necesario suscribir alguno de los paquetes de tarifas que ofrecen. Es una opción profesional que resulta algo intimidatoria para un principiante, pero si te interesa el análisis técnico, es uno de los mejores sitios que tienes a tu alcance.



En este breve capítulo te he ofrecido algunas opciones, tanto en español como en inglés. Sé selectivo con lo que lees. Si todos los días lees a Nouvel Roubini y a Santiago Niño Becerra (economistas que predijeron la crisis y que son un tanto pesimistas), te costará horrores invertir en activos de riesgo porque tu subconsciente te repetirá constantemente “que el fin del mundo está cerca”. Por el contrario, si tus fuentes de información son toros, son “siempre alcistas”, corres el riesgo de que aunque estemos en un mercado bajista a más no poder, a la mínima reacción alcista del mercado digan que es “una gran oportunidad que no te puedes perder” y lo que consigas siguiendo estos consejos es meterte en un buen lío.



En un sentido u otro, ten criterio propio. Nadie ha hecho dinero en los mercados siguiendo únicamente la prensa, cuya función es, precisamente, ayudarte a que te crees tu propia visión.

# **Apéndices**

## **En esta parte...**

Esta parte final de este libro es de referencia e información. En ella se tratan dos tipos de análisis que pueden ser de gran ayuda si quieres profundizar en la inversión. Me refiero al análisis fundamental y al análisis técnico.

Te aviso: ambos pueden llegar a ser muy pero que muy complejos. Tanto, que por eso he decidido tratarlos fuera del cuerpo del libro, como apéndices. La idea es que, si realmente te ves con fuerzas y ganas, leas estas páginas y conozcas a fondo unos tipos de análisis que pueden abrirte nuevas posibilidades a la hora de iniciar tu aventura como inversor.

Sin embargo, si se te hace difícil entenderlos, no pasa nada, pues si lo he hecho bien (¡y así lo espero!) con lo que te explico en los capítulos precedentes tienes más que suficiente para invertir con criterio tus ahorros.

## Apéndice 1

### El abecé del análisis fundamental

---

El análisis fundamental es la disciplina que utilizan los gestores profesionales de carteras para tomar decisiones de inversión. Todos los profesionales de este sector necesitamos un soporte numérico que nos ayude en el proceso inversor, y eso es lo que nos proporciona este método, que puede ser de una complejidad numérica bastante abrumadora.

Aun así, y antes de que cierres el libro espantado por la última frase, me gustaría que recordaras algo sobre lo que ya te he insistido desde el primer capítulo: la mejor técnica de inversión para el inversor particular, para ti, es plantearte qué estás haciendo con tu dinero. Es más importante que enfascarse en llenar hojas y más hojas de números.

De lo que se trata, pues, es de pensar. Pero de pensar bien.

Dicho lo cual, ¿seguimos leyendo?

### Qué es el análisis fundamental



El análisis fundamental es un método de cálculo cuya misión es estimar el valor de una empresa. Aunque este tipo de análisis se suele relacionar con la valoración de las acciones que cotizan en bolsa, lo cierto es que su alcance es mucho más amplio. Sin ir más lejos, las empresas de rating (si quieras saber más sobre ellas, ve al capítulo 4) hacen análisis fundamental de las empresas y de los países para valorar su situación financiera y establecen qué rating otorgarles. La valoración de empresas no cotizadas también se basa en las técnicas de análisis fundamental.



El entorno macroeconómico es primordial para hacer un análisis fundamental a fondo. Piensa si no en una empresa europea que exporta el 80 % de su producción a Estados Unidos. Por fuerza, el cambio del euro con el dólar impactará de forma directa en su rentabilidad. Otro caso muy diferente: imagínate que el banco central sube los tipos de interés. Esta decisión macroeconómica provoca un fuerte impacto en los costes financieros de una empresa que está muy endeudada y eso se traduce en una reducción de sus beneficios (en el capítulo 3 puedes repasar algunos aspectos relevantes de la macroeconomía).

El objetivo del análisis fundamental es ofrecer una estimación dinámica de una empresa, o lo que es lo mismo, no solo lo que vale hoy, sino qué expectativas de valoración tiene en el futuro. Lo relevante no es lo que ha hecho (eso ya lo sabemos) sino lo que hará, que es lo que da dinero.

Ahora bien, ¿cómo se valora el futuro? Ahí radica la gran dificultad del análisis fundamental.

## ¿Se puede valorar el futuro?

Los seguidores de la teoría financiera tradicional te dirán que no, pues el futuro nadie lo conoce. Y para dar más peso a tan sesuda elucubración concibieron la hipótesis del mercado eficiente.

Esta hipótesis establece que:

- ✓ Los precios del mercado reflejan toda la información disponible al instante.
- ✓ Los cambios en los precios solo se producen por la irrupción de nueva información no predecible.

Conclusión: la evolución futura de los precios no es predecible y, por tanto, nadie puede ganar al mercado de forma recurrente.

Dentro de esta teoría, se definieron tres niveles de eficiencia:

1. **Eficiencia débil**: los precios muestran toda la información contenida en transacciones pasadas.
2. **Eficiencia semifuerte**: los precios recogen toda la información pública.
3. **Eficiencia fuerte**: los precios recogen toda la información que existe, tanto pública como privada (la que solo conocen los directivos de la empresa).

Si eres un seguidor convencido de la hipótesis del mercado eficiente no vale la pena que sigas leyendo este apéndice de análisis fundamental. ¿Para qué? Y tampoco te será de utilidad el siguiente apéndice sobre análisis técnico... Ya puestos... Tampoco este libro ni ningún otro de finanzas... Si te crees a pies juntillas lo que predica esta teoría, a largo plazo no obtendrás una rentabilidad superior a la de los índices, por lo que la mejor estrategia sería replicarlos vía ETF y punto (en el capítulo 13 te hablo de los índices y, en el 15, de los ETF).

## El mercado se puede batir

Pero la realidad es tozuda. Y va y sale un tipo como Warren Buffett que lleva treinta años batiendo al mercado con rentabilidades espectaculares (el capítulo 18 está dedicado al estilo de invertir de este gurú). Y no, no es la excepción que confirma la regla, pues también tienes los casos de gente como Peter Lynch, Anthony Bolton, Bill Gross, James Simons o el español Francisco García Paramés, entre otros. Todos han conseguido batir a los mercados de forma recurrente. El propio Buffett objetaba a la teoría financiera tradicional que “Si los mercados fueran eficientes, yo hoy sería un vagabundo con un cazo de hojalata”.

Que el futuro no se puede predecir es indiscutible. ¿O eres de los que crees en futurólogos, echadores de cartas y quirománticos? Sin embargo, que eso sea así no quita que, aplicando ciertas buenas técnicas, se pueda batir a los mercados. Y por buenas técnicas me refiero al análisis fundamental y al análisis técnico, del que te hablaré en el apéndice 2.

Si una empresa tiene un buen producto, un buen equipo gestor y unos buenos números, podemos deducir que tiene más probabilidades que otra empresa con peores cifras de batir la rentabilidad del mercado. No tenemos certezas, tenemos probabilidades. Pongo un ejemplo extremo: si compro acciones de una buena empresa como Apple, tengo más probabilidades de que, a largo plazo, mi inversión funcione mejor que si compro acciones de Mangantes Asociados, S. A. (aunque puedas pensar lo contrario por algunos comportamientos que se ven por ahí, el nombre es inventado).



Es cierto que el futuro nadie lo conoce, pero también es cierto que, haciendo los deberes, podemos poner probabilidades a nuestro favor. Y las probabilidades de que Apple funcione en el futuro mejor que Mangantes Asociados son aplastantes.

## La esencia de la cuestión

A lo largo de este apéndice verás algunos apuntes (es un abecé, recuerda) sobre cómo valorar la salud financiera de una empresa, pero quédate con la esencia de la cuestión. Esta se puede resumir en estos tres puntos:

- ✓ Si el precio de mercado —cotización de la acción— es más alto que el valor teórico que obtienes por análisis fundamental, se dice que la acción está sobrevalorada. No la compres.
- ✓ Si el precio de mercado es el justo (*fair value*) y coincide con el valor por análisis fundamental, la compra tampoco te aporta nada.
- ✓ Si el precio de mercado está por debajo del valor fundamental, esa acción está infravalorada y puede interesarte comprarla. Dicho sea de paso, esta es la base intelectual del estilo de inversión en valor o *value investing* (que te explico en el capítulo 5).

**Nota:** una expresión muy habitual que verás en muchos textos y artículos para definir el valor de una empresa por análisis fundamental es la de “valor intrínseco”. Aunque esta expresión se haya vinculado estrechamente al estilo de inversión en valor o *value investing* (encontrarás más al respecto en los capítulos 5 y 18), puedes utilizarla con total corrección como la acepción generalista del valor de una empresa por análisis fundamental.

## El análisis fundamental en números

Sí, el título de este apartado puede pecar de redundante. Porque, ¿cómo se va a hacer análisis fundamental si no es con números? De hecho, nadie hace análisis fundamental sin números. ¿Nadie? Tú lo harás. ¿Cómo? Pensando.

Reflexiona sobre las inversiones que vas a hacer. Para ello, tienes a tu disposición estas tres herramientas:

- ✓ El plan o la estrategia de la empresa.
- ✓ El modelo de Porter de las cinco fuerzas competitivas.
- ✓ El análisis SWOT o DAFO.

No te dejes intimidar por los nombres. Ahora te explico en qué consiste cada herramienta.

### La estrategia, que no falte

La primera pregunta, y seguramente la más importante, no es si estudias o trabajas (estamos hablando de inversiones, no de otras cosas). Cuando te planteas una

inversión, esa primera e importante pregunta es: ¿qué estrategia tiene esta empresa?

Hay muchas definiciones de estrategia y montones de libros que aplican a la economía los principios de dos grandes estrategas militares: el chino Sun Tzu y el prusiano Carl von Clausewitz. Esos libros buscan paralelismos y relacionan la caída de ventas del trimestre con un ataque por los flancos de los arqueros, o la falta de motivación de los directores de departamento con una fortaleza sitiada sin pan ni agua y majaderías por el estilo.



Como asesor financiero, la definición de *estrategia* más acertada que he visto en mi vida es la de un señor japonés conocido como Mr. Strategy, aunque no fue ese el nombre que le pusieron sus padres al nacer, sino el de Kenichi Ohmae. En su libro, *The Mind of the Strategist*, escribe lo siguiente: “La estrategia empresarial, en una palabra, es ventaja competitiva. El único propósito de la planificación estratégica es permitir que la empresa obtenga, tan eficientemente como sea posible, una ventaja sostenible sobre sus competidores. La estrategia corporativa supone, así, un intento de alterar las fortalezas relativas de la compañía para distanciarse de sus competidores de la manera más eficiente”.

Bellas palabras que cualquier añadido no haría más que empeorar, así que paso al siguiente apartado. Solo te recordaré que Warren Buffett basa gran parte de sus criterios de inversión en la búsqueda de empresas que tengan una ventaja sobre su competencia. Él lo llama *foso económico* o *economic moat*. Aunque le haya puesto un nombre raro para personalizar su sistema de inversión, no es más que la búsqueda de una ventaja competitiva.

## Las cinco fuerzas competitivas

Michael Porter, profesor de la Harvard Business School, creó un marco de análisis muy útil, tanto que se ha convertido en un estándar en las escuelas de negocios para analizar los factores que inciden en la rentabilidad de una empresa (y de un sector empresarial concreto).

Porter concibe la empresa como una realidad sobre la que actúan cinco fuerzas competitivas:

- ✓ **Rivalidad en el sector:** competencia entre las empresas existentes.
- ✓ **Poder de los clientes:** poder de negociación de los compradores.
- ✓ **Poder de los proveedores:** poder de negociación de los suministradores.

- ✓ **Productos sustitutivos:** amenaza de sustitución de los productos de la empresa.
- ✓ **Entrantes potenciales:** amenaza de entrada de nuevos competidores.

La combinación de todos estos factores te puede ayudar a crearte una imagen sobre el posicionamiento que tiene una empresa dentro de su sector.

## La hora de los SWOT

Si has visto la serie o la película *Los hombres de Harrelson*, a lo mejor te suenan los SWAT, unas fuerzas especiales de la policía estadounidense. Pues bien, nuestro SWOT nada tiene que ver con el teniente Harrelson. Es el acrónimo de otro método ampliamente utilizado en las escuelas de negocios que obedece a la leyenda *Strengths, Weaknesses, Opportunities y Threats*, que en español, y cambiando el orden, se convierte en DAFO: ‘Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades’.

Si observas la tabla apéndice 1-1, verás un DAFO, absolutamente personal (este método tiene bastante de subjetivo), del Banco Popular.

---

**Tabla apéndice 1-1. DAFO del Banco Popular**

---

<b>Debilidades</b>	<b>Fortalezas</b>	<b>Amenazas</b>	<b>Oportunidades</b>
Poco tamaño (en el marco europeo)	Marca reconocida	Puede ser comprado	Crecimiento vía compras
Elevados niveles de morosidad	Fuerte apego al terreno. Fuerte en retail	Nuevos competidores no tradicionales	Liderazgo en banca de pymes

---

Date cuenta de que las debilidades y fortalezas pertenecen al ámbito interno, y las amenazas y oportunidades, al externo. A mi juicio, y en el momento de escribir este capítulo (diciembre de 2014), el Popular es un banco que, en clave europea, se está quedando pequeño y tiene mucha mora. Pero, a la vez, su franquicia es potente (marca) y tiene una red en poblaciones de segundo rango donde ha hecho un buen trabajo y está muy implantado. De cara al futuro, la amenaza es que puede ser comprado —lo cual, como accionista no es una amenaza, sino que es bueno, ya que el precio de la acción suele ir al alza— y que las grandes empresas tecnológicas arrasarán en los servicios transaccionales (transferencias y tarjetas de crédito), restando así comisiones a los bancos. Como oportunidades, creo que puede hacer un crecimiento selectivo comprando pequeños bancos, que todavía quedan muchos en Europa, y que en pymes, que es su nicho de negocio tradicional y sin duda el más rentable del negocio bancario, puede seguir creciendo y asumir

una posición de liderazgo.

El DAFO es más intuitivo que el método de Porter, pero ambos se complementan y te pueden ir muy bien. Ten en cuenta esto: en las escuelas de negocios te cobran unas matrículas de escándalo para que te enseñen estas cosas (y alguna más), mientras que tú lo tienes todo aquí condensado por el precio de un libro Para Dummies. ¡Vaya chollo!

## Es hora de coger la calculadora

Veamos ahora la estructura básica de un balance de situación y de una cuenta de resultados y, a partir de ahí, algunos ratios y conceptos importantes para valorar una empresa y poder tomar decisiones de inversión sobre ella. Aquí solo te voy a dar una pincelada, pero si quieras profundizar en este campo, te recomiendo que te hagas con un ejemplar de *Contabilidad y finanzas para Dummies*, del profesor Oriol Amat.

### Activo igual a pasivo

El balance de situación nos muestra la posición financiera de una empresa a través de dos conceptos diferenciados:

- ✓ **Activo:** cómo están utilizados los recursos de la empresa. Lo que tiene.
- ✓ **Pasivo:** de dónde salen los recursos de la empresa. Lo que debe.

---

### Tabla apéndice 1-2. El balance de situación

---

<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
Activo no corriente	Patrimonio neto
Activo corriente	Pasivo no corriente
	Pasivo corriente

---

Si miras la tabla apéndice 1-2, verás que el activo y el pasivo son conceptos compuestos por varios otros. Así, dentro del activo encontramos:

- ✓ **Activo no corriente:** activos que permanecerán en la empresa más de un año. Incluye las inmovilizaciones (terrenos, edificios, maquinaria) y las inversiones financieras a largo plazo.
- ✓ **Activo corriente:** activos que permanecerán en la empresa menos de un año. Incluye las existencias, el crédito a clientes y la caja.

Y dentro del pasivo:

- ✓ **Patrimonio neto:** es el capital que han puesto los socios y las reservas acumuladas (beneficios que no se distribuyen). Y aunque te suene extraño también son un pasivo: la empresa “debe” eso a sus propietarios.
- ✓ **Pasivo no corriente:** deudas con vencimiento a más de un año, como hipotecas y préstamos a largo plazo por compra de maquinaria.
- ✓ **Pasivo corriente:** deudas con vencimiento a menos de un año. Incluye deuda a proveedores, administraciones públicas y créditos bancarios a corto plazo.



Lo que siempre debes tener presente es la siguiente fórmula:

Activo = Pasivo

## Pérdidas y ganancias

La cuenta de resultados muestra la capacidad de generación de fondos de la empresa, sus pérdidas y ganancias. La primera forma de analizar la cuenta de resultados es en porcentaje sobre la cifra de ventas, que es 100. En la tabla apéndice 1-3 verás un ejemplo en el que me he inventado los distintos porcentajes sobre ventas. Al final te explico los conceptos.

El coste de las ventas surge de esta sencilla ecuación:

Existencias iniciales + compras – existencias finales

¿Y el EBITDA? Es el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, es decir, el beneficio bruto de la empresa sin tener en cuenta la política de financiación, fiscalidad y amortizaciones. Es el indicador de rentabilidad más utilizado en las finanzas corporativas y es muy habitual que en la compraventa de empresas, que es un campo técnico y complejo, se acabe pagando x veces EBITDA y tan panchos (eso sí, con un PowerPoint de 147 páginas para demostrar que ha habido un intenso trabajo).

En cuanto al EBIT, no necesita explicación. Es como el primo mayor del EBITDA, pero aquí no computan la depreciación ni la amortización.



De la cuenta de resultados se obtiene otro concepto importantísimo. Me refiero al flujo de caja económico. Es el beneficio neto más todo lo que no se paga (amortizaciones y depreciaciones). Supone el efectivo que ha generado la empresa en el supuesto de que se cobren todos los ingresos y se paguen todos los gastos. Este concepto es el que suele vincularse con la expresión generalizada *cash flow* (si profundizas en las finanzas corporativas, verás que hay distintas clases de *cash flow* y todas útiles, pero tú quédate con esta acepción: beneficio + amortizaciones).

### Tabla apéndice 1-3. Cuenta de pérdidas y ganancias

Ventas	100
Coste de ventas	60
Beneficio bruto (ventas – coste de ventas)	40
<b>% de margen bruto</b>	<b>40</b>
Gastos generales y otros costes	17
EBITDA ( <i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i> )	23
% margen EBITDA	23
Amortización y depreciación	6
EBIT ( <i>Earnings before interest and taxes</i> )	17
<b>% margen EBIT</b>	<b>17</b>
Gastos financieros (intereses)	5
Beneficios antes de impuestos	12
Impuestos	4
Beneficio neto	8
<b>% margen neto</b>	<b>8</b>

## El abecé del análisis financiero

Un apartado con vida propia dentro del análisis fundamental es el análisis financiero de la compañía (no te compliques la vida con los nombres, solo recuerda que análisis fundamental implica cálculos y valoraciones numéricas. Más adelante también te hablaré de algo que ya has visto en el capítulo 6, los multiplicadores, que asimismo están dentro del saco del análisis fundamental).

Para poder abordar con garantías el análisis financiero, por básico que lo

hagamos, hay que tener una mínima idea de contabilidad. Pero como ya eres un experto en contabilidad financiera (je,je...), vamos a ver algunas relaciones importantes (ratios) y te daré algunas pautas generalistas básicas sobre el significado de cada ratio y los valores estándares que se esperan de cada uno de ellos.



El análisis de ratios no es algo estático. No te interesa si el ratio de solvencia es de 1,25 para decir “¡Oh, qué bien! Mayor que 1”. Los ratios se analizan como serie histórica y se recomienda un mínimo de tres años de análisis. ¿Te gusta más una empresa con un ratio de solvencia del 1,15 o una del 1,10? La del 1,15, ¿verdad? Pero si te digo que la evolución de los últimos tres años es la siguiente: 1,60–1,35–1,15 y en el otro caso 0,68–0,98–1,10, ¿cuál es mejor? Una está empeorando y la otra está mejorando (en cuanto veas como se valora ese ratio lo entenderás).

Es cierto que los números ofrecen menos margen para el arte, para la intuición, pero el ejemplo que te acabo de poner es un caso que los analistas vemos a diario y donde el factor experiencia juega un importante papel: una empresa está, en un momento concreto, mejor que otra técnicamente hablando pero su tendencia es a empeorar, y la que es técnicamente peor, está haciendo los deberes y su tendencia es claramente de mejora. No hay solución con un único indicador: hay que poner más cosas en la balanza antes de decidir cuál es la mejor.

Dicho lo cual, vamos a ver algunos ratios básicos para valorar la situación económico-financiera de una empresa. Empezamos con los de solvencia:

## Solvencia a corto plazo

**Liquidez:** activo corriente / pasivo corriente. Queremos que sea mayor que 1, que la empresa tenga activos a corto plazo mayores que las deudas que tiene contraídas a corto plazo. Un concepto muy pero que muy importante en el análisis de cualquier empresa es el fondo de maniobra o *working capital*, que es la diferencia entre al activo corriente y el pasivo corriente.



fondo de maniobra = activo corriente – pasivo corriente

Así, a bote pronto y sin necesidad de estudiar un MBA en Harvard, dime si prefieres una empresa que a corto plazo tenga más bienes que deudas o una

empresa que, a corto plazo deba más de lo que tiene. Sin duda la primera opción; “tengo más que debo”. No obstante debo advertirte que si lees obras de mayor especialización en finanzas corporativas verás que, como casi todo en el mundo financiero, admite mucha casuística y que hay empresas con fondos de maniobra negativos, o lo que es lo mismo, con ratio de liquidez menor que 1 que funcionan excepcionalmente bien (supermercados y todos los negocios que cobran en efectivo de sus clientes y pagan a sus proveedores a plazo).

Vamos a ver un ejemplo de este ratio para que entiendas mejor la forma de cálculo. ¡Es una simple división! (En el fondo, todos los ratios no tienen mayor dificultad técnica que hacer una división.)

Supongamos la empresa Riqueti, que tiene un activo corriente de 100 millones de euros y un pasivo corriente de 75 millones, y la empresa Pobreti, que tiene un activo corriente de 35 millones de euros y un pasivo corriente de 48 millones de euros. El cálculo quedaría así:

Ratio de Liquidez de Riqueti:  $100 / 75 = 1,33$



Ojo, esto no son millones de euros ni ninguna otra unidad. Es una relación (un ratio) que nos dice que el activo corriente (los bienes y derechos que tiene la empresa a corto plazo) tiene un valor de 1,33 veces el pasivo corriente (las deudas y obligaciones a corto plazo). Sin entrar en otras consideraciones, la conclusión es que Riqueti puede hacer frente con holgura a sus obligaciones a corto plazo.

Su fondo de maniobra será de  $100 \text{ millones} - 75 \text{ millones} = 25 \text{ millones}$ .



Ojo, esto sí que son unidades monetarias.

¿Quieres probar tú solo con Pobreti? El ratio debería darte más o menos 0,73 (0,7291), menor que 1, y el fondo de maniobra, 13 millones. Ojo al dato: es una cifra negativa, esto es -13 millones (si el ratio es menor que 1, el fondo de maniobra será necesariamente negativo)

- ✓ **Tesorería:**  $(\text{activo corriente} - \text{existencias}) / \text{pasivo corriente}$ . Queremos que sea 1 o lo ronde. Es la versión del ratio anterior quitando las existencias que, sobre el papel, es lo que tiene un periodo más largo para convertirse en

dinero.

- ✓ **Prueba del ácido:** tesorería / pasivo corriente. Entre 0,25–0,40. Queremos que la caja de la empresa suponga entre un 25 y un 40 % de las deudas totales que tiene la empresa a corto plazo.

## Endeudamiento

Este es otro de los parámetros que debes analizar dentro del estudio financiero de una empresa. Básicamente debes conocer los siguientes puntos:

- ✓ **Endeudamiento:** pasivo (no corriente y corriente) / activo. Queremos que esté entre 0,5 y 0,6, no queremos empresas muy descapitalizadas (o lo que es lo mismo: muy endeudadas). A mayor deuda, mayor riesgo.
- ✓ **Calidad de la deuda:** pasivo corriente / pasivo total. Buscamos el nivel más bajo posible. Contra menos deuda a corto plazo, mejor.
- ✓ **Coste de la deuda:** gastos financieros / deuda con coste. No hay un estándar claro, ya que tiene que ver con los tipos de interés de mercado. Si es muy elevado respecto de los tipos de interés vigentes, malo; si es ascendente en el análisis de diversos períodos, peor: significa que la empresa tiene poca capacidad de negociación ante la banca y debe firmar cualquier cosa que le ofrezcan, que es uno de los peores síntomas de salud financiera de una compañía.
- ✓ **Capacidad de devolución deudas:** *cash flow* / préstamos bancarios. Contra más alto, mejor.

## Ventas y rentabilidad

Y ahora, los conceptos básicos para valorar las ventas y la rentabilidad, la tercera pata del análisis financiero:

- ✓ **Crecimiento de las ventas:** ventas último año / ventas año anterior. Te permite valorar cuánto crecen las ventas de un año a otro.
- ✓ **Innovación:** ventas de nuevos productos / ventas. Valora qué éxito están teniendo los nuevos lanzamientos en la estrategia de la empresa.
- ✓ **Rentabilidad de los fondos propios o ROE (*Return On Equity*):** beneficio neto / fondos propios. Es la rentabilidad del accionista, que puede compararse con las rentabilidades del mercado (si invierto en una empresa que me da una rentabilidad similar o inferior al bono a diez años y muchos quebraderos de cabeza... habría que planteárselo).
- ✓ **Rentabilidad económica o ROA (*Return On Assets*):** EBIT / activo. Cuanto más alto mejor, pero no sirve para comparar empresas de distintos

sectores. Es difícil comparar el ROA de Banco de Santander con el de McDonald's, no es un buen comparador intersectorial... Compara al Santander con el BBVA y al McDonald's con Burger King.

## La bolsa y sus ratios

Y siguiendo dentro del análisis fundamental, la mejor herramienta con mucha diferencia para el inversor particular son los multiplicadores.

Todo lo anterior está muy bien y si llegas a manejarlo con soltura con la contabilidad financiera, análisis de balances, análisis de la cuenta de resultados, *cash flow*, *working capital*... pasarás, no ya a inversor experto, sino a megacrack de la inversión.

La verdad de la buena: salvo los analistas profesionales, nadie hace ese trabajo. Ni siquiera los asesores financieros. Si quieras amargarle la mañana a tu asesor de inversiones del banco, cuando te recomienda que compres acciones de Gas Natural, por un decir, pregúntale la evolución del *working capital* y “cómo va de ROA”. No te llamarán más. No hay ni tiempo, ni ganas, ni, a veces, conocimientos.

La buena noticia es que los multiplicadores nos facilitan la tarea a todos y permiten valorar la evolución de una compañía dedicando poco tiempo y con un esfuerzo limitado.

En el capítulo 6 ya te he hablado de los multiplicadores o ratios bursátiles, pero aun así creo que vale la pena que hagamos un repaso.



¿Cómo se puede valorar una empresa de forma rápida e intuitiva? La respuesta son los multiplicadores. Los más usados en empresas cotizadas en bolsa son:

- ✓ **Capitalización bursátil:** número de acciones por precio de la acción.
- ✓ **BPA o beneficio por acción:** beneficio neto / número de acciones. En inglés se utiliza EPS (*Earning Per Share*). Si puedes pronosticar con éxito qué empresas van a crecer más en BPA, serás un inversor de éxito, ya que, a mayor beneficio, más crece el valor de la empresa y esta es una relación que, antes o después, el mercado siempre acaba reflejando.
- ✓ **Dividendo por acción o yield:** dividendo por acción / precio por acción.

- ✓ ***Pay-out***: parte de los beneficios de la empresa que se destina a dividendos. Si una empresa gana 100 y destina 60 a dividendos, decimos que el *pay-out* es del 60 %.
- ✓ **PER o P/E**: el rey de los multiplicadores, el *Price Earning Ratio* relaciona el precio de la acción con el beneficio por acción o BPA. Nos informa de cuántas veces pagamos beneficios. Otra forma de verlo es, en términos de beneficio actual, cuántos años de beneficio estamos pagando en el precio; así un PER 12 se puede interpretar como que estamos pagando 12 años de beneficio.  $\text{PER} = \text{precio de la acción} / \text{beneficio por acción}$ . Cuanto más bajo, mejor.
- ✓ **Rentabilidad por beneficio o *Earning Yield***: inversa del PER, esto es, cambia el orden para tener el beneficio por acción / precio por acción y obtendrás la rentabilidad por beneficio que arroja la empresa. Se da en porcentaje.
- ✓ **Precio / cash flow**: como el PER, pero en vez de beneficio neto utiliza el *cash flow* que es menos manipulable (queda feo decirlo, pero el beneficio neto da mucho juego a los expertos en maquillar cuentas). Nos indica cuántas veces pagamos el *cash flow* de la compañía. Se calcula dividiendo el precio por acción entre el *cash flow* por acción (que no es más que el *cash flow* de la compañía entre el número de acciones).
- ✓ **Precio / ventas**: la forma fácil es dividir la capitalización bursátil (recuerda, precio por acción entre número de acciones) entre las ventas de la empresa. Es un ratio muy utilizado en empresas de tecnología que ganan poco pero tienen (o se supone) un gran futuro por delante.
- ✓ **Precio / valor contable (P/VC) o *Price / book value (P/BV)***: compara lo que vale la compañía en bolsa con su valor teórico contable, resultado de dividir los fondos propios (capital + reservas) entre el número de acciones. Cuando en un mercado sin grandes altibajos una compañía cotiza por debajo de su valor en libros (valor en libros y valor teórico contable es lo mismo), una de dos: o es una castaña o es un chollo.



Los multiplicadores no tienen el nivel de profundidad y detalle del análisis financiero, pero son la mejor aproximación que puede hacer un inversor particular. Un PER bajo es bueno. Pero no sabemos si es bajo por una disfunción del mercado que valora mal a la empresa o es que el precio ha caído en picado porque la empresa va camino de la quiebra porque su deuda se ha multiplicado por tres y, además, es toda a corto plazo, información que obtendríamos del análisis financiero. Si has llegado hasta aquí, habrás visto que analizar una empresa por análisis fundamental no es fácil. Es complejo, requiere un nivel de conocimientos financieros notables, una alta dedicación y no está al alcance del

inversor particular salvo que haga los deberes: como tú, que ya los estás haciendo.

## Apéndice 2

# El abecé del análisis técnico

Aunque el título de este apéndice recibe “El abecé del análisis técnico”, en realidad nos vamos a quedar solo en la A. Y solo con la A ya irás un paso por delante de la mayor parte de los inversores particulares que se limitan a comprar el valor más recomendado en la prensa o el que les ha dicho “el chico del banco que entiende de esto”, sin tener claro si están comprando un cohete o un peso muerto, un valor que sube o un valor que cae.

## Qué se entiende por análisis técnico



El análisis técnico es el estudio del comportamiento del precio de un activo. A diferencia del análisis fundamental que has visto en el apéndice anterior, el análisis técnico no valora si el activo que analiza es bueno o malo, sino que centra su atención en el precio para determinar qué dirección sigue.

Aunque en general se habla de análisis técnico, lo cierto es que incluye dos disciplinas diferenciadas:

- ✓ **Análisis de gráficos o chartismo:** el nombre le viene de *chart*, el estudio de las tendencias y gráficas que trazan los precios.
- ✓ **Análisis técnico propiamente dicho:** incorpora al chartismo herramientas estadísticas y matemáticas que analizan aspectos más complejos, como la velocidad a la que se mueven los precios (*momentum*) o la volatilidad que muestran en cada momento.

Una gran ventaja del análisis técnico es que sirve para cualquier activo que cotice. Verás qué hacen las acciones, pero también los bonos, las divisas y las materias primas. Todo lo que cotice en un mercado financiero puede analizarse mediante el análisis técnico.

Si hojeas un libro de análisis técnico, encontrarás multitud de conceptos tanto chartistas como matemáticos: el hombro-cabeza-hombro, el doble suelo, el MACD, el CCI, las Bandas de Bollinger, Ichimoku... Son términos solo aptos para iniciados y profesionales, por lo que te los apunto para que te suenen, pero sin ir más allá. Para lo que nos interesa, creo que es suficiente determinar los siguientes puntos:

- ✓ Si los precios tienen una dirección, una tendencia clara.
- ✓ Los niveles de precios relevantes que hay que controlar (soportes y resistencias).
- ✓ Las medias móviles, una herramienta de cierta complejidad que vale la pena tener en cuenta.

Y nada más. A lo largo de este apéndice desarrollaré estos tres puntos, pero créeme cuando te digo que, si eres capaz de determinar la dirección que llevan los precios, irás mil años luz por delante de la mayoría de inversores particulares.

### Qué tiene que ver el periodismo con el análisis técnico

El inventor del análisis técnico, tal como lo conocemos hoy, no fue un economista ni un matemático. Fue un periodista llamado Charles Henry Dow, de quien ya te hablé en el capítulo 13.

El señor Dow y su socio, Edward D. Jones, fundaron un periódico, el *The Wall Street Journal*, que también te debería sonar de algo. Pues bien, si te recuerdo estos datos históricos es porque Dow publicó en sus páginas 255 editoriales en los que desarrollaba una teoría para analizar el mercado a través de gráficos o *charts*. Había nacido el análisis técnico.

Además de la paternidad del análisis técnico, los dos socios crearon en 1884 los dos índices de acciones más importantes del momento: el Dow Jones Industrial Average y el Dow Jones Transportation Average.

### Una imagen vale más que mil palabras

John Murphy, el autor de la biblia del análisis técnico (*Análisis técnico de los mercados financieros*, editado por Gestión 2000), también llama al análisis técnico *inversión visual* y me encanta. ¿Sabes por qué? Mejor te lo explica él mismo: “Usted podrá decir lo que quiera acerca de lo que una acción debería hacer o por qué no está haciendo lo que debería. Podrá usted hablar de inflación, tipos de interés, ganancias y expectativas de los inversores. Al final, sin embargo, todo se reduce al gráfico. La acción, ¿sube o baja? Conocer las razones que hay tras el movimiento es interesante, pero no crítico. El truco de la inversión visual es aprender a decir cuál es la diferencia entre lo que sube y lo que baja” (*El inversor visual*, John Murphy, Netbiblo, 2005).

Interesante, ¿no crees? Pues vamos a desarrollar con más detalle esto del análisis técnico.

## Los cimientos del análisis técnico

Antes de ver gráficos, debes conocer la base de pensamiento que hay tras esta disciplina y que definió, cómo no, Charles Henry Dow, fundador de *The Wall Street Journal* (al que dedico el recuadro gris de estas páginas):

Recuerda estos tres pilares del análisis técnico para poder interpretarlo bien:

1. En la cotización está todo descontado.
2. Los precios se mueven por tendencias.
3. La historia se repite.

Vamos a verlos con más calma uno a uno.

### En la cotización está todo descontado

Al mercado va todo el mundo, los que apenas tienen información y los que la tienen toda, como los directivos de las empresas cotizadas. Toda la información que se conoce, tanto la pública como la privada, se refleja en el precio de la acción. El análisis técnico centra su atención en el único indicador no interpretable: el precio.

### Los precios se mueven por tendencias

Dado que los precios se mueven por tendencias, al análisis técnico solo le pedimos una cosa: que nos diga si el precio está en una tendencia alcista, bajista o no hay tendencia (lo que se denomina *rango lateral*). Y la tendencia nos interesa porque, si bien es cierto que no hay certezas en el mundo de la inversión, sí hay probabilidades y la probabilidad más alta de ganar es... ¿a favor o en contra de la tendencia?

Visualiza el siguiente ejemplo: el Sevilla Fútbol Club y el Real Betis Balompié están jugando un partido. A los 25 minutos gana el Sevilla por dos a cero. (Si eres del Betis, disculpa, es un ejemplo.) ¿La tendencia es sevillista o bética? ¿A favor de quién están las probabilidades?

Si eres aficionado a las apuestas deportivas y en ese momento, en el minuto 25

con el dos a cero en el marcador, llamas a la casa de apuestas, te podrían decir algo así como: victoria del Sevilla, se paga 1,02 euros por cada euro apostado y victoria del Betis 12 a 1. Esto es, por cada euro apostado, si el Betis gana, te pagan 12 euros y si gana el Sevilla solo 1,02 euros. ¿A favor de quien están las probabilidades?

Pues eso es ni más ni menos invertir con la tendencia: poner las probabilidades a tu favor.

Parte de la mala reputación que tiene el análisis técnico en el mundo académico viene por vincularlo a técnicas adivinatorias. Es un mal uso de esta maravillosa disciplina. Quédate con la afirmación anterior: solo le vamos a pedir que nos diga si el precio hoy —repito, hoy— sube, baja o no tiene una dirección definida. Nada más. Hoy, no mañana ni dentro de dos meses.

## La historia se repite

En realidad, este principio no se refiere a la historia stricto sensu. Indica que la psicología humana no ha cambiado desde la noche de los tiempos. Cuando reina el pánico, los inversores lo venden todo, por bueno que sea, a cualquier precio, y cuando impera la euforia se compra todo, incluso a valoraciones disparatadas. Eso ha pasado siempre, y mientras sigan invirtiendo personas y no robots, seguirá pasando.

No es que la historia se repita, es que la psique humana es como es y, desde los tiempos de los cromañones, las emociones humanas no han cambiado tanto. Una muestra de ello son los códigos sociales vigentes que siguen siendo bastante cromañones, tal como muestran los incontables ejemplos que los sociólogos y psicólogos conocen bien: las feroces discusiones —y a veces hasta agresiones— por defender a un equipo de fútbol; el empresario de éxito que luce como acompañante una modelo 30 años más joven que él; el rico de países lejanos que se compra un equipo de fútbol europeo como juguete, la plaga de todoterrenos de gama alta para ir a buscar a los niños al cole y que jamás pisarán un palmo fuera del asfalto de la ciudad, etc. Nos guste o no somos esclavos de nuestro código genético y nuestra genética sigue siendo la misma que los cromañones.

Y en las finanzas pasa igual: manda el corazón, no la razón. ¿Alguien recuerda el verano de 2012 con aquello del “euro se rompe”, “España quiebra”, “el mundo se acaba”? Hasta un premio Nobel de Economía como Paul Krugman decía lo siguiente: “Si Alemania no cede, el euro se rompe” (*La Vanguardia*, 8 de julio de 2012).

¿Cómo vas a invertir de forma racional con ese entorno?

## ¿Sube o baja?

En este apartado conocerás las herramientas básicas para saber si un precio sube o baja. Con un añadido: los niveles de precios relevantes que hay que controlar, que ya te anticipó reciben el nombre de *soportes y resistencias*.

Conozco a bastantes aspirantes a *traders* (especuladores) que utilizan el análisis técnico con profusión y, si pudiese darles un consejo, les diría que simplificasen su operativa a lo que vas a ver a continuación y poco más. Muchas veces la complejidad nos paraliza.

### Un par de decisiones básicas

Hoy en día se ha popularizado el análisis técnico con gráficos japoneses o de velas (*candlestick*). Los más avanzados utilizan una variante, la llamada *heikin ashi*, que para mí es estupenda. (No voy a entrar en este jardín, te lo apunto por si alguna vez tropiezas con estos nombres.)

Pero tú, como inversor particular con estrategias abiertas a medio y largo plazo, no te meterás en esto. No la necesitas en esta fase de tu aprendizaje como inversor. Ve a lo básico: al grafico que nos muestra, con una humilde y simple línea continua, los precios de cierre. Y nada más. No hay nada que interpretar aquí. Esta es la primera decisión importante que debes tomar.

La segunda decisión es en qué marco temporal visualizarás los gráficos. Me explico: las pautas de análisis técnico sirven tanto para un grafico de 5 minutos como para un gráfico de años. Pero ¿te interesa lo que hace un precio cada 5 minutos? No. ¿Y cada hora? Tampoco. ¿Y cada día? Sí, eso está mejor. ¿Y cada semana? ¡Mejor aún! Por tanto, el marco temporal en el que analizarás la tendencia del precio es el día y, mejor aún, la semana.

### Un programa de análisis técnico



Si empiezas con esto desde cero, te recomiendo que te familiarices con los gráficos que ofrece Yahoo Finanzas (<https://es.finance.yahoo.com>), de lo más completo que hay en páginas web gratuitas. La web de Invertia ([www.invertia.com](http://www.invertia.com)) también te servirá, aunque en mi opinión es un gráfico menos agradecido que el de Yahoo. La pega que tienen ambas páginas es que no permiten trazar líneas (sí medias móviles, de las que te hablaré más adelante), aunque, insisto, se puede

hacer un análisis técnico más que decente con lo que ofrecen. El de Yahoo en concreto ya es gráfico con prestaciones. Un nivel superior lo tienes en [www.stockcharts.com](http://www.stockcharts.com), donde puedes trazar líneas de tendencia. Su gran inconveniente es que solo ofrece valores que cotizan en mercados estadounidenses.

Para mostrarte el trazado de líneas, voy a utilizar un programa más complejo que se llama [www.prorealtime.com](http://www.prorealtime.com), que permite desde un uso básico a uno profesional. Cuando subes el nivel, hay muy buenas opciones, además de la propia Prorealtime, como Visual Chart ([www.visualchart.com](http://www.visualchart.com)), o metatrader ([www.metatrader4.com](http://www.metatrader4.com)), entre otras. Pero Prorealtime funciona realmente bien y, sin tiempo real y con registro previo, ofrece acceso gratuito. De lo que conozco, es de lo mejorcito que hay en el mercado.

## Las herramientas de trabajo

Ya te has decidido y escogido un programa de análisis técnico. Enhorabuena. Ahora te toca ponerte manos a la obra. Para ello vas a contar con dos herramientas inestimables:

- ✓ Línea de tendencia.
- ✓ Soportes y resistencias.

Te las explico a continuación con más detalle.

### Herramienta 1: Línea de tendencia



Una tendencia es la dirección que siguen los precios.

Necesitamos líneas de tendencia para determinar la dirección de los precios ya que estos no siguen una línea recta de forma continua. Un valor un día vale 40,27, al día siguiente 40,33, pero luego baja a 40,18. ¿Sube o baja? Por eso las gráficas de precios tienen una forma de “picos y valles”, de máximos y mínimos, pues unos días están arriba y otros abajo y no es baladí determinar la tendencia de fondo, si suben o bajan.

El mero hecho de trazar una línea de tendencia sobre un gráfico te aportará la información más importante que ofrece el análisis técnico, es decir, saber si los precios:

- ✓ **Suben**, esto es, están en tendencia alcista (*uptrend*).
- ✓ **Bajan**, es decir, están en tendencia bajista (*downtrend*).
- ✓ **Ni suben ni bajan**. En español decimos que están en “rango lateral” (*sideways trend*).

Ahora bien, ¿cómo se traza una línea de tendencia?

Uniendo mínimos cada vez más altos, dibujamos una línea de tendencia alcista y uniendo máximos cada vez más bajos, una línea de tendencia bajista. Vuelve a leerlo e interiorízalo porque esto es clave y lo lógico es confundirse (lo lógico es vincular una tendencia alcista con máximos y bajista con mínimos, y no es así).

Otra forma de tener una idea clara es la siguiente:

- ✓ **Tendencia alcista**: máximos más altos / mínimos más altos.
- ✓ **Tendencia bajista**: máximos más bajos / mínimos más bajos.

Lógicamente, para trazar una línea, se necesitan dos puntos. Se dice que la línea se confirma cuando tiene al menos tres puntos de contacto. A mayor tiempo de existencia de una tendencia, mayor es su fortaleza, y cuantas más veces hayan rebotado los precios en la misma, mayor muestra de fortaleza. Por supuesto, no es lo mismo una tendencia que dura tres meses que una que dura dos años, como no es lo mismo una tendencia que los precios hayan testeado tres veces y a la cuarta la rompen, que una tendencia que hayan testeado ocho veces sin romperla.



Veamos dos ejemplos para entender todo esto ya que, como señala Murphy, no deja de ser “análisis visual”. Si observas la figura apéndice 2-1 verás una tendencia bajista de Apple y, si miras la figura apéndice 2-2, otra alcista con el índice de la bolsa alemana, el DAX 30. Todos los gráficos están diseñados con [www.Prorealtime.com](http://www.Prorealtime.com).

La figura Apéndice 2-1 es un gráfico con cierres diarios. Entre septiembre de 2012 y abril de 2013 Apple no hizo más que bajar. Fíjate en que, una vez lanzada la tendencia, puede haber algún punto de rotura que no se confirma (finales de marzo de 2013). La clave es determinar si la rotura es consistente o flor de un día, y eso no puedo explicarte cómo funciona por la sencilla razón de que no hay reglas definidas. Se pueden analizar el volumen y las divergencias con osciladores, pero entraríamos en un nivel que supera los objetivos, y límites, de este apéndice.



Fuente: [www.ProRealTime.com](http://www.ProRealTime.com).

**Figura 2-1:**  
Tendencia bajista de Apple

A toro pasado es fácil analizar el gráfico, pero no lo es en tiempo real. La parte derecha del gráfico, la correspondiente al futuro, nadie la conoce. El análisis técnico solo te dice que, si hay una tendencia en marcha, inviertas con la tendencia y no en contra de ella.

Me gustaría que centrases tu atención en la línea de tendencia: no necesitas grandes conocimientos ni enormes números para ver que, dijese lo que dijese los analistas de las bondades de Apple, el precio no hacía más que bajar, por lo que no era prudente comprar la acción porque era barata.

En el periodo que te muestro, hay una caída del 44 % entre máximos y mínimos. La empresa es buena (no buena, buenísima), pero el precio no lo era, y para aguantar este tipo de pérdidas se necesita un estómago a prueba de bombas o un nivel de inconsciencia supino del tipo “hasta que no vendes, no pierdes”. Prueba a poner en garantía tus acciones que han caído un 44 % y ya me explicarás lo del “hasta que no vendes no pierdes”...



En análisis técnico, los conceptos “caro” y “barato” no existen. Los precios suben, bajan o no marcan dirección. Eso es todo.



Presta atención ahora a la figura apéndice 2-2, correspondiente al DAX alemán. Entre septiembre de 2011 y principios de 2014 el precio no hizo más que subir. Con movimientos cortoplacistas importantes, pero la tendencia a largo plazo (tendencia primaria) siempre fue alcista. En este caso verás que la línea se construye uniendo mínimos cada vez más altos.



Fuente: [www.ProRealTime.com](http://www.ProRealTime.com).

**Figura 2-2:**  
Tendencia alcista del DAX

## Herramienta 2: soportes y resistencias

Los soportes y resistencias son niveles clave en el comportamiento de los precios. Nos dan pistas muy claras de cómo valora el mercado a ese activo. Ten presente que:

- ✓ **Un soporte** es un nivel de precios en que el interés de los compradores es superior al de los vendedores. Hay más demanda que oferta.
- ✓ **Una resistencia** es un nivel de precios en que el interés de los vendedores es mayor que el de los compradores. Hay más oferta que demanda.

Aunque leas “el soporte está en 37,43” no quiere decir que si el precio baja un

céntimo, esto es 37,42, el soporte se haya roto. No pienses en niveles exactos, sino en zonas de precios. En este ejemplo, en la zona del 37,40 aproximadamente habría un soporte y, para romperlo, debe hacerlo de forma consistente y no por el mero hecho de valer un céntimo menos que el punto concreto que has determinado.



No es aconsejable comprar un activo cercano a una resistencia ni venderlo cerca de un soporte. Espérate para ver cómo reacciona el precio ante esos niveles clave antes de tomar una decisión.

Ahora presta atención a la figura apéndice 2-3, que muestra la evolución del fabricante de aerogeneradores Gamesa. En este caso, el marco temporal es semanal. ¿Qué ves en ese gráfico? Pues que en mayo de 2014, en la zona alrededor de los 7 euros, el precio dejó de caer y rebotó al alza. En octubre de 2014, el precio volvió a caer y, cuando llegó a los 7 euros, volvió a rebotar al alza. ¿Magia, casualidad o un soporte en toda regla?

Si, después de haber hecho el análisis fundamental, te gusta Gamesa y ves que el precio está, por ejemplo en 7,80 y cayendo, ¿comprarás sin más o esperarás a que llegue a los 7 euros? Recuerda que una de las claves de la teoría de Dow es la de que “la historia se repite”, y aunque sea por la “profecía autocumplida”, esto es, que hay muchos inversores esperando el nivel de los 7 euros por acción para comprar, existe la posibilidad de que se haya formado un soporte a 7 euros y el precio rebote.

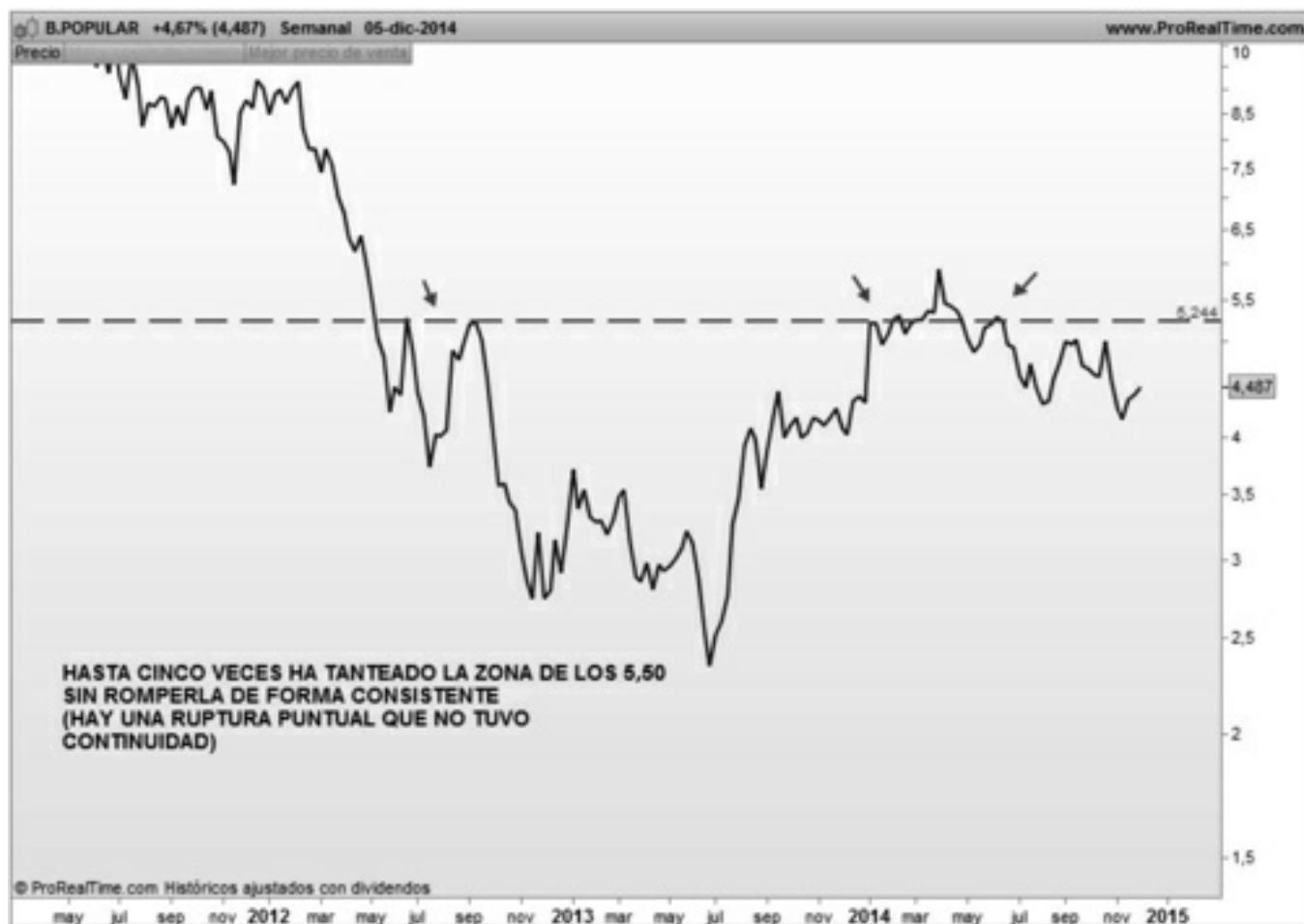


**Figura 2-3:**  
Evolución de Gamesa



Si sigues con ganas de analizar nuevas gráficas, observa la de la figura apéndice 2-4. En ella puedes ver un ejemplo de resistencia en el Banco Popular, una resistencia muy bonita (lo mío ya es patológico: definir una resistencia como “bonita”...). Digo que es “bonita” porque se dio en 2012 y se ha repetido en 2014: la historia se repite. Si ya estás cansado de esta frase, a ver qué te parece esta, una de las favoritas de los analistas técnicos (y bien “bonita”): “El mercado tiene memoria”.

En la zona de los 5,50, el precio ha testeado hasta cinco veces ese nivel. Solo lo ha roto una vez de forma abrupta y puntual (así que no es una rotura consistente en el tiempo). Es posible que, cuando leas este libro, se haya roto la resistencia de 5,50 si los mercados son alcistas, pero... ¡lo que le está costando al Popular batir ese precio!



## El vigilante de la playa: las medias móviles

Hay quien dice que el análisis técnico no sirve para el largo plazo...

Veamos un ejemplo sobre el principal índice de la bolsa europea, el Eurostoxx 50, que te recomiendo que tomes como ejemplo de la forma idónea en que un inversor particular puede utilizar el análisis técnico que, precisamente, es a largo plazo.



En esta ocasión vamos a incluir una herramienta nueva, las medias móviles. Una media móvil es una media aritmética de los  $x$  últimos precios. Más adelante te pongo un ejemplo donde lo verás muy claro.

Hay distintas formas de calcular las medias móviles, y casi innumerables estrategias de especulación con las mismas (en mi libro *Todo lo que tu banco debería contarte antes de invertir*, publicado por Gestión 2000, di algunas pautas al respecto).

En esta ocasión vamos a darles un único uso, pues la media móvil hará la función de línea de tendencia dinámica. Esto es, si la media móvil es claramente alcista, estamos en un mercado alcista. Por el contrario, si la media móvil es bajista, estaremos en un mercado bajista. Si la media móvil es ondulada, ni para aquí ni para allá, estaremos en un mercado lateral.

En Invertia y Yahoo, las webs que te he recomendado, no puedes trazar líneas de tendencia. Pero puedes trazar medias móviles diarias.

El concepto de media móvil es el siguiente: supongamos una media móvil de cuatro días. Se calcula sacando la media aritmética (puedes repasar cómo se hace en el capítulo 2) de esos cuatro días. El cuarto día pues tendrás el primer valor de la media móvil, en nuestro ejemplo es de 5,235. El día 5 incluirás el cierre del día, pero como solo queremos que se consideren cuatro datos (es una media móvil de cuatro días), eliminaremos el primer día y tendremos el segundo valor de la media móvil (5,2375). Y así todos los días. Por eso se llama “móvil”, porque a medida que avanza el tiempo y añade un nuevo dato elimina el más antiguo. Lo verás en la tabla apéndice 2-1.

## Tabla apéndice 2-1. Media móvil

Día 1	Día 2	Día 3	Día 4	Día 5	Día 6	Día 7	Día 8	Día 9	Día 10
5,25	5,26	5,23	5,20	5,26	5,24	5,30	5,26	5,35	5,30
—	—	—	5,235	5,2375	5,2325	5,25	5,265	5,2875	5,3025

El día 4, la media móvil es la suma del día 1 al día 4 y lo dividimos por cuatro. Nos dará el precio medio de los cuatro días. El día 5 eliminamos el precio del día 1 e incluimos el precio del día 5; el día 6 eliminamos el precio del día 2 e incluimos el precio del día 6, etc. No son más que medias aritméticas de los últimos cuatro días.



No tienes que calcular, todos los programas recomendados te darán las medias móviles sobre el gráfico y podrás definir el número de periodos que tienen y el tipo de media móvil (hay distintas formas de cálculo, nosotros hemos visto la media móvil simple). Lo que debes entender es cómo se construye la media móvil para determinar su validez y eficacia en tu estilo inversor.

La longitud de la media móvil, en modo inversor, no debe ser tan corta como la del ejemplo. En el ejemplo te he puesto cuatro días porque, si hubiese puesto 200, imagínate el trabajo de calcular cada día...



Como inversor, te recomiendo medias de largo plazo. Si piensas en términos de días de cotización (20 días por mes), una media de 100 días sería la longitud mínima para no estar incurriendo en cambios continuos. En clave semanal, es muy común la media móvil de 30 semanas (que vendría a ser unos 150 días de cotización). Si te pasa por la cabeza operar a corto plazo, una media móvil muy seguida por los operadores es la de 40 días (dos meses de cotización).

Volviendo al ejemplo: el día 2 el precio cerró a 5,26 euros, el día 8 siguió cerrando a 5,236 euros y el día 4, a 5,20. Qué demonios hace el precio, ¿sube o baja?

En el ejemplo he puesto todos los decimales para que veas que la mayor parte de días las variaciones en las medias móviles son muy bajas, pero a la vez tienen más continuidad que los precios en la tendencia. Al final, nuestra media móvil que empieza en 5,23, pasa a 5,25, luego a 5,26, después a 5,28 y acaba en 5,30. La

tendencia es alcista. La media móvil es alcista sin discusión y no hay nada que interpretar. Sube.

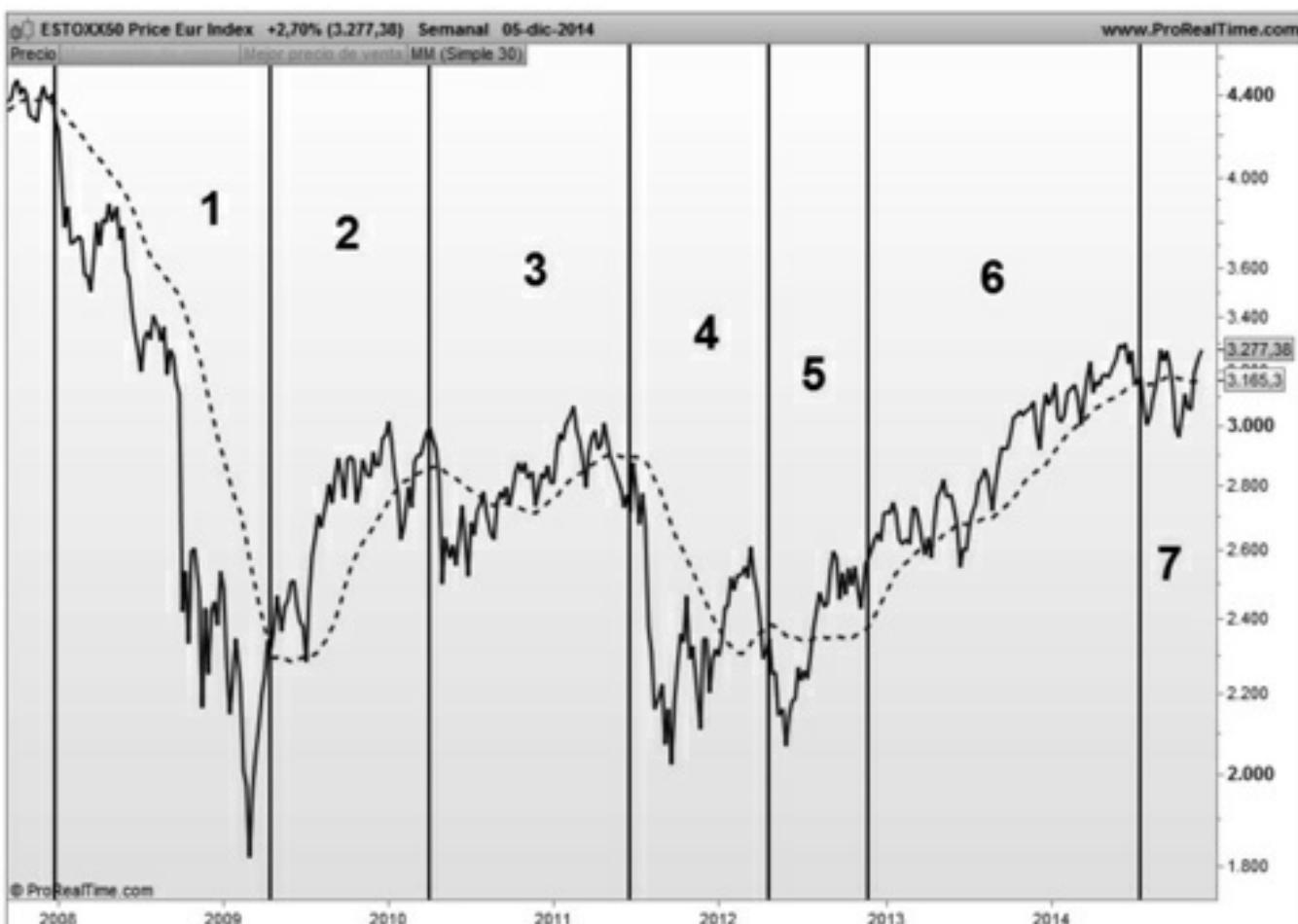


Las medias móviles suavizan los precios. Se dice que quitan “ruido” al mercado y nos permiten discernir con mayor claridad qué dirección sigue la tendencia.



Veamos un ejemplo para cerrar este apéndice de la bondad del análisis técnico aplicada al largo plazo. Estudiaremos el Eurostoxx 50 a lo largo de los últimos cinco años en gráfico de cierres semanales y con una media móvil de 30 semanas.

Si observas la figura apéndice 2-5, verás que he dividido cada periodo en fases de tendencia (las fechas son aproximadas, me interesa el concepto de análisis, no tanto el detalle). Los precios, en cierre semanal, recuerda, son la línea continua, y la línea de puntos es la media móvil de 30 semanas.



**Figura 2-5:**  
Media móvil de Eurostoxx 50

Podemos distinguir hasta siete fases en esta gráfica:

- ✓ **Fase 1.** Enero de 2008-abril de 2009. La tendencia es bajista La media móvil de 30 semanas es claramente bajista. Las probabilidades fueron a favor de quienes optaron por quedarse fuera del mercado o abrir posiciones cortas (repasa el capítulo 11 sobre productos derivados).
- ✓ **Fase 2.** Abril de 2009-abril de 2010. La tendencia es alcista. La media móvil giró al alza. Toca estar comprado.
- ✓ **Fase 3.** Abril de 2010-junio de 2011. No hay tendencia. Ni sube ni baja, y la media te lo dice: es una ondulación que no toma partido por subir ni por bajar.
- ✓ **Fase 4.** Junio de 2011-mayo de 2012. Caída clara y abrupta. Media bajista a más no poder.
- ✓ **Fase 5.** Mayo de 2012-noviembre de 2013. Otro periodo sin dirección. Después de la caída, el mercado reposó y acumuló fuerzas para el siguiente tramo.
- ✓ **Fase 6.** Noviembre de 2013-julio de 2014. Fase alcista de libro. Media móvil ascendente que se truncó puntualmente (hubo una ruptura clara de la media móvil y un aplanamiento de esta) para luego recuperarse con una fuerte pendiente alcista.
- ✓ **Fase 7.** Julio de 2014-actualidad. En el momento de escribir este apéndice (diciembre de 2014), el mercado está sin tendencia, con altibajos muy profundos y difíciles de gestionar para un inversor particular (movimientos arriba y abajo de más del 20 % en poco tiempo rompen la disciplina del mejor inversor). Tiene pinta a techo, y el mercado está amagando una nueva fase bajista, si bien una actuación extrema del BCE (Banco Central Europeo) podría recuperar la tendencia al alza. En el momento de finalizar este apéndice, el BCE acababa de anunciar el programa europeo de expansión cuantitativa o QE (*quantitative easing*) por lo que lo “normal” sería que el precio rompiera al alza. Pero, alto, estoy haciendo de adivino cuando lo único que tengo que hacer es seguir la tendencia.

Espero que este apéndice haya servido al menos para quitarte el miedo que suelen dar las gráficas, más que nada por desconocimiento. Como has podido ver, si las entiendes e interpretas bien, son una herramienta sumamente útil a la que podrás sacar un gran partido en tu labor como inversor.



Lo único que le debes pedir al análisis técnico es que te diga si el mercado está en una tendencia alcista, bajista o no ha tomado una dirección clara. Y nada más (y nada menos).

## Bibliografía recomendada

---

No es mi idea hacerte un listado pormenorizado de libros técnicos, pero sí que voy a aconsejarte unos pocos que creo que pueden ayudarte en tu proceso formativo. Me dejo muchos y muy buenos, pero los seleccionados son accesibles —con alguna excepción— para todo tipo de inversores.

En esta misma colección tienes algunos otros títulos sobre finanzas que pueden ser un buen complemento para esto, como siempre, partiendo desde cero y sentando unas buenas bases. (Además de hacer un poco de publicidad, es lo que creo honestamente como lector habitual de esta colección).

Mis recomendaciones son:

En primer lugar todas las Guías del inversor que publica la CNMV, que son muchas, variadas y de muy buena calidad. Te las puedes bajar de forma gratuita de su web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) o pedirlas en papel si te es más cómodo, sin coste alguno.

- ALLEN PAULOS, John. *Un matemático invierte en la bolsa*. Tusquets, 2004.
- BORRÁS, Miguel; ROA, Alfonso; RAMÍREZ, Eduardo. *Invertir con sentido común*. Inversor Ediciones, 2001.
- BUFFETT, Mary; CLARK, David. *Buffetología*. Gestión 2000, 2007.
- BUFFETT, Mary; CLARK, David. *El Tao de Warren Buffet*. Alienta, 2007.
- DREMAN, David. *Estrategias de inversión a contracorriente*. Deusto, 2013.
- FERNÁNDEZ HÓDAR, José Antonio. *Manual del buen bolsista*. Prentice hall-Expansion, 1.<sup>a</sup> ed. 2001, 15.<sup>a</sup> ed. 2014.
- FERNÁNDEZ VALBUENA, Santiago, *Cómo invertir en renta fija*. Inversor Ediciones, 2001.
- GRAHAM, Benjamin. *El inversor inteligente*. Deusto, 1.<sup>a</sup> ed: 2007, 13.<sup>a</sup> ed: 2014.
- MARTÍNEZ ABASCAL, Eduardo. *Invertir en bolsa*. McGraw Hill, 1998.
- MARKS, HOWARD. *Lo más importante para invertir con sentido común*. Profit, 2012.

- MURPHY, John. *El inversor visual*. Netbiblo, 2005.
- PULIDO SAN ROMÁN, Antonio. *Guía para entender de economía*. Pirámide, 1997.

Y no te olvides: *Todo lo que tu banco debería contarte antes de invertir*, de un servidor (Gestión 2000).

*Invertir tus ahorros y multiplicar tu dinero para Dummies*

Ángel Faustino

ISBN edición en papel: 978-84-329-0243-7

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

© Ángel Faustino, 2015

© Centro Libros PAPF, S. L. U., 2015

Para Dummies es un sello editorial de Centro Libros PAPF, S. L. U.

Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)

[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

Edición publicada mediante acuerdo con Wiley Publishing, Inc.

...For Dummies y los logos de Wiley Publishing, Inc. son marcas registradas utilizadas bajo licencia exclusiva de Wiley Publishing, Inc.

Primera edición en libro electrónico (epub): marzo 2015

ISBN: 978-84-329-0251-2 (epub)

Conversión a libro electrónico: Àtona-Victor Igual, S.L.

[www.victorigual.com](http://www.victorigual.com)