



Burton G. Malkiel

UN PASEO ALEATORIO POR WALL STREET

LA ESTRATEGIA PARA INVERTIR CON ÉXITO

UNDÉCIMA EDICIÓN

Alianza Editorial

Burton G. Malkiel
Un paseo aleatorio por Wall Street
La estrategia para invertir con éxito

Undécima edición

Traducción de María Hernández Díaz

Alianza Editorial

Índice

Prólogo

Agradecimientos de anteriores ediciones

Primera parte LAS ACCIONES Y SU VALOR

1. Bases sólidas y castillos en el aire

¿Qué es un paseo aleatorio?

La inversión como estilo de vida actual

La inversión como teoría

La teoría de la base sólida

La teoría de los castillos en el aire

Cómo seguirá el paseo aleatorio a partir de aquí

2. La locura de las multitudes

La fiebre de los bulbos de tulipán

La burbuja de los Mares del Sur

Wall Street hace el ridículo

Epílogo

3. Las burbujas especulativas desde los años sesenta hasta los noventa

La sensatez de las instituciones

Los 60 alcistas

La nueva «Nueva Era»: La fiebre de las acciones de crecimiento y de las nuevas emisiones

La sinergia genera energía: El auge de los conglomerados de empresas

Los buenos resultados llegan al mercado: La burbuja de las acciones
concepto

Las «Nifty Fifty»

Los colosales 80

El retorno de las nuevas emisiones

Los conceptos conquistan otra vez: La burbuja de la biotecnología

La mayor burbuja: ZZZZ Best

¿Qué significa todo esto?

El yen japonés para tierras y acciones

4. Las burbujas explosivas a principios del siglo XXI

La burbuja de Internet

Una burbuja tecnológica de gran escala

Una locura más por las nuevas emisiones

TheGlobe.com

Hablan los analistas de valore\$

Nuevas medidas de valoración

Los medios de comunicación

El fraude se desliza y estrangula el mercado

¿Teníamos que habernos dado cuenta del peligro?

La burbuja inmobiliaria estadounidense y el crash de los primeros años 2000

El nuevo sistema bancario

Normas más flexibles para la concesión de créditos

La burbuja inmobiliaria

Las burbujas y la actividad económica

¿Quiere esto decir que los mercados son ineficientes?

Segunda parte

CÓMO JUEGAN LOS PROFESIONALES AL JUEGO MÁS IMPORTANTE

5. Análisis técnico y análisis fundamental

Análisis técnico frente a análisis fundamental

¿Qué pueden deciros los gráficos?

Razón de ser del método chartista

¿Por qué puede fallar el chartismo?

De chartista a técnico

La técnica del análisis fundamental

Tres advertencias importantes

¿Por qué puede fallar el análisis fundamental?

Utilización conjunta del análisis técnico y el fundamental

6. El análisis técnico y la teoría del paseo aleatorio

Agujeros en las suelas de los zapatos y ambigüedad en las predicciones

¿Existe un momento de inercia en la bolsa?

¿Qué es exactamente un paseo aleatorio?

Algunos sistemas técnicos más elaborados

El sistema de filtros

La teoría de Dow

El sistema de la fuerza relativa

Sistema de precio-volumen

La lectura de los gráficos

Resulta difícil aceptar la aleatoriedad

Un revoltijo de otras teorías técnicas para ayudarle a perder dinero

El indicador de la altura de la falda

El indicador de la Super Bowl

La teoría de las órdenes pequeñas

Los perros del Dow

El efecto enero

Unos cuantos sistemas más

Los gurús técnicos del mercado bursátil

¿Por qué se sigue contratando a los técnicos?

Evaluación del contraataque

Implicaciones para el inversor

7. ¿En qué medida es válido el análisis fundamental?

Los puntos de vista de Wall Street y del mundo universitario

¿Son fundamentalmente clarividentes los analistas financieros?

¿Por qué está empañada la bola de cristal?

1. La influencia de los sucesos aleatorios

2. La creación de cuentas de resultados dudosas por medio de procedimientos «creativos» de contabilidad

3. Los errores de los propios analistas

4. La fuga de los mejores analistas hacia el departamento de ventas, de gestión de carteras de valores o fondos de alto riesgo
5. Los conflictos de intereses entre los departamentos de investigación y de banca de inversiones

¿Seleccionan los analistas financieros las mejores empresas? La actuación de los fondos de inversión

Las formas semifuerte y fuerte de la hipótesis del mercado eficiente (EMH)

Un apunte sobre la negociación de alta frecuencia (HFT)

Tercera parte

LA NUEVA TECNOLOGÍA DE LA INVERSIÓN

8. Unos zapatos de paseo nuevos: la teoría moderna de cartera

La función del riesgo

Definición del riesgo: La dispersión de los rendimientos

Ejemplo: El rendimiento esperado y la varianza: medidas de recompensa y de riesgo

Documentación del riesgo: Un estudio a largo plazo

La reducción del riesgo: La moderna teoría de cartera (MPT)

La diversificación en la práctica

9. La recompensa por aumentar el riesgo

Beta y el riesgo sistemático

El modelo de valoración de activos financieros (CAPM)

Miremos el expediente

Valoración de las pruebas

La búsqueda del cuanti para obtener mejores medidas del riesgo: La teoría de valoración por arbitraje

El modelo de tres factores de Fama-French

Recapitulación

10. Finanzas conductistas

El comportamiento irracional de los inversores particulares

Exceso de confianza

Opiniones sesgadas

Comportamiento de rebaño

Aversión a las pérdidas

Orgullo y arrepentimiento

Las finanzas conductistas y el ahorro

Los límites del arbitraje

¿Qué pueden aprender los inversores de las finanzas conductistas?

1. No siga al rebaño

2. Evite el exceso de transacciones

3. Si negocia: venda perdedores, no ganadores

4. Otros trucos tontos de los inversores

¿Enseñan las finanzas conductistas a ganar al mercado?

11. ¿Es «smart beta» realmente inteligente?

¿Qué es «smart beta»?

Cuatro condimentos sabrosos con sus pros y sus contras

1. El valor vencerá

2. Lo pequeño es mejor

3. Inercia y reversión a la media

4. La baja volatilidad puede producir una gran rentabilidad

Mezcla de condimentos y estrategias

Los fondos de «smart beta» suspenden el examen de riesgos

Evaluación de «smart beta»

¿Cómo ha funcionado la inclinación de factores en la práctica?

Inclinaciones de valor y tamaño

Estrategias híbridas combinadas

Research Affiliates Fundamental IndexTM (RAFI).

Estrategias de cartera de ponderación equitativa

Otros factores de inclinación

Estrategias de beta baja (baja volatilidad)

Estrategias de inercia

Consecuencias para los inversores

Consecuencias para los que creen en los mercados eficientes

El indexado con ponderación por capitalización sigue siendo el primero de la clase

Cuarta parte

UNA GUÍA PRÁCTICA PARA PASEANTES ALEATORIOS Y OTROS INVERSORES

12. Manual de mantenimiento para los paseantes aleatorios y otros inversores

Ejercicio 1: Reúna las provisiones necesarias

Ejercicio 2: Que no le cojan con las manos vacías.

Protéjase a sí mismo con recursos en efectivo y seguros

Reservas en efectivo

Seguros

Anualidades variables aplazadas

Ejercicio 3: Sea competitivo; haga que el rendimiento de sus reservas de capital en efectivo se mantenga al ritmo de la inflación

Los fondos de inversión en activos del mercado monetario (fondos monetarios)

Certificados de depósito bancarios (CD)

Bancos de Internet

Letras del Tesoro

Fondos del mercado monetario libres de impuestos

Ejercicio 4: Aprenda a esquivar a Hacienda

Cuentas individuales de jubilación

Roth IRA

Planes de pensiones

Ahorrar para la universidad: diga 529

Ejercicio 5: Compruebe que el zapato le quede bien.

Conozca los objetivos de su inversión

Ejercicio 6: Comience el paseo desde su casa; el alquiler lleva a unos músculos de inversión fláccidos

Ejercicio 7: Dese una vuelta para investigar por el país de los bonos

Los bonos cupón cero pueden ser útiles para financiar obligaciones futuras

Los fondos de inversión en bonos sin pago de comisiones pueden ser un medio adecuado para los inversores particulares

Los bonos exentos de impuestos son útiles para los inversores de los grupos impositivos altos

Bonos indexados según la inflación (TIPS)

¿Debería ser usted partidario del mercado de los bonos basura?

Bonos extranjeros

Ejercicio 7a: en épocas de recesión, utilice alternativas a los bonos en una cartera diversificada de bonos

Ejercicio 8: Vaya de puntillas sobre los campos de oro, objetos coleccionables y otras inversiones

Ejercicio 9: Recuerde que los costes de las comisiones no son aleatorios; unos son más baratos que otros

Ejercicio 10: Evite simas y escollos. Diversifique los pasos de su inversión

Una última revisión

13. La carrera financiera con hándicap: un manual para comprender y proyectar los rendimientos de bonos y acciones

¿Qué determina los rendimientos de los bonos y las acciones?

Cuatro épocas en la rentabilidad del mercado financiero

Época I.^a: La edad del bienestar

Época II.^a: La edad de la angustia

Época III.^a: La edad de la exuberancia

Época IV.^a: La edad del desencanto

Los mercados entre 2009 y 2014

Arriesgando rentabilidades futuras

14. Una guía de inversión siguiendo el ciclo vital

Cinco principios de distribución de activos

1. El riesgo y la recompensa están relacionados

2. El riesgo real de la inversión en acciones y en bonos depende del tiempo que mantenga la inversión
3. La compra en cantidades iguales de dinero puede rebajar los riesgos de invertir en acciones y en bonos
4. El reequilibrado puede reducir el riesgo y, en determinadas circunstancias, aumentar la rentabilidad de la inversión
5. La diferencia entre su actitud hacia el riesgo y su capacidad para asumirlo

Tres consejos para ajustar la guía de inversión siguiendo el ciclo vital

1. Necesidades específicas requieren activos específicos exclusivos
2. Reconozca su tolerancia al riesgo
3. El ahorro constante en cantidades regulares, aunque sean pequeñas, merece la pena

Guía de inversión según el ciclo vital

Fondos de ciclo vital

Gestión de inversiones en la jubilación

Preparación inadecuada para la jubilación

Invertir en ahorros para la jubilación

Seguro de rentas

El método «Hágalo usted mismo»

15. Tres pasos de gigante por Wall Street

El paso del que no piensa: Invertir en fondos de índice

La solución de los fondos de índice: Recapitulación

Una definición más amplia de indexación

Una cartera con fondos de índice específicos

ETF impuestos

El paso «Hágalo usted mismo»: Reglas potencialmente útiles para la elección de valores

Regla número 1: Limite la compra de acciones a aquellas empresas que parecen capaces de mantener unos aumentos de beneficios por encima de la media al menos durante cinco años.

Regla número 2: No pague nunca por un título más de lo que se puede justificar razonablemente mediante una base sólida del valor.

Regla número 3: Resulta de ayuda comprar acciones que tengan historias de crecimiento previsto con las que los inversores puedan construir castillos en el aire.

Regla número 4: Haga el menor número de transacciones posible.

El paso del sustituto: Contrate a un paseante profesional de Wall Street

El servicio de información sobre fondos de inversión
Morningstar
El paso de Malkiel
Una paradoja
Los asesores de inversiones
Unas reflexiones finales sobre nuestro paseo
Una última cosa

Créditos

A Nancy y Skipper

Prólogo

Ya hace más de cuarenta años que comencé a escribir la primera edición de *Un paseo aleatorio por Wall Street*. El mensaje de la edición original era muy sencillo: los inversores tendrían más ganancias comprando y manteniendo un fondo de inversión de índices bursátiles que intentando comprar y vender valores individuales o fondos de inversión gestionados por profesionales. Afirmé con atrevimiento que comprar y mantener todas las acciones en una media amplia del mercado de valores tenía todas las posibilidades de superar a los fondos gestionados por profesionales cuyas comisiones y gastos operativos reducen en gran medida la rentabilidad de la inversión.

Cuarenta años después, mantengo con más fuerza la tesis original, y puedo demostrarlo con cantidades de seis cifras. Por poner un ejemplo: un inversor con 10.000 dólares a comienzos de 1969 que invirtió en fondos del índice Standard & Poor 500 tendría una cartera por valor de 736.196 dólares en junio de 2014, suponiendo que hubiera reinvertido todos los dividendos. Un segundo inversor que hubiera comprado acciones en un fondo gestionado profesionalmente habría visto crecer su inversión hasta 501.470 dólares. La diferencia es abismal. A 1 de junio de 2014, el inversor del índice tenía 234.726 dólares más, un 50 por ciento superior que la cantidad final del inversor medio en un fondo gestionado.

¿Por qué una décima edición de este libro? Si el mensaje fundamental no ha variado, ¿qué es lo que ha cambiado? La respuesta es que ha habido cambios enormes en los instrumentos financieros disponibles para el público. Un

libro que pretende ser una guía de inversión completa para inversores particulares tiene que estar actualizado para abarcar toda la gama de productos disponibles. Además, los inversores pueden beneficiarse del análisis crítico de la ingente cantidad de información suministrada por los investigadores académicos y los profesionales del mercado —haciéndola comprensible en un estilo que todos aquellos interesados en la inversión puedan comprender. Ha habido tantas quejas desconcertantes sobre la bolsa que es importante tener un libro que deje las cosas claras.

Durante los últimos cuarenta años nos hemos acostumbrado a aceptar los rápidos cambios tecnológicos en nuestro entorno físico. Ciertas innovaciones, como el correo electrónico, Internet, smartphones, iPads, libros electrónicos, la videoconferencia y las redes sociales y los nuevos avances en medicina, que van desde el trasplante de órganos o la cirugía por rayos láser hasta los métodos no quirúrgicos de tratamiento del cáncer de riñón o el ensanchamiento de arterias, han afectado materialmente nuestra forma de vida. Las innovaciones financieras han sido igualmente rápidas durante el mismo periodo. En 1973, cuando apareció la primera edición de este libro, no existían los fondos de inversión de mercado monetario, ni las cuentas NOW, ni los cajeros automáticos, ni los fondos de inversión sobre índices bursátiles, ni los fondos de inversión sobre activos exentos de impuestos, ni los fondos de mercados emergentes, ni los fondos de ciclo de vida, ni los pagarés a interés variable, ni la volatilidad de derivados, ni los valores protegidos contra la inflación, ni las sociedades mercantiles especializadas en inversión inmobiliaria (REIT), ni los valores garantizados con activos, ni las estrategias de «smart beta», ni los planes de jubilación individuales (IRA), ni los planes de ahorro 529 para la universidad, ni los bonos cupón cero, ni los futuros

y opciones financieras y sobre productos, ni las nuevas técnicas de contratación, como la cobertura de cartera («portfolio insurance») y la negociación de alta frecuencia («high-frequency trading»), por mencionar solamente algunos de los principales cambios ocurridos en el mundo financiero. Gran parte del material nuevo de este libro se ha incluido para explicar estas innovaciones financieras y para mostrar de qué manera se puede beneficiar usted de ellas como consumidor.

Esta undécima edición proporciona además una descripción clara y fácilmente accesible de los avances académicos en la teoría y práctica de la inversión. El capítulo 10 describe el interesante campo de las finanzas conductistas y subraya las importantes lecciones que los inversores deben aprender de los estudios conductistas. El capítulo 11 plantea si las estrategias de inversión de «smart beta» son realmente inteligentes. Además, se ha añadido otra sección para presentar estrategias prácticas de inversión para inversores jubilados o próximos a la jubilación. Se ha ido incorporando tanto material nuevo estos años que los lectores que leyeron una de las primeras ediciones de este libro en la universidad o en la escuela de negocios verán que merece la pena leer esta nueva edición.

En esta edición se ha llevado a cabo una profunda revisión de la tesis básica de anteriores ediciones de *Un paseo aleatorio*: la de que el mercado valora los títulos de forma tan eficiente que un chimpancé con los ojos vendados tirando dardos sobre las páginas de cotizaciones bursátiles es capaz de seleccionar una cartera de valores que tenga tan buenos resultados en la bolsa como las seleccionadas por los expertos. Esta teoría se ha mantenido en pie notablemente bien durante los últimos cuarenta años. Más de las dos terceras partes de los gestores profesionales de carteras han conseguido peores resultados

que fondos de índice general de bolsa. A pesar de todo, todavía hay académicos y profesionales de los mercados financieros que dudan de la validez de la teoría. Y la crisis de la bolsa de octubre de 1987, la burbuja de Internet y la crisis financiera de 2008-2009 plantearon aún más dudas sobre la vanagloriada eficiencia del mercado. Esta edición explica la reciente controversia y revisa la pretensión de que es posible «anticiparse al mercado». Llego a la conclusión de que, aunque los anuncios sobre la muerte de la hipótesis del mercado eficiente son muy exagerados, parecen existir algunas técnicas de selección de valores que pueden inclinar las probabilidades de éxito a favor del inversor particular.

El libro sigue siendo fundamentalmente una guía legible de inversión para los inversores particulares. A medida que he ido aconsejando en estrategias financieras a particulares y a familias, se me ha hecho cada vez más patente que la capacidad que cada uno tiene de soportar el riesgo depende principalmente de la edad y del volumen de ingresos generados por fuentes diferentes de la inversión. También sucede que el riesgo inherente a toda inversión decrece en proporción al tiempo que se pueda mantener ésta. Por estos motivos, las estrategias óptimas de inversión deben estar relacionadas con la edad. El capítulo 14, titulado «Una guía de inversión siguiendo el ciclo vital», debería ser de gran ayuda para personas de todas las edades. Este capítulo por sí solo vale tanto como una consulta con un asesor financiero personal de elevada minuta.

Mantengo mis deudas de gratitud con las personas mencionadas en anteriores ediciones. Además, debo mencionar los nombres de diversas personas que me resultaron particularmente útiles por sus contribuciones específicas a la décima edición. Entre ellas se incluyen

Michael Nolan del Bogle Research Institute y mis ayudantes de investigación David Hou, Derek Jun, Michael Lachanski y Paul Noh. Mi agradecimiento a John Devereaux, Francis Kinniry, Ravi Tolani y Sarah Hammer de Vanguard Group, por su gran ayuda proporcionándome datos.

Karen Neukirchen hizo una extraordinaria aportación a esta edición. De alguna forma consiguió descifrar mis garabatos y convertirlos en texto legible. Además colaboró en la investigación y fue responsable de muchas de las representaciones gráficas del libro. Sharon Hill aportó su valiosa ayuda para la preparación definitiva del manuscrito. Mi asociación con W. W. Norton sigue siendo una colaboración espléndida y agradezco a Drake McFeely, Otto Sonntag y a Jeff Shreve su indispensable ayuda para la publicación de esta edición. Patricia Taylor siguió unida al proyecto y efectuó valiosas contribuciones editoriales a la undécima edición.

Mi esposa, Nancy Weiss Malkiel, fue quien hizo la más importante contribución para que las seis ediciones anteriores se completasen satisfactoriamente. Además de proporcionar el más cariñoso apoyo y estímulo, leyó con atención varios borradores de manuscritos e hizo innumerables sugerencias que mejoraron e hicieron más claro el texto. Sigue encontrando errores que se me habían pasado a mí y a varios correctores de pruebas y editores. Y, lo que es más importante, le ha dado a mi vida gran alegría. Nadie merece más que ella y su segunda mejor amiga, Piper, la dedicatoria de este libro.

Burton G. Malkiel
Universidad de Princeton
Agosto de 2014

Agradecimientos de anteriores ediciones

Mis deudas de gratitud a profesionales, instituciones financieras y colegas académicos que me han ayudado en las ediciones anteriores de este libro son tan cuantiosas como profundas. Expreso mi agradecimiento a los muchos que me han proporcionado sugerencias y críticas de gran valor.

Muchos ayudantes de investigación han trabajado en la recopilación de información para este libro. De forma especial, han contribuido John Americus, Shane Antos, Costin Bontas, Jonathan Curran, Barry Feldman, Ethan Hugo, Amie Ko, Paul Messaris, Matthew Moore, Christopher Philips, Ellen Renaldi, Cheryl Roberts, Saumitra Sahi, Barry Schwartz, Greg Smolarek, Ray Soldavin, Elizabeth Woods, Yexiao Xu y Basak Yeltikan. Helen Talar, Phyllis Fafalios, Lugene Whitley, Melissa Orlowski, Diana Prout y Ellen DiPippo, además de mecanografiar con fidelidad y precisión varios borradores del manuscrito, también aportaron valiosa ayuda de investigación. Elvira Giaimo proporcionó gran ayuda en programación de ordenador. Muchos de los estudios en los que se apoya este libro se llevaron a cabo en el Bendheim Center for Finance de Princeton. También estoy agradecido a Arthur Lipper Corporation por concederme autorización para utilizar sus rankings de fondos de inversión.

La contribución de Patricia Taylor, editora y escritora profesional, fue de vital importancia. Leyó borradores completos del libro e hizo innumerables aportaciones en relación con el estilo, la organización y el contenido del

manuscrito. Ella merece la mayor parte del mérito que se pueda encontrar en estas páginas en cuanto a escritura lúcida.

Mi asociación con la editorial W. W. Norton & Company ha sido enormemente grata, y le estoy agradecido de forma especial a Brendan Curry, Donald Lamm, Robert Kehoe, Ed Parsons y Deborah Makay, así como a mi editor, Starling Lawrence, por su ayuda de incalculable valor.

La aportación de Judith Malkiel fue inestimable. Revisó de forma esmerada todas y cada una de las páginas de este manuscrito y fue de gran ayuda en todas las etapas de esta empresa. Este reconocimiento de gratitud a Judith Malkiel es, de todos, el que se queda más modesto en relación con la realidad.

Por último, quisiera expresar mi mayor gratitud a las siguientes personas que tomaron parte en las anteriores ediciones: Peter Asch, Leo Bailey, Howard Baker, Jeffrey Balash, David Banyard, William Baumol, Clair Bien, G. Gordon Biggar, Jr., John Bogle, Lynne Brady, John Brennan, Markus Brunnermeier, Claire Cabelus, Lester Chandler, Andrew Clarke, Abby Joseph Cohen, Douglas Daniels, Pia Ellen, Andrew Engel, Steve Feinstein, Barry Feldman, Roger Ford, Stephen Goldfeld, William Grant, Leila Heckman, William Helman, Roger Ibbotson, Deborah Jenkins, Barbara Johnson, George S. Johnston, Kay Kerr, Walter Lenhard, James Litvack, Ian MacKinnon, Barbara Mains, Jonathan Malkiel, Sol Malkiel, Whitney Malkiel, Edward Mathias, Jianping Mei, Melissa McGinnis, Will McIntosh, Kelley Mingone, William Minicozzi, Keith Mullins, Gabrielle Napolitano, James Norris, Gail Paster, Emily Paster, H. Bradlee Perry, George Putnam, Donald Peters, Michelle Peterson, Richard Quandt, James Riepe, Michael Rothschild, Joan Ryan, Robert Salomon, Jr., George Sauter, Crystal Shannon, George Smith, Willy Spat, Shang

Song, James Stetler, James Stoeffel, H. Barton Thomas, Mark Thompson, Jim Troyer, David Twardock, Linda Wheeler, Frank Wisneski y Robert Zenowich.

Primera parte

LAS ACCIONES Y SU VALOR

Capítulo 1

Bases sólidas y castillos en el aire

«¿Qué es un cínico? Una persona que conoce el precio de todas las cosas y el valor de nada.»

Oscar Wilde, *El abanico de Lady Windermere*

En este libro le voy a llevar a dar un paseo aleatorio por Wall Street, y le voy a proporcionar un viaje con guía por el complejo mundo de las finanzas, así como consejos prácticos sobre oportunidades y estrategias para invertir. Muchas personas opinan que el inversor particular tiene hoy en día muy pocas posibilidades, comparado con los expertos de Wall Street. Estas personas señalan estrategias de inversión con complejos instrumentos derivados y transacciones de alta frecuencia. Leen noticias en los periódicos de compras y traspasos de empresas por cantidades fabulosas, y las actividades altamente lucrativas de los fondos de alto riesgo. Esto parece sugerir que ya no existe lugar para el inversor individual en los mercados de hoy en día. Nada más lejos de la realidad. Usted lo puede hacer tan bien como los expertos, y es posible que aun mejor. Los inversores pertinaces que no perdieron la cabeza durante el hundimiento de la bolsa en marzo de 2009 fueron los que con el tiempo vieron recuperarse el valor de sus carteras y seguir produciendo atractivos rendimientos. Y muchos de los expertos perdieron hasta la camisa en 2008 por comprar derivados que no lograron entender, así como a principios de los años 2000, cuando sobrecargaron sus carteras con valores tecnológicos sobrevalorados.

Este libro ofrece una guía sucinta para el inversor particular. Va desde los seguros hasta los impuestos sobre la renta. Habla de cómo suscribir seguros de vida y de cómo evitar ser engañado por los bancos y las sociedades de bolsa. Incluso le dirá qué hacer con el oro y los diamantes. Pero es, ante todo, un libro sobre acciones ordinarias, un medio de inversión que no sólo ha proporcionado generosos rendimientos durante extensos períodos en el pasado sino que también parece ofrecer buenas posibilidades en los próximos años. La guía de inversión siguiendo el ciclo vital de la cuarta parte incluye recomendaciones para que las personas de cualquier grupo de edad consigan sus objetivos en materia financiera e incluye consejos sobre cómo invertir en la jubilación.

¿Qué es un paseo aleatorio?

Un paseo aleatorio es aquel en el que los pasos futuros o la dirección no se pueden predecir a partir de la historia anterior. Cuando este término se aplica al mercado de valores, quiere decir que no se pueden predecir a corto plazo los cambios en la cotización de las acciones. Son inútiles tanto los servicios de asesoría de inversión como las predicciones de beneficios de la compañía o las complejas gráficas de esquemas de comportamiento. El término «paseo aleatorio» es una obscenidad en Wall Street. Es un epíteto acuñado en el mundo académico y que se utiliza como improperio contra los augures profesionales. Llevado a su extremo lógico, quiere decir que un chimpancé con los ojos vendados tirando dardos sobre las páginas de cotizaciones bursátiles de un periódico podría seleccionar una cartera de valores tan buena como la seleccionada con el mayor cuidado por los expertos.

Por supuesto, a los analistas financieros embutidos en costosos trajes de marca no les gusta que los comparan con chimpancés en cueros, y replican con presteza que los profesores universitarios están tan inmersos en sus ecuaciones y en sus símbolos griegos (por no mencionar su estirada prosa) que son incapaces de distinguir un toro de un oso¹ incluso dentro de una tienda de porcelana. Los profesionales de la bolsa, por su parte, se defienden de los ataques de los profesores universitarios con dos técnicas denominadas «análisis fundamental» y «análisis técnico», que examinaremos en la segunda parte. Los profesores universitarios copian estas tácticas, intentando oscurecer la teoría del paseo aleatorio con tres versiones (la «débil», la «semifuerte» y la «fuerte») y creando su propia teoría, denominada «nueva tecnología de la inversión». Esta última incluye un concepto denominado «beta», que abarca «smart beta», al que me propongo pisotear un poco.

A comienzos de los años 2000 incluso algunos académicos sostenían junto a los profesionales que el mercado de valores era en cierto modo predecible. Como se puede observar, se sigue librando una batalla a muerte, puesto que los valores significan poder para los académicos y gratificaciones para los profesionales. Por eso creo que va a disfrutar de este paseo aleatorio por Wall Street. Posee todos los elementos del drama, así como argumentos clásicos sobre sus causas.

Pero, antes de comenzar, quizá debería presentarme a mí mismo y explicar mi capacitación como guía. Para escribir este libro me he servido por igual de tres aspectos de mis conocimientos y experiencias pasadas; cada uno de ellos me proporciona una perspectiva distinta del mercado de valores.

En primer lugar está mi experiencia profesional en el campo del análisis de inversiones y de la gestión de

cartera. Empecé mi carrera como profesional de la bolsa con una de las más importantes firmas de inversión de Wall Street. Más tarde presidí el consejo de administración de una empresa de seguros y durante muchos años fui director de una de las mayores empresas de inversión del mundo. Esta perspectiva me ha sido indispensable. Existen ciertos aspectos de la vida que una virgen no puede entender ni apreciar en su integridad. Se puede decir lo mismo de la bolsa.

En segundo lugar está mi posición actual como economista y presidente de varios comités de inversión. Al especializarme en mercados financieros y en comportamiento de inversiones, he adquirido detallados conocimientos de las investigaciones y nuevos hallazgos científicos sobre las oportunidades de inversión. Para las recomendaciones que le hago, me he basado en los resultados de estas investigaciones.

Por último, pero no por ello menos valioso, he sido durante toda mi vida inversor y he participado, con éxito, en el mercado de valores. No puedo decir en qué medida he tenido éxito, ya que una de las peculiaridades del mundo universitario es que se supone que un profesor no puede ganar dinero. Un profesor puede heredar grandes cantidades de dinero, puede unirse en matrimonio a grandes cantidades de dinero o puede gastar grandes cantidades de dinero, pero se supone que nunca, nunca puede ganar grandes cantidades de dinero por sí mismo: no resulta universitario. En cualquiera de los casos, se supone que los profesores deben ser «dedicados», o al menos eso es lo que con frecuencia dicen los políticos y funcionarios; en particular cuando intentan justificar los bajos salarios universitarios. Se supone que los profesores universitarios sólo deben buscar el conocimiento, no la recompensa

financiera. Es en dicho sentido en el que voy a relatar mis éxitos en Wall Street.

Este libro contiene una gran cantidad de cifras y de hechos. No se deje intimidar por ellos. Están pensados en particular para los legos en materia de finanzas, y ofrecen consejos comprobados y prácticos sobre inversión. No se necesita ningún conocimiento previo para entenderlos. Todo lo que se necesita es tener interés y deseo de que sus inversiones le produzcan un buen rendimiento.

La inversión como estilo de vida actual

A estas alturas quizá sea una buena idea explicar lo que quiere decir para mí «invertir», y de qué manera distingo esta actividad de la de «especular». Considero la inversión una forma de adquirir activos para conseguir unos beneficios en forma de ingresos que se puedan predecir de una forma razonable (dividendos, intereses o rentas) y/o su apreciación a largo plazo. Lo que a menudo diferencia una inversión de una especulación es el periodo en que se obtienen las ganancias de la inversión y la posibilidad de predecir estas ganancias. Un especulador compra para obtener una ganancia a corto plazo en los siguientes días o semanas. Un inversor compra acciones que probablemente vayan a producir una rentabilidad y plusvalías seguras en los próximos años o décadas.

Quiero aclarar que éste no es un libro para especuladores: no prometo riqueza de la noche a la mañana. No prometo milagros en la bolsa, como proclama un libro de éxito de los años 90. De manera que un buen subtítulo para este libro podría ser *El libro para hacerse rico de forma lenta pero segura*. Recuerde que para cubrir los gastos, sus inversiones deben producir un rendimiento igual a la inflación.

La inflación en Estados Unidos y en la mayor parte del mundo desarrollado cayó hasta por debajo del 2 por ciento a principios de la primera década de 2000, y algunos analistas creen que la relativa estabilidad en los precios continuará de forma indefinida. Apuntan que la inflación es la excepción en lugar de la regla y que los períodos históricos de grandes avances tecnológicos y economías en tiempos de paz fueron períodos con precios estables e incluso decrecientes. Podría suceder que no hubiera inflación o que fuera muy pequeña durante las próximas décadas, pero creo que los inversores no deberían descartar la posibilidad de que la inflación se acelerara en cualquier momento futuro. Aunque el crecimiento de la productividad aumentó en los años 90 y primera década de 2000, recientemente se ha frenado y la historia nos indica que el ritmo de mejora siempre ha sido desigual. Además, en las actividades orientadas hacia los servicios será difícil conseguir mejoras de productividad. En el siglo XXI se seguirán necesitando cuatro músicos para un cuarteto de cuerda y un cirujano para practicar una apendicectomía, y si los sueldos de los músicos y de los cirujanos siguen subiendo, también lo harán las entradas para los conciertos y las apendicectomías. Por tanto, no puede descartarse la presión alcista de los precios.

Incluso si la inflación se mantuviera entre un 2 y un 3 por ciento (una tasa de inflación inferior a la que tuvimos en los años 70 y principios de los 80), produciría un efecto devastador sobre nuestro poder adquisitivo. El cuadro de la página siguiente nos muestra los efectos de un índice de inflación de casi un 4 por ciento en el periodo 1962-2014. El precio de mi periódico matutino se ha incrementado en un 4.900 por ciento. El incremento de la barrita de chocolate Hershey de por las tardes ha sido de veinte veces, y su tamaño real es menor que en 1962, cuando

estaba en el último año de la universidad. Si la inflación siguiera al mismo ritmo, el periódico costaría más de cuatro dólares en el año 2020. Está claro que si tenemos que enfrentarnos a una inflación, aunque sea moderada, debemos adoptar estrategias de inversión que mantengan nuestro poder adquisitivo real; de otro modo, estamos condenados a un constante deterioro de nuestro nivel de vida.

EL MORDISCO DE LA INFLACIÓN

	<i>Media en 1962</i>	<i>Media en 2014</i>	<i>% de aumento</i>	<i>Tasa inflación anual compuesta</i>
Índice de precios al consumo	30,20	236,40	682,8	4,0
Barritas de chocolate Hershey	0,05\$	1,00\$	1.900,0	5,9
<i>New York Times</i>	0,05\$	2,50\$	4.900,0	7,8
Correo de primera clase	0,04\$	0,49\$	1.125,0	4,9
Gasolina (por galón)	0,31\$	3,40\$	996,8	4,7
Hamburguesa (doble de McDonald's)	0,28\$ *	4,00\$	1.328,6	5,2
Chevrolet	2.529,00\$	24.000,00\$	849,0	4,4
Frigorífico congelador	470,00\$	1.249,00\$	165,7	1,9

* Datos de 1963.

Fuente: *Forbes*, 1 de noviembre de 1977 para los precios de 1962 y varias fuentes gubernamentales y privadas para los de 2014.

La inversión requiere un gran esfuerzo, no se confunda respecto a esto. Las novelas románticas están repletas de historias de grandes fortunas familiares que se perdieron por negligencia o desconocimiento de cómo cuidar el dinero. ¿Quién puede olvidar el sonido del huerto de los cerezos al ser talado en la gran obra de Chéjov? Lo que produjo la ruina de la familia Ranevsky fue la libre empresa, no el sistema marxista: no se esforzaron por mantener su dinero. Incluso si confía sus fondos a un

asesor de inversiones o a un fondo de inversión, es necesario que usted sepa qué consejero o fondo es el más adecuado para hacer buen uso de su dinero. Dotado con la información que se ofrece en este libro, a usted le debería resultar más sencillo tomar decisiones sobre sus inversiones. Sin embargo, lo más importante de todo es que invertir es divertido. Es divertido enfrentar la inteligencia propia contra la del resto de la vasta comunidad inversora, y encontrarse recompensado por el incremento de activos. Es estimulante revisar los beneficios de las inversiones realizadas y comprobar que se acumulan a un ritmo superior al del salario. Es igualmente emocionante aprender las nuevas ideas sobre productos y servicios, y las innovaciones en las formas de inversión financiera. El inversor de éxito es generalmente una persona culta, que ha decidido beneficiarse de su curiosidad natural y de su interés intelectual.

La inversión como teoría

Todos los rendimientos de las inversiones (sean en acciones ordinarias o en diamantes excepcionales) dependen, en distintos grados, de acontecimientos futuros. Eso es lo que hace fascinante la inversión: es una apuesta cuyo éxito depende de la capacidad de predecir el futuro. Tradicionalmente, los expertos de la comunidad inversora han utilizado dos planteamientos para valorar los activos: la «teoría de la base sólida» o la «teoría de los castillos en el aire». Se han ganado y perdido millones con ambas teorías. Para añadir dramatismo, ambas teorías parecen mutuamente excluyentes. Es necesario que entienda ambos planteamientos si quiere tomar decisiones sensatas de inversión. Es también un requisito necesario para mantenerle a salvo de estúpidos errores. A finales del siglo

xx nació una nueva teoría entre los medios académicos, denominada la «nueva tecnología de la inversión», y se hizo muy popular en «la calle» (Wall Street). En una sección posterior del libro describiremos esta teoría y sus implicaciones para el análisis de la inversión.

La teoría de la base sólida

La teoría de la base sólida afirma que cada instrumento de inversión, ya sean acciones ordinarias o propiedades inmuebles, tiene un fuerte anclaje de algo denominado «valor intrínseco», que viene determinado por un cuidadoso análisis de las condiciones actuales y de las perspectivas de futuro. Cuando los precios del mercado caen por debajo (o se elevan sobre) de esta base sólida del valor intrínseco, aparece una oportunidad de compra (o venta), ya que esta fluctuación se rectificará a la larga (o al menos eso dice la teoría). Entonces la inversión se convierte en el tedioso pero sencillo asunto de comparar el precio actual de algo con su base sólida de valor. Es difícil atribuir a alguien el mérito de haber inventado la teoría de la base sólida. Con frecuencia se le da esta distinción a S. Eliot Guild, pero el desarrollo clásico de la técnica, y en particular de las variantes relacionadas con la teoría, fue labor de John B. Williams.

En *The Theory of Investment Value*, Williams presentaba una fórmula para determinar el valor intrínseco de las acciones. Williams basaba su planteamiento en la renta de dividendos. En un intento perversamente diestro de evitar que las cosas fuesen sencillas, introdujo dentro del proceso el concepto de «descuento». Básicamente, lo que entraña el descuento es considerar los ingresos hacia atrás. En lugar de considerar cuánto dinero tendrá el próximo año (digamos que 1,05 dólares si puso 1 dólar en una caja de

ahorros al 5 por ciento de interés), se considera el dinero en el futuro y se ve cuánto menos vale ahora ese dinero (así, 1 dólar del próximo año vale hoy aproximadamente 95 centavos, que se podrían invertir al 5 por ciento para producir 1 dólar para entonces). Williams dijo esto completamente en serio. Siguió razonando que el valor intrínseco de una acción es igual al valor presente (o descontado) de todos sus futuros dividendos. Se aconsejó a los inversores que «descontaran» el valor del dinero recibido en el futuro. Debido a que pocas personas entendieron el término, éste se hizo popular, y actualmente el «descuento» goza de un amplio uso entre los inversores. Recibió un último empuje bajo los auspicios del profesor Irving Fisher, de Yale, distinguido economista e inversor.

La lógica de la teoría de la base sólida es muy respetable, y se puede ilustrar con el ejemplo de las acciones. La teoría subraya que el valor de una acción debería basarse en el flujo de beneficios que una compañía sea capaz de distribuir en el futuro en forma de dividendos. La teoría es coherente cuando afirma que cuanto mayores sean los actuales dividendos y su ritmo de crecimiento, mayor es el valor de la acción. Por ello, las diferencias en el ritmo de crecimiento son uno de los factores decisivos en la valoración de una acción. Y ahora es cuando se introduce a hurtadillas el escurridizo factor de las expectativas del futuro. Los analistas de inversiones deben estimar no sólo los índices de crecimiento a largo plazo, sino también durante cuánto tiempo se puede mantener un crecimiento excepcional. Cuando el mercado se entusiasma excesivamente sobre la continuación en el futuro del crecimiento, existe un dicho en Wall Street según el cual «se está descontando en una acción no sólo el futuro, sino incluso el más allá». La clave es que la teoría de la base sólida se basa en truculentas predicciones sobre el alcance

y duración del crecimiento en el futuro. Así pues, la base del valor intrínseco quizás sea menos fiable de lo que se afirma.

La teoría de la base sólida no está relegada exclusivamente a los economistas. Gracias al influyente libro de Benjamin Graham y David Dodd *Security Analysis*, toda una generación de analistas de inversión de Wall Street entraron en el redil. Los analistas financieros en formación aprendieron que una gestión de inversión segura consistía simplemente en comprar títulos cuyo precio estuviera momentáneamente por debajo de su valor intrínseco y vender los que tuvieran los precios temporalmente demasiado elevados. Era así de sencillo. Por supuesto, se elaboraron los instrumentos necesarios para determinar el valor intrínseco, y cualquier analista que se preciase era capaz de calcularlo con una sencilla regla aritmética. Quizás el discípulo con más éxito del planteamiento de Graham y Dodd haya sido Warren Buffett, un astuto originario del Medio Oeste a quien se ha solidado llamar «el sabio de Omaha». Ha compilado un legendario récord de inversiones al parecer siguiendo la teoría de la base sólida.

La teoría de los castillos en el aire

La teoría de inversión de los castillos en el aire se centra en valores psicológicos. John Maynard Keynes, famoso economista y destacado inversor de éxito, enunció en 1936 la teoría de la forma más lúcida. Opinaba que los inversores profesionales prefieren dedicar sus energías no a calcular valores intrínsecos, sino a analizar cómo es probable que se comporte la multitud de inversores en el futuro, y cómo durante períodos de optimismo tienden a convertir sus esperanzas en castillos en el aire. El inversor de éxito

intenta adelantarse al mercado, analizando las situaciones de inversión que tienen mayores probabilidades de que se conviertan en castillos en el aire para la multitud y comprando antes de que lo hagan los demás.

Según Keynes, la teoría de la base sólida requiere demasiado trabajo y es de dudoso valor. Keynes practicó su evangelio. Mientras que los hombres del mundo financiero de Londres trabajaban laboriosamente durante muchas y pesadas horas en oficinas atestadas de gente, él jugaba a la bolsa desde la cama durante media hora cada mañana. Este cómodo método de invertir le produjo varios millones de libras para su cuenta personal y permitió que el valor del patrimonio de su colegio universitario, el King's College, de Cambridge, se multiplicara por diez. Durante los años de la depresión en los que Keynes ganó su fama, la mayoría de la gente se centró en sus ideas para estimular la economía. Era difícil para cualquiera construir castillos en el aire o imaginarse que otros lo podrían hacer. No obstante, en su libro *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, dedicó un capítulo entero a la bolsa y a la importancia de las expectativas del inversor.

Por lo que respecta a las acciones, Keynes señaló que nadie sabe con seguridad qué influirá en las perspectivas de futuras ganancias y pagos de dividendos. Como consecuencia, según Keynes, «la mayoría de las personas no están básicamente preocupadas por hacer espectaculares predicciones a largo plazo sobre los posibles rendimientos de una inversión a lo largo de su vida, sino en prever los cambios en la base convencional de valoración con anterioridad al público en general». En otras palabras, Keynes aplicó los principios psicológicos en lugar de la evaluación financiera al estudio de la bolsa. Escribió: «No es razonable pagar 25 por una inversión en la que se considera que las perspectivas de rendimiento

justifican un valor de 30, si a su vez considera que el mercado la valorará en 20 de aquí a tres meses».

Keynes describió el juego de la bolsa en términos de fácil comprensión para sus colegas ingleses: es lo mismo que participar en un concurso de belleza convocado por un periódico, en el que tiene que seleccionar las seis caras más bellas de entre cien fotografías, otorgándose el premio a aquella persona cuya selección se ajuste más a la del grupo en su conjunto. El jugador inteligente sabe reconocer que los criterios de belleza personales son irrelevantes para determinar la ganadora del concurso. La mejor estrategia es la de seleccionar aquellas caras que gustarán más a los otros jugadores. Esta lógica acaba convirtiéndose en una bola de nieve. Después de todo, es probable que el resto de los jugadores participen en el juego con el mismo agudo criterio. Por tanto, la estrategia óptima no es escoger las caras que el jugador piensa que son las más bellas, o las que tienen más probabilidades de gustar a los otros jugadores, sino predecir lo que es más probable que la media de opinión prediga que será la opinión media, e incluso continuar más allá en la secuencia. Eso en cuanto a los concursos de belleza británicos.

La analogía del concurso de periódico representa la forma última de la teoría de los castillos en el aire para determinar los precios. Una inversión tiene un determinado valor para un comprador porque éste espera vendérsela a alguien a un precio más elevado. En otras palabras, una inversión se sostiene a sí misma sin ayuda de nada más. A su vez, el nuevo comprador prevé que los futuros compradores le asignarán un valor aún mayor. En este bendito mundo cada minuto nace un incauto, y habrá alguien dispuesto a comprar sus inversiones a un precio más elevado del que usted pagó por ellas. Cualquier precio es bueno en la medida en que haya otros dispuestos a

pagar más. No existe ninguna explicación, solamente la psicología de masas. Todo lo que tiene que hacer el inversor inteligente es adelantarse al mercado, entrar al comienzo de todo. Esta teoría podría denominarse de manera menos benévola como la teoría del «más tonto». Es totalmente correcto pagar tres veces el valor de algo, en la medida en que más adelante se encuentre un inocente que pague cinco veces su valor real.

La teoría de los castillos en el aire tiene muchos defensores tanto en el ámbito financiero como en el académico. El Nobel Robert Shiller, en su libro *Exuberancia irracional*, sostiene que la locura por las acciones de Internet y las empresas tecnológicas a finales de los años 90 sólo puede explicarse en términos de psicología de masas. En las universidades, las llamadas teorías conductistas del mercado de valores que hacen hincapié en la psicología de masas estuvieron de moda durante los primeros años de la década de 2000 en departamentos de economía de gran nivel y escuelas de negocios de todo el mundo desarrollado. El psicólogo Daniel Kahneman obtuvo el Premio Nobel de Economía en 2002 por su original aportación al campo de las «finanzas conductistas». Anteriormente Oskar Morgenstern fue uno de sus principales paladines. Morgenstern sostenía que la búsqueda del valor intrínseco en las acciones ordinarias es la búsqueda de una quimera. En una economía de intercambio, el valor de cualquier activo depende de una transacción presente o en perspectiva. Morgenstern consideraba que todo inversionista debería colocar sobre su escritorio la siguiente máxima del latín:

Res tantum valet quantum vendi potest

(El valor de un objeto es el que otra persona esté dispuesto a pagar.)

Cómo seguirá el paseo aleatorio a partir de aquí

Acabada esta introducción, vamos a dar un paseo juntos por las selvas de la inversión, para finalmente deambular por Wall Street. Mi primera tarea será familiarizarlo con los modelos históricos de valoración, y de qué manera se relacionan con las dos teorías de valoración de inversiones. Santayana advirtió que si no aprendemos las lecciones del pasado, estaremos condenados a repetir los mismos errores. Por ello voy a describir algunas locuras espectaculares, tanto del pasado remoto como del más reciente. Algunos lectores rechazarán con desdén la loca avalancha del público para comprar bulbos de tulipanes en el siglo XVII en los Países Bajos, o la burbuja de los Mares del Sur en Inglaterra en el XVIII. Pero nadie puede dejar de hacer caso a la manía que surgió a principios de los años 60 respecto a las nuevas emisiones de acciones o a la fiebre de las «Nifty Fifty» de los 70. El increíble aumento en los precios de tierras y acciones japonesas y su espectacular derrumbamiento a comienzos de los años 90, así como la «locura de Internet» de 1999 y primera década de 2000, y la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos que terminó en 2007 proporcionan una advertencia adicional de que ni los inversores profesionales ni los particulares somos inmunes a los errores del pasado.

¹ El toro y el oso simbolizan en el mundo anglosajón las actitudes y previsiones alcistas (o compradoras) y bajistas (o vendedoras), respectivamente. De ahí el juego de palabras del autor. [N. de la T.]

Capítulo 2

La locura de las multitudes

«Octubre es uno de los meses particularmente peligrosos para especular en la bolsa. Los otros meses peligrosos son julio, enero, septiembre, abril, noviembre, mayo, marzo, junio, diciembre, agosto y febrero.»

Mark Twain, *Wilson, el chiflado*

En todas las épocas de auge espectacular de la historia, la avaricia desbocada ha sido una característica fundamental. En su delirio, los participantes en el mercado de valores echan por la borda la teoría de la base sólida en favor de la hipótesis, arriesgada pero apasionante, de que también ellos pueden tener un gran éxito financiero construyendo castillos en el aire. Esta idea ha llegado a adueñarse de un país entero.

La psicología de la especulación es un verdadero teatro del absurdo. En este capítulo se presentan varias de sus obras. Los castillos en el aire que se construyeron durante las representaciones de dichas obras se basaron en los bulbos de tulipanes holandeses, las «burbujas» inglesas y en las acciones de compañías sólidas en Estados Unidos. En cada caso, algunas personas hicieron algo de dinero durante algún tiempo, pero muy pocas salieron indemnes.

En este caso, la historia nos enseña una lección: aunque la teoría de los castillos en el aire nos da una explicación sobre la borrachera especulativa, tratar de predecir las reacciones de una multitud voluble es un juego muy peligroso. Gustave Le Bon, en su obra ya clásica sobre psicología de multitudes de 1895, señalaba que «en las

multitudes lo que se acumula es la estupidez y no el sentido común». Parece que poca gente ha leído el libro. Los mercados de ascenso meteórico que dependen exclusivamente del soporte psicológico de forma invariable han acabado sucumbiendo a la ley de gravitación financiera. Los precios insostenibles pueden durar años, pero finalmente acaban dando marcha atrás. Esta marcha atrás sucede de repente, como un terremoto, y cuanto mayor es la borrachera, mayor es la resaca. Pocos de los temerarios que se han dedicado a construir castillos en el aire han sido lo suficientemente diestros como para anticiparse a las caídas de precios y escapar sin perder grandes cantidades de dinero cuando todo se desmoronaba.

La fiebre de los bulbos de tulipán

La fiebre de los bulbos de tulipán fue uno de los espejismos de riqueza rápida más espectaculares de la historia. Los excesos de esta fiebre se hacen todavía más patentes cuando nos percatamos de que sucedió en la antigua y seria Holanda de principios del siglo XVII. Los hechos que dieron lugar a este frenesí especulativo comenzaron en 1593, cuando un nuevo profesor de botánica procedente de Viena trajo a Leyden una colección de plantas raras originarias de Turquía. Los holandeses quedaron fascinados con esta nueva adquisición para el jardín, aunque no tanto con el precio que pidió el profesor, quien esperaba vender los bulbos obteniendo unos pingües beneficios. Una noche entró un ladrón en la casa del profesor y robó los bulbos, que fueron vendidos a continuación a un precio inferior, pero con mayores beneficios.

En los diez años siguientes, los tulipanes se convirtieron en un objeto popular pero costoso de los jardines

holandeses. Muchas de estas flores sucumbieron a un virus no mortal denominado «mosaico». Este virus fue el desencadenante de la desmedida especulación en bulbos de tulipán. Como consecuencia de este virus, los pétalos de los tulipanes desarrollaban unas franjas de colores de gran contraste, denominadas «llamaradas». Los holandeses le dieron gran valor a estos bulbos infectados, denominados «raros». En poco tiempo, el gusto popular dictaminó que cuanto más raro fuese un bulbo, más elevado era su valor.

Poco a poco se empezó a asentar una obsesión por los tulipanes. Al principio, los vendedores de bulbos sólo intentaban predecir el tipo de jaspeado más popular para la siguiente temporada, de la misma manera que los fabricantes de ropa intentan calibrar el gusto del público por los tejidos, colores y hechuras. Se hacían entonces con una gran reserva de bulbos, para adelantarse a la subida de precios. Los precios de los bulbos de tulipán empezaron a subir descontroladamente. Cuanto más subían los precios de los bulbos, más personas empezaban a considerarlos una inversión inteligente. Charles Mackay, que relató la crónica de estos hechos en su libro *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, señaló que se abandonó la industria tradicional del país en favor de la especulación con los bulbos de tulipanes: «Invertían en tulipanes nobles, granjeros, mecánicos, pescadores, lacayos, criadas, e incluso deshollinadores y costureras ancianas». Todos se imaginaban que la pasión por los tulipanes duraría eternamente.

Las personas que opinaban que los precios no podían subir más observaban con mortificación cómo amigos y parientes obtenían enormes beneficios. Era difícil resistir la tentación de unirse a ellos. Durante los últimos años del frenesí de los tulipanes, que duró aproximadamente de 1634 a 1637, la gente empezó incluso a cambiar sus

pertenencias personales, como terrenos, joyas o mobiliario, para conseguir los bulbos que les harían aún más ricos.

Parte de la genialidad de los mercados financieros consiste en que, cuando existe la necesidad de un método para intensificar las oportunidades de especulación, el mercado va a crear ese método. El instrumento que permitió que los especuladores de tulipanes tuviesen el máximo de actividad con su dinero fue la «opción de compra», similar a la conocida en la actualidad en los mercados financieros.

Una opción de compra confería a su titular el derecho a comprar bulbos de tulipanes a un precio determinado (generalmente el valor aproximado de mercado en el momento) durante un periodo también determinado. El titular pagaba una cantidad denominada «prima de opción», que podía variar entre el 15 y el 20 por ciento del precio de mercado vigente. Por ejemplo, una opción de compra de un bulbo de tulipán valorado en 100 florines en el momento podía costarle al comprador en torno a 20 florines nada más. Si el precio subía hasta 200 florines, el titular de la opción podía ejercitar su derecho de compra; podía comprar a 100 y de manera simultánea vender a su precio actual de 200 florines. En ese momento obtenía unos beneficios de 80 florines (es decir, los 100 florines de revalorización, menos los 20 florines que pagó por la opción). De esa manera conseguía multiplicar por cuatro el dinero invertido, mientras que la compra al contado sólo le hubiese duplicado su dinero. La opción es una forma de apalancar las propias inversiones para aumentar los posibles beneficios, así como los riesgos. Este tipo de procedimientos aseguraron una amplia participación en el mercado. Lo mismo sucede en nuestros días.

La historia de la época está llena de episodios tragicómicos. Uno de esos incidentes se refiere a un

navegante que volvía de un viaje y traía la noticia de la llegada de un cargamento de nuevos géneros a un comerciante. El comerciante en recompensa le invitó a un desayuno de exquisito arenque rojo. El navegante, al ver sobre el mostrador del comerciante lo que él consideró una cebolla, y pensando sin lugar a duda que estaba fuera de lugar en medio de sedas y terciopelos, decidió tomárselo como guarnición de su arenque. Poco podía imaginarse que la «cebolla» hubiese podido alimentar a toda una tripulación durante un año. Era un valioso bulbo de tulipán Semper Augustus. El navegante pagó cara la guarnición, ya que su anfitrión, que ya no estaba en absoluto agradecido, le hizo encarcelar varios meses acusado de un delito grave.

Los historiadores reinterpretan habitualmente el pasado y algunos de ellos han vuelto a examinar las pruebas existentes sobre diversas burbujas financieras y han sostenido que puede que hubiera racionalidad en la determinación de los precios. Uno de estos historiadores revisionistas, Peter Garber, ha sugerido que la determinación de los precios de los bulbos de tulipán holandeses en el siglo XVII fue mucho más racional de lo que suele creerse.

Garber hace algunas valiosas apreciaciones, y yo no quiero dar a entender que no existiera ninguna racionalidad en la estructura de los precios de los bulbos que se desarrolló durante ese periodo. Por ejemplo, el Semper Augustus era un bulbo particularmente raro y precioso, y, como señala Garber, era de gran valor incluso en los años anteriores a la obsesión por los tulipanes. Es más, su investigación indica que los precios de determinados bulbos raros eran elevados incluso después de la caída general de los precios de los bulbos de tulipán, aunque a niveles que eran sólo una fracción del precio máximo que llegaron a alcanzar. Pero Garber no es capaz

de dar una explicación racional a la multiplicación por veinte de los precios de los bulbos de tulipanes en el mes de enero de 1637, seguida por un descenso de los precios incluso mayor en el mes de febrero. Parece que, como sucede en toda crisis especulativa, después de un tiempo los precios subieron tanto que algunas personas tomaron la decisión de ser prudentes y vendieron sus bulbos. Enseguida les siguieron otros. La deflación de los bulbos, como una bola de nieve rodando colina abajo, creció a un paso cada vez mayor, y en un abrir y cerrar de ojos el pánico se adueñó de todos.

El gobierno realizó declaraciones oficiales afirmando que no existían motivos para que descendieran los precios de los bulbos de tulipán, pero nadie les prestó atención. Los comerciantes fueron a la bancarrota y se negaron a cumplir sus compromisos adquiridos para comprar más bulbos. Se frustró un plan del gobierno para liquidar todos los contratos al 10 por ciento de su valor nominal cuando los bulbos cayeron incluso por debajo de esta cantidad. Y los precios siguieron descendiendo. Bajaron y bajaron hasta que la mayoría de los bulbos ya no tenían ningún valor y se vendían al precio de una cebolla corriente.

La burbuja de los Mares del Sur

Imagínese que su agente de bolsa le llama para recomendarle que invierta en una compañía que no tiene ventas ni beneficios, sino únicamente grandes perspectivas. «¿Qué tipo de negocio es?», pregunta usted. «Lo siento — contesta su agente de bolsa—, nadie debe saber qué tipo de negocio es, pero le prometo enormes beneficios.» Un timo, piensa usted. Y está en lo cierto, pero hace trescientos años en Inglaterra ésta fue una de las inversiones de moda de la época. Y, como habrá adivinado, los inversores salieron mal

parados. Esta historia nos muestra cómo el fraude puede hacer que las personas avariciosas deseen con anhelo deshacerse de su dinero.

En la época de la burbuja de los Mares del Sur, los británicos estaban listos para derrochar su dinero. Como consecuencia de un largo periodo de prosperidad se habían producido grandes ahorros y pocas inversiones. El poseer acciones era considerado un privilegio en aquella época. Por ejemplo, en 1693 solamente 499 almas disfrutaban de acciones de la Compañía de las Indias Orientales. Cosechaban beneficios por distintas vías, una de las cuales, y no precisamente la menor, era que los dividendos estaban exentos de impuestos. El accionariado también incluía un cierto número de mujeres, ya que las acciones era una de las pocas formas de propiedad de las que podían disfrutar las mujeres por derecho propio. La Compañía de los Mares del Sur, que vino a llenar atentamente la necesidad de medios de inversión, fue creada en 1711 para restablecer la fe en la capacidad del gobierno para asumir sus obligaciones financieras. La compañía se responsabilizó de un pagaré del gobierno de cerca de 10 millones de libras. Como recompensa se le concedió el monopolio de todo el comercio con los Mares del Sur. El público consideró que este comercio entrañaba grandes riquezas y contempló las acciones de esta compañía con especial predilección.

Desde el principio, la Compañía de los Mares del Sur cosechó beneficios a costa de los demás. Los titulares de la deuda pública de la que se responsabilizó la compañía simplemente cambiaron sus títulos por acciones de la Compañía de los Mares del Sur. Aquellos que conocían el plan con anterioridad compraron en secreto la deuda pública que se estaba vendiendo a 55 libras y la convirtieron a la par por un valor de 100 libras por acciones de la Compañía de los Mares del Sur cuando ésta

se constituyó. Ni un solo director de la compañía tenía la menor experiencia en el comercio con Sudamérica. Esto no les impidió equipar rápidamente los barcos con esclavos de África (la venta de esclavos era uno de los aspectos más lucrativos del comercio con América del Sur). Pero incluso esta arriesgada empresa no resultó ser ventajosa, ya que la tasa de mortalidad en los barcos era muy elevada.

Pero los directores sí eran, en cambio, expertos en dar una buena imagen al público. Alquilaron una casa impresionante en Londres y amueblaron la sala de reuniones con treinta sillas de tapicería española, cuya estructura de haya negra y clavos dorados las hacían elegantes pero incómodas. Mientras tanto, un cargamento de lana de la compañía que era necesario en Veracruz fue enviado a Cartagena, y allí se pudrió en el puerto por falta de compradores. Sin embargo, las acciones de la compañía se mantuvieron e incluso subieron un poco en los años siguientes, a pesar del efecto negativo sobre su cotización de los dividendos «extra» y de la guerra con España, que provocó temporalmente una caída en las oportunidades de comercio. John Carswell, autor de una excelente historia, *The South Sea Bubble*, escribió que John Blunt, director y uno de los principales promotores de los títulos de la Compañía de los Mares del Sur, «siguió viviendo con un libro de plegarias en la mano derecha y un prospecto en la izquierda, sin dejar nunca que la mano derecha supiera qué estaba haciendo la izquierda».

Al otro lado del Canal, un inglés exiliado llamado John Law fundó otra sociedad anónima. Law tenía como objetivo en su vida reemplazar el dinero metálico y crear una mayor liquidez mediante un papel moneda nacional (los promotores de Bitcoin continúan una larga tradición). Con la intención de poner en práctica sus planes, Law adquirió una empresa abandonada denominada la Compañía del

Misisipí, y procedió a crear un grupo de empresas que acabaría por convertirse en una de las empresas con mayor capital de todos los tiempos, incluso de la actualidad.

La Compañía del Misisipí atrajo a los especuladores y su dinero desde todos los rincones del continente. La palabra «millonario» se creó en esta época, y es natural: el precio de las acciones de la Compañía del Misisipí subió de 100 a 2.000 libras en sólo dos años, aunque no existía razón para tal ascenso. En un determinado momento, el inflado valor total de mercado de las acciones de esta compañía en Francia fue de más de ochenta veces el valor de todo el oro y la plata del país.

Entre tanto, en el lado inglés del Canal empezó a aparecer en este momento en las casas inglesas un cierto sentido de patrioterismo. ¿Por qué tenía que irse todo el dinero a la Compañía del Misisipí francesa? La respuesta a esta inquietud fue la Compañía de los Mares del Sur, cuyas perspectivas empezaban a mejorar, especialmente con las noticias de que habría paz con España, y por tanto quedaría libre la ruta del comercio con América del Sur. En teoría, los mexicanos estaban deseando tener la oportunidad de vaciar sus minas de oro a cambio de los abundantes suministros de géneros de algodón y lana que le proporcionase Inglaterra. Era la libre empresa en su mejor momento.

En 1720, los directores, una pandilla de avariciosos, decidieron capitalizar su reputación ofreciéndose a consolidar toda la deuda nacional, que ascendía a 31 millones de libras esterlinas. Sin duda alguna, era una osadía, pero al público le encantó. Cuando se presentó al Parlamento un proyecto de ley a tal efecto, las acciones se elevaron rápidamente de 130 libras a 300.

Varios de los amigos y apoyos que mostraron cierto interés en que se aprobase el proyecto recibieron como

recompensa opciones que podían «venderse» de nuevo a la compañía, y lo único que tenía que hacer el tenedor era recoger los beneficios. Entre los beneficiados se encontraban la querida de Jorge I y las «sobrinas» de ésta, que tenían un sorprendente parecido con el rey.

El 12 de abril de 1720, cinco días después de que el proyecto se convirtiera en ley, la Compañía de los Mares del Sur puso a la venta una nueva emisión de acciones a 300 libras. Esta emisión se podía adquirir a plazos: 60 libras de desembolso inicial y el resto en ocho cómodos pagos. Ni siquiera el rey pudo resistir la tentación y suscribió acciones por un valor total de 100.000 libras. Se desataron las peleas entre los inversores que se desesperaban por comprar. Para calmar la voracidad del público, los directores de la Compañía de los Mares del Sur anunciaron una nueva emisión, esta vez a 400 libras. Pero el público estaba hambriento. Al mes siguiente la cotización estaba a 550, y seguía subiendo. El 15 de junio se lanzó otra emisión, y esta vez el plan de pago era todavía más cómodo: el 10 por ciento de pago inicial sin ningún otro pago durante un año. El título llegó a las 800 libras. La mitad de la Cámara de los Lores y más de la mitad de la Cámara de los Comunes los suscribieron. Poco tiempo después el precio subió hasta más de 1.000 libras. La locura especulativa estaba en su máximo apogeo.

Ni siquiera la Compañía de los Mares del Sur era capaz de cubrir las demandas de todos los tontos que querían quedarse sin su dinero. Los inversores buscaban otras empresas arriesgadas en las que pudiesen comenzar desde abajo. Al igual que los inversores actuales tratan de descubrir una nueva Google, en la Inglaterra de 1700 todos buscaban la próxima Compañía de los Mares del Sur. Los empresarios se sentían obligados a organizar y sacar al

mercado una riada de nuevas emisiones para apagar el insaciable deseo de inversión.

A medida que pasaban los días aparecían nuevas propuestas financieras, que iban de lo ingenioso a lo absurdo: desde importar una importante cantidad de burros de España (a pesar de que existía un abundante contingente en Inglaterra) hasta hacer potable el agua salada. A las nuevas emisiones se iban incorporando elementos fraudulentos, como la fabricación de tableros a partir de serrín. Existían un centenar de proyectos diversos, a cual más extravagante y falaz, pero todos ellos ofrecían inmensas ganancias. En poco tiempo recibieron el nombre de burbujas («bubbles»), uno de los más apropiados que se podría haber inventado. Al igual que las burbujas, brotaban rápidamente, a menudo en cuestión de una semana.

Parecía que el público estaba dispuesto a comprarlo todo. Se crearon nuevas compañías financieras en esta época con distintos propósitos, tales como la construcción de buques contra los piratas, el fomento de la cría de caballos en Inglaterra, el comercio de cabello humano, la construcción de hospitales para hijos bastardos, la extracción de plata a partir del plomo, la extracción de luz solar de los pepinos y hasta la creación de la rueda de movimiento perpetuo.

Pero sin duda alguna el premio se lo lleva el alma desconocida que fundó una «compañía para asumir y llevar a cabo empresas muy ventajosas, pero que nadie debía conocer». En el prospecto se prometían beneficios desconocidos hasta el momento. Cuando a las nueve de la mañana se abrieron las suscripciones, gente de todos los estratos sociales echaron literalmente la puerta abajo para suscribirlas. En cinco horas, miles de inversores habían depositado su dinero a cambio de acciones de la compañía.

El promotor, no siendo excesivamente avaricioso, cerró rápidamente y se marchó hacia el continente. Nunca más se supo de él.

No todos los inversores de estas compañías «burbuja» confiaban en la viabilidad de los proyectos que suscribían. La gente era demasiado «razonable» para ello. Pero sí creían, sin embargo, en la teoría del «más tonto»: que los precios subirían, se podrían encontrar compradores y ellos podrían ganar dinero. Así, la mayoría de los inversores consideraba que sus actos eran muy racionales puesto que, durante un cierto tiempo, podían vender sus acciones a una «prima» en el «mercado posterior», es decir, cuando se negociaban las acciones en el mercado después de la emisión inicial.

Los dioses ridiculizan antes a aquellos a quienes van a destruir. Los primeros signos de que el final estaba próximo aparecieron cuando se editó una baraja de cartas de la Compañía de los Mares del Sur. Cada carta mostraba la caricatura de una de las compañías «burbuja», con su correspondiente rima al pie de cada una. Una de las compañías, la Puckle Machine Company, se suponía que fabricaba maquinaria para disparar balas de cañón y pistola tanto redondas como cuadradas. La Puckle aseguraba con modestia que su maquinaria revolucionaría el arte de la guerra. El ocho de picas lo describía de la siguiente forma:

*Extraño artilugio para matar
a los locos nacionales en lugar de los enemigos
extranjeros.*

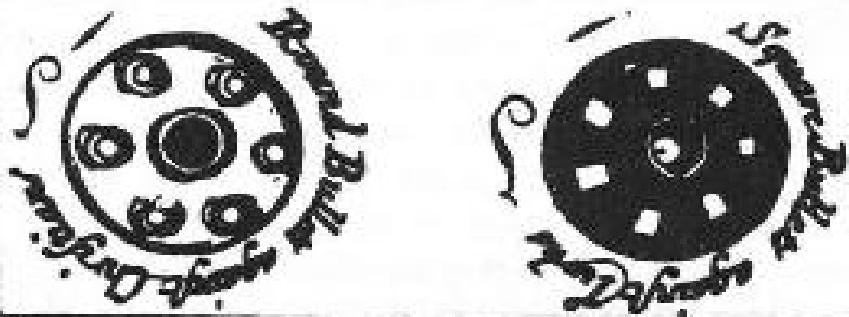
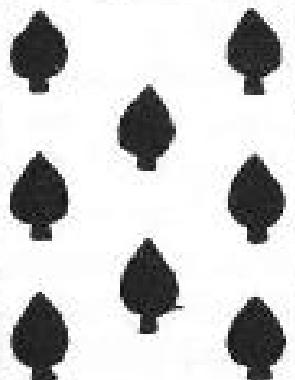
*No temáis amigos este terrible invento
ya que sólo saldrán heridos los que tengan
acciones en ello.*

Muchas de estas burbujas especulativas pincharon sin por ello salpicar el entusiasmo especulativo, pero el diluvio llegó en agosto después de un pinchazo irreparable de la Compañía de los Mares del Sur. Este pinchazo vino por parte de los propios directores y altos dignatarios. Al darse cuenta de que el precio en el mercado de las acciones no guardaba relación con el valor real, liquidaron sus tenencias en el verano.

La noticia se filtró y la cotización cayó. En poco tiempo, el precio de las acciones se desplomó y se impuso el pánico general. El gráfico 1 muestra la espectacular subida y bajada de las acciones de la Compañía de los Mares del Sur. Las autoridades gubernamentales intentaron, en vano, restablecer la confianza, y apenas se pudo evitar una crisis total del crédito. De manera similar, cayeron hasta la más absoluta miseria las cotizaciones de las acciones de la Compañía del Misisipi, cuando el público se dio cuenta de que un exceso de papel moneda no genera mayor riqueza, sino simplemente inflación. Entre los grandes perdedores en la burbuja especulativa de la Compañía de los Mares del Sur se encontraba Isaac Newton, que exclamó: «Soy capaz de calcular el movimiento de los cuerpos celestes, pero no la locura de la multitud». Esto es todo en cuanto a los castillos en el aire.

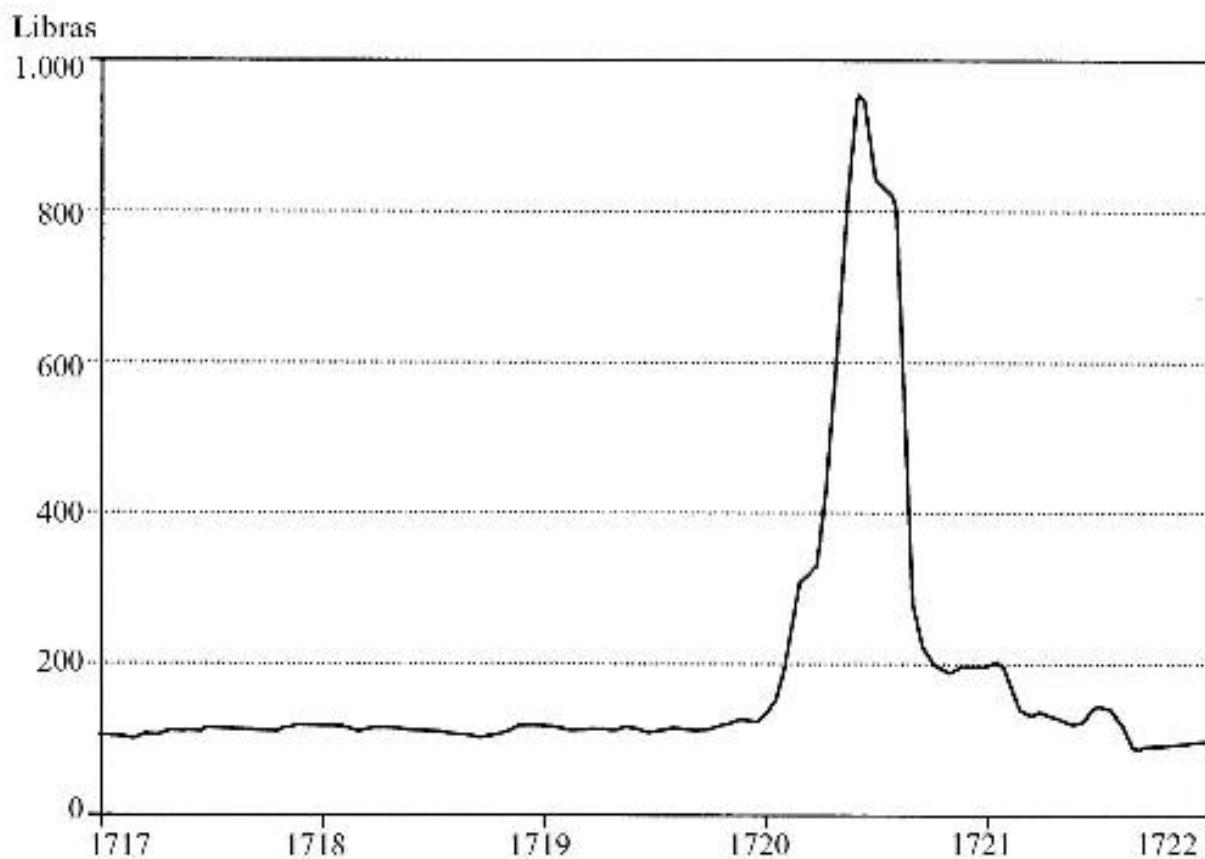
Para proteger al público de posteriores abusos, el Parlamento aprobó la Ley de las Burbujas Especulativas (Bubble Act), que prohibía a las compañías emitir acciones. Durante más de un siglo, hasta que fue revocada la ley en 1825, hubo relativamente pocas acciones en el mercado británico.

Puckle's Machine



A rare invention to Destroy the Crowd ,
Or Fools at Home instead of Foes Abroad .
Fear not my Friends, this terrible Machine , —
They're only Wounded that have Share therein .

GRÁFICO 1
PRECIO DE LAS ACCIONES DE LA COMPAÑÍA DE LOS MARES DEL SUR
BRITÁNICA, 1717-1722



Fuente: Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism* (Cambridge University Press, 1990).

Wall Street hace el ridículo

Los bulbos y las burbujas son, claro está, historias antiguas. ¿Podría suceder algo parecido en los sofisticados tiempos modernos? Repasemos algunos acontecimientos recientes de nuestro propio pasado. América, la tierra de las oportunidades, tuvo su turno en los años 20. Y dado nuestro énfasis en la libertad y el desarrollo, tuvimos una

de las mayores expansiones y uno de los desplomes más sonoros conocidos en el mundo civilizado.

Las condiciones no podían haber sido más favorables para la fiebre especuladora. El país disfrutaba de una prosperidad inigualable. No podía evitarse creer en las empresas americanas, y como dice Calvin Coolidge: «El negocio en América es negocio». Los empresarios se comparaban a misioneros y eran casi adorados como dioses. Incluso se hicieron analogías en sentido contrario. Bruce Barton, de la agencia de publicidad neoyorquina Batten, Barton, Durstine & Osborn, escribió en *The Man Nobody Knows* que Jesús fue «el primer empresario», y que sus parábolas eran «los anuncios más impactantes de todos los tiempos».

En 1928, la especulación en bolsa se convirtió en el pasatiempo nacional. Desde comienzos de marzo de 1928 hasta principios de septiembre de 1929, el crecimiento porcentual del valor del mercado igualó al de todo el periodo desde 1923 hasta principios de 1928. Hubo veces en que el alza de precios de las acciones de las principales sociedades industriales alcanzó los 10 o 15 puntos al día. El alcance de estas subidas queda ilustrado en el cuadro siguiente:

<i>Acciones</i>	<i>Cotización de apertura el 3-III-1928</i>	<i>Cotización máxima el 3-IX-1929*</i>	<i>% de plusvalía en dieciocho meses</i>
American Telephone & Telegraph	179 1/2	355 5/8	87,0
Bethlehem Steel	56 7/8	140 3/8	146,8
General Electric	128 3/4	396 1/4	207,8
Montgomery Ward	132 3/4	466 1/2	251,4
National Cash Register	50 3/4	127 1/2	151,2
Radio Corporation of America	94 1/2	505	434,5

* Ajustada por ampliaciones de capital y derechos de suscripción recibidos posteriores al 3 de marzo de 1928.

No «todo el mundo» especulaba en el mercado, como se suponía generalmente. Los préstamos para comprar acciones (comprar a margen) se incrementaron de 1.000 millones de dólares en 1921 a casi 9.000 millones de dólares en 1929. Pero, a pesar de todo, sólo un millón de personas poseían acciones no totalmente desembolsadas en 1929. Aun así, el espíritu especulador estaba por lo menos tan extendido como lo estaba en anteriores fiebres especulativas y, sin duda, no podía compararse en intensidad. Y lo que es más importante todavía, la especulación en bolsa se convirtió en parte esencial de la cultura. John Brooks, en *Once in Golconda*², relataba las observaciones de un corresponsal británico recién llegado a Nueva York: «Se podía hablar de la Ley Seca, o de Hemingway, o del aire acondicionado, o de música, o de las carreras de caballos; pero al final había que hablar de la bolsa, y sólo entonces era cuando la conversación adquiría un tono serio».

Desafortunadamente, había cientos de sonrientes agentes de bolsa, demasiado gustosos de ayudar al público a construir castillos en el aire. La manipulación de la bolsa estableció nuevas marcas en cuanto a falta de escrúpulos. No se puede encontrar mejor ejemplo que la operación de los consorcios de inversión. Una de estas agrupaciones elevó el precio de las acciones de RCA 61 puntos en cuatro días. Vamos a explicar cómo los consorcios manipulaban los precios de las acciones.

Un consorcio de inversión requería estrecha cooperación, por una parte, y un absoluto menosprecio del público inversor, por la otra. Este tipo de operaciones se iniciaban generalmente cuando un grupo de agentes independientes se asociaban para manipular un determinado valor. Nombraban un director del consorcio (que de manera justificada era considerado una especie de

artista) y se comprometían a no engañarse unos a otros con operaciones particulares.

El director del consorcio hacía acopio de un gran paquete de acciones mediante compras poco llamativas a lo largo de varias semanas. Si era posible, conseguía una opción de compra de un importante paquete de acciones al precio corriente de mercado. A continuación intentaba enrolar como aliado al agente especialista de esa compañía³.

A los miembros del consorcio el tener al especialista de su parte les ponía en casa. Un agente de bolsa actúa como corredor de un corredor. Si un valor se está negociando a 50 dólares la acción y usted le ha dado a su agente de bolsa la orden de comprar a 45 dólares, el agente de bolsa deja generalmente esta orden al especialista. Si el valor baja a 45 dólares, entonces el especialista ejecuta la orden. Todas estas órdenes de comprar por debajo del precio de mercado o vender por encima del precio de mercado se guardaban en el «libro», en teoría secreto, del agente. Ahora podrá entender por qué el especialista era tan valioso para el director del consorcio. El libro proporcionaba la información sobre el alcance de las órdenes existentes de compra y venta a precios por debajo o por encima del valor corriente de mercado. Era siempre útil conocer tantas cartas como fuese posible de los jugadores en el juego. La auténtica diversión estaba a punto de comenzar.

Generalmente, el director del consorcio hacía que sus miembros negociaran entre ellos. Por ejemplo, Haskell le vende 200 acciones a Sidney a 40, y Sidney se las vuelve a vender a $40\frac{1}{8}$. El proceso se repite con 400 acciones a $40\frac{1}{4}$ y $40\frac{1}{2}$. A continuación se produce la venta de un paquete de 1.000 acciones a $40\frac{5}{8}$, seguida de otra a $40\frac{3}{4}$. Estas ventas se graban en las cintas de cotizaciones de

todo el país, transmitiendo una ilusión de actividad a los miles de personas que la miran agolpadas en las oficinas de las sociedades de bolsa del país. Esta actividad, generada por ventas ficticias (las llamadas «wash sales»), creaba la sensación de que se estaba tramando algo grande.

A continuación, los columnistas de bolsa y los comentaristas del mercado bajo el control del director del consorcio contaban las magníficas perspectivas a punto de desvelarse sobre esa empresa. El director del consorcio intentaba asegurar también que la afluencia de noticias proveniente de la dirección de la compañía fuera cada vez más favorable. Si todo iba bien (y en la atmósfera especuladora que se respiraba en el periodo 1928-1929 era casi seguro que así fuera), la combinación de actividad en la cinta y de las noticias manipuladas acababa por atraer al público.

Una vez que el público afluía, comenzaba el chollo, y era el momento para retirarse discretamente. Puesto que el público era el que compraba, el consorcio era el que vendía. El director del consorcio empezaba a poner acciones en el mercado, lentamente al principio, y después en grandes paquetes, antes de que el público se enterara de lo que estaba pasando. Al final de esta montaña rusa, los miembros del consorcio habían obtenido enormes beneficios, y el público se encontraba con acciones súbitamente desvalorizadas en sus manos.

Pero no hacían falta agrupaciones para defraudar al público. Muchos particulares, especialmente directivos y altos cargos, lo hicieron muy bien ellos solos. Por ejemplo, Albert Wiggin, al frente del Chase, el segundo banco más fuerte del momento a nivel nacional. A Wiggin le asustaron las alturas vertiginosas a las que habían ascendido las cotizaciones y ya no se sentía cómodo especulando en el lado alcista del mercado. (Corren rumores de que hizo

millones mediante un consorcio, elevando el valor de su propio banco.) Consideró que las perspectivas de las acciones de su banco eran especialmente sombrías y decidió vender al descubierto unas 42.000 acciones del Chase. La venta al descubierto es una forma de hacer dinero en caso de que caigan los precios. Supone la venta de acciones que no se poseen en la actualidad con la expectativa de comprarlas posteriormente a un precio inferior. Es como comprar barato y vender caro, pero en orden inverso.

Wiggin escogió el momento perfecto. Inmediatamente después de la venta al descubierto, la cotización del Chase empezó a caer, y cuando sobrevino la crisis económica del otoño las cotizaciones se desplomaron. Cuando cerró la cuenta de operaciones bursátiles en noviembre, el señor Wiggin había obtenido de la operación un beneficio de muchos millones de dólares. Parece que no le preocupaban los posibles conflictos de intereses. Para ser justos con él, debe señalarse que mantuvo en su propiedad una buena cantidad de acciones del Chase durante este periodo. Sin embargo, las reglas que hoy existen no habrían permitido a alguien de dentro de una empresa obtener beneficios con la venta al descubierto de sus propias acciones.

El 3 de septiembre de 1929, los índices del mercado alcanzaron unos niveles que no serían sobrepasados en un cuarto de siglo. La «cadena interminable de prosperidad» se iba a romper en breve; la actividad económica general ya había comenzado a declinar unos meses antes. Los precios dieron un cambio en su tendencia al día siguiente, y un día más tarde, el 5 de septiembre, el mercado sufrió una fuerte baja conocida como «la ruptura de Babson».

Se le dio el nombre en honor de Roger Babson, un asesor financiero de Wellesley, Massachusetts, de aspecto endebil y con barba de chivo. Aquel mismo día en un

almuerzo financiero había dicho: «Repito lo que dije hace un año y el año anterior: que se avecina un derrumbamiento de la bolsa antes o después». Los profesionales de Wall Street recibieron las declaraciones del «sabio de Wellesley», como se le conocía, con las mofas habituales.

Como se deducía de su afirmación, Babson había predicho el derrumbamiento durante varios años, pero los hechos aún no le habían dado la razón. No obstante, a las dos de la tarde, cuando se estaban citando sus palabras en la «cinta» (cinta de noticias financieras de Dow Jones, parte esencial del mobiliario en cualquier oficina de toda sociedad de bolsa del país)⁴, el mercado cayó en picado. En la última hora de frenética actividad, dos millones de acciones cambiaron de manos: American Telephone and Telegraph bajó 6 puntos, Westinghouse 7 puntos y U.S. Steel 9 puntos. Fue un episodio profético, y después de la «ruptura de Babson», la posibilidad de un hundimiento, absolutamente impensable un mes antes, de repente se convirtió en tema de conversación habitual.

La confianza comenzó a desfallecer. Septiembre tuvo muchos más días malos que buenos. A veces el mercado descendía bruscamente. Los banqueros y las autoridades gubernamentales aseguraban ante el país que no existía ningún motivo de preocupación. El profesor de Yale Irving Fisher, uno de los progenitores de la teoría del valor intrínseco, emitió su opinión, que rápidamente se haría inmortal, de que las acciones habían alcanzado lo que parecía ser una «meseta permanentemente alta».

El lunes 21 de octubre el escenario estaba listo para un clásico descenso de la bolsa. La bajada de los precios de las acciones provocó una demanda de mayores garantías colaterales a los clientes que compraban a crédito⁵. Incapaces o reacios a satisfacer dichas demandas, se vieron

forzados a vender sus participaciones. Esto depreció los valores y aumentó las demandas de cobertura suplementaria y por último llevó a una ola de ventas mantenida por sí misma.

El volumen de ventas el 21 de octubre se elevó repentinamente a unos 6 millones de acciones. Las cotizaciones no podían registrarse con suficiente rapidez en la cinta, para desmayo de los miles de particulares que la observaban en las oficinas de las sociedades de bolsa de todo el país. Transcurrió una hora y cuarenta minutos desde el cierre del mercado hasta que se grabó en la cinta la última transacción.

El indómito Fisher habló de la caída como de «una sacudida de los elementos fanáticos que intentan especular al margen». Incluso añadió que las cotizaciones durante el auge no habían alcanzado su valor real y que seguirían subiendo. Entre otras cosas, el profesor consideraba que el mercado todavía no había reflejado los efectos beneficiosos de la Ley Seca que había hecho al trabajador americano más «productivo y serio».

El 24 de octubre, más tarde llamado «Jueves Negro», el volumen del mercado alcanzó los casi 13 millones de acciones. Los precios caían a menudo 5 y 10 dólares en cada transacción. Muchas de las emisiones cayeron 40 y 50 puntos en un par de horas. Al día siguiente, Herbert Hoover realizó su famoso diagnóstico: «El negocio esencial del país... se encuentra sobre una base sólida y próspera».

El martes 29 de octubre de 1929 fue uno de los días más catastróficos de la historia de la bolsa de Nueva York. Sólo el 19 y el 20 de octubre de 1987 rivalizaron en la intensidad del pánico en la bolsa. Cerca de 16,4 millones de acciones se negociaron ese día de 1929. (Los 16 millones de acciones al día de 1929 serían el equivalente a miles de millones de acciones al día en 2014, debido al gran número

de acciones que cotizan en la actualidad). Los precios cayeron casi en barrena, y siguieron descendiendo, como se ilustra en el cuadro de la página siguiente, que muestra el alcance del descenso en el otoño de 1929 y durante los tres años siguientes. A excepción de las «seguras» acciones de AT & T, que sólo perdieron tres cuartas partes de su valor, la mayoría de los títulos de las principales compañías («blue chips»⁶) habían caído el 95 por ciento o más en el momento en que se alcanzaron los mínimos en 1932.

Quizá el mejor resumen de la debacle lo hizo *Variety*, el semanario del mundo del espectáculo, que tituló la historia: «Wall Street hace el ridículo». El auge especulativo había muerto, y con él se desvanecieron no sólo miles de millones de dólares en acciones, sino también los sueños de millones de personas. Al hundimiento de la bolsa siguió una de las más devastadoras depresiones de la historia.

<i>Acciones</i>	<i>Cotización máxima el 3 de septiembre 1929*</i>	<i>Cotización máxima el 13 de noviembre 1929</i>	<i>Cotización mínima del año en 1932</i>
American Telephone & Telegraph	304	197 1/4	70 1/4
Bethlehem Steel	140 3/8	78 1/4	7 1/4
General Electric	396 1/4	168 1/8	8 1/2
Montgomery Ward	137 7/8	49 1/4	3 1/2
National Cash Register	127 1/2	59	6 1/4
Radio Corporation of America	101	28	2 1/2

* Ajustada por ampliaciones de capital y derechos de suscripción recibidos después del 3 de septiembre de 1929.

Una vez más, hay historiadores revisionistas que afirman que existía un método en la locura del auge bursátil de finales de los años 20. Por ejemplo, Harold Bierman Jr., en su libro *The Great Myths of 1929*, ha sugerido que, sin una previsión perfecta, no resultaba obvio que las acciones estuvieran sobrevaluadas en 1929.

Después de todo, personas muy inteligentes como Irving Fisher y John Maynard Keynes creyeron que el precio de las acciones era razonable⁷. Bierman prosigue sosteniendo que el optimismo extremado que rodeaba a la bolsa incluso podría haber estado justificado si no fuera por las medidas monetarias inapropiadas. El mismo derrumbamiento, según su opinión, fue precipitado por la política del Consejo de Administración de la Reserva Federal de elevar los tipos de interés para castigar a los especuladores. Hay alguna verdad en los argumentos de Bierman, y en la actualidad los economistas suelen culpar de la severidad de la depresión de los años 30 a la Reserva Federal por permitir que la reserva de dinero descendiera de forma drástica. Sin embargo, la historia nos enseña que los incrementos muy pronunciados del precio de las acciones rara vez son seguidos por un regreso gradual a una estabilidad de precios relativa. Aun cuando la prosperidad hubiera continuado hasta los años 30, los precios de las acciones nunca habrían podido mantener su avance de finales de los años 20.

Además, la conducta anómala de las acciones de las sociedades inversoras de capital limitado (que trataré en el capítulo 15) proporciona pruebas contundentes de la irracionalidad a gran escala que se dio en la bolsa durante los años 20. El valor «fundamental» de estos fondos de capital limitado es el valor de mercado de las acciones de que disponen. En la mayor parte de los períodos posteriores a los años 30, estos fondos han vendido *bajo la par* entre un 10 y un 20 por ciento de sus valores de activo. Sin embargo, de enero a agosto de 1929, el típico fondo de capital limitado vendió sobre la par el 50 por ciento. Además, las primas de algunos de los fondos más conocidos fueron astronómicas. Goldman, Sachs Trading Corporation vendió al doble de su valor de activo neto. Tri-Continental

Corporation vendió al 256 por ciento de su valor de activo. Esto significa que usted puede ir a su agente de bolsa y comprar, digamos, AT & T al precio que esté en el mercado o puede comprarlo mediante el fondo a dos veces y media ese valor de mercado. El irracional entusiasmo especulativo fue el que llevó los precios de estos fondos mucho más arriba del valor al que su sociedad de cartera particular podía comprarse.

Epílogo

¿Por qué duran tan poco los recuerdos? ¿Por qué las fiebres especulativas parecen tan aisladas de las lecciones de la historia? No tengo una respuesta adecuada, pero estoy convencido de que Bernard Baruch tenía razón al sugerir que el estudio de estos hechos puede ayudar al inversor a equiparse con lo necesario para sobrevivir. Los perdedores pertinaces en bolsa, desde mi punto de vista, son aquellos incapaces de oponer resistencia a ser absorbidos por una especie de fiebre de los bulbos de tulipán. No es difícil hacer dinero en la bolsa. Lo que resulta difícil evitar es la seductora tentación de arrojar su dinero por la borda en las borracheras especulativas para hacerse rico al instante. La lección es obvia y, aun así, fácil de pasar por alto.

² Golconda, en ruinas en la actualidad, fue una ciudad de la India. Según la leyenda, todo el que pasaba por ella se hacía rico.

³ En la bolsa de Nueva York (NYSE), las operaciones deben realizarse por medio de un «especialista» de la bolsa que opera en el «parquet» e intermedia todas las operaciones de una determinada empresa o grupo de empresas. [N. del R.]

4 La «cinta» resume la información más actualizada de las cotizaciones de la bolsa de Nueva York (NYSE). Consiste en dos ristras de símbolos: en la parte superior figura un código de una, dos o tres letras que es el símbolo de la empresa (por ejemplo, «GM» = General Motors), y en la parte inferior un número referido al número de lotes de acciones vendidos en la última transacción y el precio al que se han vendido (por ejemplo, «25s81» = 2.500 acciones a 81 dólares). Antiguamente la «cinta» («ticker tape») tenía una existencia física como cinta de papel, pero hoy es sólo una pareja de ristras de símbolos en una pantalla que se asemejan a la antigua cinta. En el mercado español la información más reciente sobre cotizaciones no se presenta de esta forma. [N. del R.]

5 La compra a crédito de que habla el autor («buying on margin») consiste en la compra de acciones depositando no el total de su importe, sino sólo una fracción del mismo (margen) en una cuenta («margin account») a tal efecto abierta con el intermediario bursátil. Se paga interés por la cantidad tomada en préstamo, pero no hay que abonar el principal hasta que se venden las acciones. Si las cotizaciones caen, los intermediarios ven peligrar la devolución del préstamo y exigen un aumento de las garantías depositadas en la cuenta, como señala el autor. [N. del R.]

6 El término «blue chips» se refiere a las acciones de las compañías más grandes y supuestamente más sólidas. La expresión proviene de las «fichas azules» que se utilizan para jugar al póquer y que son las de más valor. [N. del R.]

7 Sin embargo, en diciembre de 1929 incluso Irving Fisher admitía ya que los altos precios anteriores resultaban «en parte por la manía irracional y tonta de comprar».

Capítulo 3

Las burbujas especulativas desde los años sesenta hasta los noventa

«Todo tiene su moraleja, si la buscas.»

Lewis Carroll, *Alicia en el país de las maravillas*

La locura de la multitud, como acabamos de ver, puede ser absolutamente espectacular. Los ejemplos que acabo de mencionar, junto a un sinnúmero de otros ejemplos, han convencido cada vez a más gente de poner su dinero bajo el cuidado de gestores institucionales de carteras; los mismos que gestionan los enormes planes de pensión y jubilación, los fondos de inversión mobiliaria y las organizaciones de asesoría de inversión. Mientras que las multitudes pueden enloquecer, las instituciones están por encima de esa locura. Muy bien; echemos, pues, una ojeada a la sensatez de las instituciones.

La sensatez de las instituciones

A mediados de los años 90, las instituciones contabilizaban el 90 por ciento o más del volumen de comercio de la bolsa de Nueva York. Se podría pensar que la actitud meditada y calculadora de los entendidos debía ser una garantía para evitar los extravagantes excesos del pasado.

A pesar de todo, los inversores profesionales tuvieron parte activa en varios notables movimientos especulativos desde los años 60 hasta los 90. En cada caso, las

instituciones profesionales pujaron abiertamente por acciones no porque creyeran que estas acciones estuviesen infravaloradas según el principio de la base sólida, sino porque preveían que otros más tontos se las quitarían de las manos a precios incluso más sobrevalorados. Puesto que estos movimientos especulativos se relacionan con los mercados actuales, creo que encontrarán este paseo por las instituciones especialmente útil.

Los 60 alcistas

La nueva «Nueva Era»: La fiebre de las acciones de crecimiento y de las nuevas emisiones

Comenzamos nuestro viaje en 1959, cuando yo acababa de empezar a trabajar en Wall Street. «Crecimiento» era entonces la palabra mágica, y adquirió un significado casi místico. Compañías con un sólido crecimiento como IBM y Texas Instruments se vendían a múltiplos de sus beneficios por encima de 80. (Un año después vendían a múltiplos de 20 y 30.)

Cuestionar la autenticidad de tales valoraciones, como en la generación anterior, era casi herético. Aunque estos precios no se podían justificar bajo el principio de la base firme, los inversores creían firmemente que más tarde aparecerían compradores ansiosos dispuestos a pagar incluso precios superiores. Lord Keynes debe de haber sonreído desde el lugar donde quiera que vayan los economistas después de morir⁸.

Recuerdo vívidamente a uno de los socios más antiguos de mi compañía que moviendo la cabeza admitía que no conocía a nadie que tuviera cuarenta y tantos años y recordara la caída de 1929-1932 que fuese capaz de

comprar las acciones de crecimiento de elevado precio y quedarse con ellas. Pero dominaban los jóvenes de ideas innovadoras. *Newsweek* citaba a un agente de bolsa que decía que los especuladores tienen la idea de que cualquier cosa que ellos compren «doblará el precio de la noche a la mañana. Lo horrible es que esto es lo que ha sucedido».

Todavía tenía que venir lo peor. Los empresarios, ansiosos por satisfacer la sed insaciable de los inversores por acciones de la era espacial de los 60 alcistas, se inventaron nuevas emisiones por docenas. Se ofrecieron más nuevas emisiones en el periodo de 1959 a 1962 que en cualquier otra época anterior. La fiebre de las nuevas emisiones era comparable a la burbuja de la Compañía de los Mares del Sur en intensidad y también, lamentablemente, en las prácticas fraudulentas que divulgaron.

Se denominó el «boom de la trónica», ya que las ofertas de acciones siempre incluían alguna versión mutilada de la palabra «electrónica» en su nombre, aunque la compañía no tuviese nada que ver con la industria de la electrónica. A los compradores de estas emisiones no les interesaba en realidad qué era lo que producía la compañía, siempre y cuando pareciera electrónica, con una cierta sugerencia de esoterismo. Por ejemplo, American Music Guild, cuyo negocio consistía únicamente en la venta puerta a puerta de fonógrafos y discos para fonógrafos, se cambió el nombre por el de Space-Tone antes de salir a bolsa. Las acciones se emitieron a 2, y en pocas semanas subieron a 14.

Jack Dreyfus, de Dreyfus and Company, hizo el siguiente comentario sobre la fiebre:

Tomemos una pequeña compañía que ha estado fabricando cordones de zapatos durante los últimos cuarenta años y vende a la respetable razón de seis veces los beneficios. Cambiemos el nombre Shoelaces, Inc. por Electronics and

Silicon Furth-Burners. En el mercado actual, las palabras «silicon» y «electronics» tienen el valor de 15 veces los beneficios. Pero, en cambio, el asunto se centra en la palabra, que no entiende nadie. Una palabra que no entiende nadie le da derecho a multiplicar por dos la suma total. Por tanto, tenemos seis veces los beneficios por el negocio de fabricación de cordones de zapatos y 15 veces los beneficios por «electronics» y «silicon», o sea, un total de 21 veces los beneficios. Multipliquemos esto por dos y tendremos un total de 42 veces los beneficios para la nueva compañía.

Dejemos que los números hablen. Hasta Mother's Cookie registró considerables ganancias. Piense en la gloria que podrían haber conseguido si se hubiesen puesto el nombre Mothertron's Cookitronics. Diez años más tarde, las acciones de la mayoría de estas compañías no tenían casi valor alguno. Hoy, han desaparecido⁹.

<i>Acciones</i>	<i>Fecha de la salida a bolsa</i>	<i>Precio de la salida</i>	<i>Cotización en el primer día de negociación</i>	<i>Cotización máxima de 1961</i>	<i>Cotización mínima de 1962</i>
Boonton Electronic Corp.	6 marzo 1961	5 1/2 ^a	12 1/4 ^a	24 1/2 ^a	1 5/8 ^a
Geophysics Corp.	8 diciembre 1960	14	27	58	9
Hydro-Space Technology	19 julio 1960	3	7	7	1
Mother's Cookie Corp.	8 marzo 1961	15	23	25	7

^a Por cada unidad de 1 acción y de 1 warrant.

¿Dónde estaba la Comisión del Mercado de Valores (SEC) en ese momento? ¿No es necesario que las nuevas emisiones inscriban en un registro en la SEC las condiciones de la emisión? ¿No pueden ser penalizados los emisores y los bancos aseguradores por testimonio falso y engañoso?

Sí, la SEC estaba allí, pero legalmente tenía que mantenerse al margen en silencio. En la medida en que una compañía preparara (y distribuyera entre los inversores) el folleto de emisión adecuado, la SEC no podía hacer nada por salvar a los compradores de sus propios errores. Por ejemplo, muchos de los folletos de emisión de la época tenían el siguiente tipo de aviso en letra destacada en la cubierta:

AVISO: ESTA COMPAÑÍA NO TIENE NI ACTIVOS NI BENEFICIOS Y NO PODRÁ REPARTIR DIVIDENDOS EN EL FUTURO. LAS ACCIONES SON DE ALTO RIESGO.

Pero, al igual que los avisos en los paquetes de cigarrillos no evitan que la gente fume, los avisos de que este tipo de inversiones pueden ser peligrosos para su economía no impiden a un especulador desprenderse de su dinero si está decidido a hacerlo. La SEC puede aconsejar a un tonto, pero no puede evitar que se desprenda de su dinero. Y los compradores de nuevas emisiones estaban tan convencidos de que subiría el precio de las acciones que el problema de la entidad aseguradora no era cómo vender las acciones, sino cómo asignarlas entre los enfervorizados compradores.

El fraude y la manipulación del mercado eran otro asunto. En este caso la SEC puede actuar y ha actuado con dureza. En efecto, muchas de las poco conocidas sociedades de intermediación al margen de la respetabilidad, que fueron responsables de la mayoría de las nuevas emisiones, y de la manipulación de precios, fueron suspendidas por diversas malversaciones.

El «boom de los tronics» se desplomó en 1962. Las nuevas emisiones calientes de ayer se convirtieron en ese momento en jarros de agua fría. Muchos profesionales se negaron a aceptar que habían especulado temerariamente.

Pocos señalaron que es fácil mirar hacia atrás y decir cuándo los precios estaban demasiado altos o demasiado bajos. Menos aún dijeron que nadie sabe cuál es el valor adecuado de una acción en un momento dado.

La sinergia genera energía: El auge de los conglomerados de empresas

Parte de la genialidad del mercado financiero consiste en que si aparece demanda para un producto, lo produce. El producto que todos los inversores deseaban eran expectativas de crecimiento de los beneficios por acción. Y si el crecimiento no se encontraba en un nombre, se esperaba simplemente que alguien encontrara otra forma de crearlo. A mediados de los 60, los empresarios creativos ya habían descubierto que el crecimiento se encontraba en una palabra, y esa palabra era sinergia.

La sinergia es la capacidad de hacer que 2 más 2 sean 5. Así, pareció verosímil que dos compañías distintas con unos beneficios de 2 millones de dólares cada una pudieran producir unos beneficios combinados de 5 millones si se fusionaban los negocios. Esta creación mágica y mística de beneficios y éxito seguro se llamó «conglomerado».

Aunque las leyes antimonopolio de la época evitaban que grandes compañías comprasen otras compañías del mismo sector, fue posible durante un tiempo comprar compañías de otros sectores sin interferencias legales. Las fusiones se llevaban a cabo en nombre de la sinergia. Las fusiones, se argumentaba, permitirían al conglomerado conseguir mayores ventas y beneficios de lo que hubiese sido posible a las entidades independientes por sí solas.

En realidad, el ímpetu principal de la ola de conglomerados de los 60 fue que el mismo proceso de adquisición se podía realizar para producir un crecimiento

de los beneficios por acción. En efecto, los gestores de los conglomerados generalmente tenían experiencia financiera en lugar de la destreza operativa necesaria para mejorar la rentabilidad de las compañías adquiridas. Mediante un sencillo juego de manos, podían reunir un grupo de compañías sin ningún potencial básico y producir unos beneficios por acción con una evolución firme al alza. El siguiente ejemplo muestra cómo se desarrollaba este truco.

Imaginemos que tenemos dos compañías: la Able Circuit Smasher Company, una empresa electrónica, y la Baker Candy Company, que fabrica chocolatinas. Cada una tiene 200.000 acciones en circulación. En 1965 ambas compañías tienen unos beneficios de 1 millón de dólares anuales, o 5 dólares por acción. Asumamos que ninguno de los negocios tiene crecimiento y que, con o sin actividad de fusión, los beneficios seguirán estando al mismo nivel.

Sin embargo, las dos empresas cotizan a distintos precios. Puesto que la Able Circuit Smasher Company está en el sector de la electrónica, el mercado le concede un múltiplo del valor de beneficios de 20, que multiplicado por sus 5 dólares de beneficios por acción le da un valor de mercado de 100 dólares. Baker Candy Company, que está en un sector menos atractivo, multiplica sus beneficios sólo por 10; en consecuencia, sus acciones a 5 dólares de beneficios tienen un valor de mercado de sólo 50 dólares.

A la gerencia de Able Circuit le gustaría convertirse en un conglomerado. Ofrece a Baker una absorción canjeando las acciones a dos por tres. Los titulares de las acciones de Baker obtendrían dos acciones de los títulos de Able, que tienen un valor de mercado de 200 dólares, por cada tres acciones de Baker, con un valor total en el mercado de 150 dólares. Por supuesto, los titulares de las acciones de Baker es probable que acepten de buena gana.

Tenemos un conglomerado naciente, cuya nueva denominación será Synergon Inc., que tiene ahora 333.333 acciones en circulación y un total de beneficios de 2 millones de dólares que las respaldan, o sea, 6 dólares por acción. De esta manera, en 1966, cuando ya se ha completado la fusión, nos encontramos que los beneficios han ascendido un 20 por ciento, de 5 dólares a 6 dólares, y este crecimiento parece que justifica el anterior múltiplo de beneficios por 20 que tenía Able. Como consecuencia, las acciones de Synergon (antes Able) han subido de 100 a 120 dólares; de esta manera queda confirmada la opinión de todo el mundo y se van a casa contentos y ricos. Además de esto, los accionistas de Baker que fueron absorbidos no tienen que pagar impuestos sobre los beneficios obtenidos hasta que vendan sus acciones de la compañía combinada. Las tres líneas superiores del siguiente cuadro ilustran la transacción hasta este punto.

	<i>Empresa</i>	<i>Nivel de beneficios</i>	<i>Número de acciones en circulación</i>	<i>Beneficios por acción</i>	<i>PER</i>	<i>Cotización</i>
Antes de la fusión en 1965	Able	1.000.000\$	200.000	5,00\$	20	100\$
	Baker	1.000.000\$	200.000	5,00\$	10	50\$
Después de la fusión en 1966	Synergon (Able y Baker combinadas)	2.000.000\$	333.333*	6,00\$	20	120\$
	Charlie	1.000.000\$	100.000	10,00\$	10	100\$
Después de la segunda fusión de 1967	Synergon (Able, Baker y Charlie combinadas)	3.000.000\$	433.333†	6,92\$	20	138,4\$

* Las 200.000 acciones originales de Able más otras 133.333 que se emiten para canjear por las 200.000 acciones de Baker de acuerdo con lo acordado para la fusión.

† Las 333.333 acciones de Syneigon más otras 100.000 acciones para canjearlas por las acciones de Charlie.

Un año después, Synergon se encuentra con Charlie Company, cuyos beneficios son de 10 dólares por acción o de 1 millón de dólares con 100.000 acciones en circulación. Charlie Company está en el relativamente peligroso sector de la maquinaria militar; por tanto, sus acciones en el mercado se multiplican solamente por 10 y venden a 100 dólares. Synergon ofrece a Charlie Company una absorción con un canje de acción por acción. Los accionistas de Charlie están encantados de cambiar sus acciones de 100 dólares por las acciones del conglomerado a 120 dólares. Hacia finales de 1967, la compañía combinada tiene unos beneficios de 3 millones de dólares, 433.333 acciones en circulación, y unos beneficios de 6,92 dólares por acción.

Aquí tenemos un ejemplo en el que el conglomerado de empresas ha fabricado literalmente el crecimiento.

Ninguna de las tres empresas estaba creciendo; sin embargo, debido a su fusión, nuestro conglomerado mostrará el siguiente incremento de los beneficios:

BENEFICIOS POR ACCIÓN

	1965	1966	1967
Synergon, Inc.	5,00\$	6,00\$	6,92\$

Claramente, Synergon es una acción de crecimiento, y su historial de extraordinarios resultados le han ganado en apariencia un múltiplo de beneficios elevado e incluso al alza.

El truco que hace que funcione el juego es la capacidad que tiene la compañía electrónica para canjear su acción de elevado múltiplo por acciones de otra compañía de múltiplo inferior. La compañía de chocolates puede «vender» sus beneficios solamente a un múltiplo de 10. Pero cuando estas ganancias se promedian junto con la compañía electrónica, los beneficios totales (incluyendo los de las ventas de chocolatinas) se pueden vender a un múltiplo de 20. Cuantas más adquisiciones pueda realizar Synergon, más rápidamente crecerán los beneficios por acción y las acciones parecerán, por tanto, más atractivas y justificarán su elevado múltiplo.

Todo el asunto es como una de esas cadenas de cartas: nadie sale lastimado en tanto el crecimiento de adquisiciones continúe de forma exponencial. Aunque el proceso no puede continuar mucho tiempo, las posibilidades son sobrecogedoras para aquellos que estaban desde el principio. Es difícil creer que los profesionales de Wall Street estuviesen tan miopes como para caer en el timo de los conglomerados, pero lo

aceptaron durante unos años. O, quizá como defensores de la teoría de los castillos en el aire, pensaron simplemente que otros serían embaucados.

Automatic Sprinkler Corporation (posteriormente denominada A-T-O Inc. y más tarde, a propuesta de su modesto presidente ejecutivo, el señor Figgie, Figgie International) es un ejemplo real de cómo funcionaba el juego de fabricar crecimiento. Entre 1963 y 1968, el volumen de ventas de la compañía se incrementó en un 1.400 por ciento, una marca espectacular que se debió únicamente a las adquisiciones. A mediados de 1967, se llevaron a cabo cuatro fusiones en un periodo de veinticinco días. Todas estas compañías recién adquiridas estaban vendiendo a múltiplos de beneficios relativamente bajos, y por tanto ayudaron a producir un rápido crecimiento de beneficios por acción. El mercado respondió a este crecimiento elevando el múltiplo de beneficios unas 50 veces los beneficios de 1967. Esto produjo un salto del precio de los títulos de la compañía de unos 8 dólares por acción en 1963 a 73 5/8 dólares en 1967.

El señor Figgie, presidente de Automatic Sprinkler, tenía a su cargo la labor de relaciones públicas necesaria para ayudar a Wall Street a construir su castillo en el aire. Automáticamente salpicaba sus conversaciones de frases talismánicas sobre la fuerza de las compañías sin estructura fija y su interrelación con el cambio y la tecnología. Tenía cuidado en señalar que estudiaba entre veinte y treinta operaciones por cada una que compraba. A Wall Street le encantaba cada una de estas palabras.

El señor Figgie no fue el único en timar a Wall Street. Los gerentes de otros conglomerados se inventaron casi un nuevo lenguaje en el proceso de fascinar a la comunidad inversora. Hablaban de matrices de mercado, de tecnología central de puntos de apoyo, de bloques modulares de

construcción y de la teoría núcleo del crecimiento. En realidad, nadie de Wall Street sabía lo que significaban estas palabras, pero todos tenían la cálida y agradable sensación de participar en las nuevas corrientes tecnológicas.

Los gerentes de los conglomerados también encontraron una nueva forma de describir los negocios que habían comprado. Las empresas navieras se convirtieron en «sistemas marítimos». La minería del cinc se convirtió en «la división de minerales del espacio». Las plantas de fabricación de acero se convirtieron en «la división de tecnología de materiales». Una compañía de lámparas o cerraduras se convirtió en parte de la «división de servicios de seguridad». Y si alguno de los poco caballerosos analistas de títulos (alguien del menos prestigioso City College of New York, en lugar de la Harvard Business School) tenía el coraje de preguntar cómo se podía obtener entre un 15 a un 20 por ciento de crecimiento de una forja o de una empaquetadora cárnica, el típico gerente del conglomerado sugería que sus eficaces expertos habían aislado millones de dólares de exceso en los costes, y que el objetivo de triplicar los márgenes de beneficios se podía conseguir fácilmente en dos años.

Acciones	1967		1969	
	Cotización máxima	PER	Cotización mínima	PER
Automatic Sprinkler (A-T-O Inc.)	73 5/8	51,0	10 7/8	13,4
Litton Industries	120 1/2	44,1	55	14,4
Teledyne Inc.	71 1/2*	55,8	28 1/4	14,2

* Ajustado de la ampliación de capital subsiguiente.

En lugar de bajar con la actividad de fusión, los múltiplos de precios a beneficios de las acciones de los conglomerados subieron durante un tiempo. En el cuadro anterior se muestran los precios y múltiplos de una selección de conglomerados de 1967.

La música cesó drásticamente para los conglomerados el 19 de enero de 1968, cuando el abuelito de los conglomerados, Litton Industries, anunció que los beneficios en el segundo cuarto del año serían sustancialmente inferiores de lo que se había previsto. Se habían registrado subidas anuales del 20 por ciento durante casi una década completa. El mercado había llegado a creer tan ciegamente en la magia que la noticia fue acogida con desconfianza y sobresalto. En la ola de ventas que siguió las acciones de los conglomerados bajaron aproximadamente en un 40 por ciento antes de que se registrara una tenue recuperación.

Todavía faltaba por llegar lo peor. En julio, la Federal Trade Commision (Comisión Federal del Comercio) anunció que iba a realizar una investigación en profundidad del movimiento de fusión de conglomerados. De nuevo, las acciones bajaron tambaleándose. La SEC y los profesionales de la contabilidad por fin se pusieron en movimiento y empezaron a hacer intentos para aclarar la información relacionada con las fusiones y las adquisiciones. Quizá muchos pocos débiles no hacen un todo fuerte. Las órdenes de ventas empezaron a afluir. Poco después, la SEC y el responsable de la legislación antimonopolio de la Fiscalía General del Estado (Assistant Attorney General) indicaron una gran preocupación por el ritmo acelerado del movimiento de fusiones.

Las secuelas de esta fase especulativa revelaron dos factores perturbadores. En primer lugar, los conglomerados eran perecederos y no siempre podían

controlar sus vastos imperios. En efecto, los inversores quedaron desencantados con la nueva matemática de los conglomerados; 2 más 2 desde luego no sumaban 5, y algunos inversores se preguntaban incluso si sumaban 4. En segundo lugar, el gobierno y los profesionales de la auditoría expresaron una gran preocupación por el ritmo de las fusiones y por los posibles abusos. Estas dos preocupaciones de los inversores redujeron (y en muchos casos eliminaron) los excesivos múltiplos que se habían pagado por las expectativas de beneficios asociados al proceso de adquisición. Esto de por sí ya hace casi imposible el juego de magia, ya que la compañía compradora ha de tener un múltiplo de beneficios superior al de la compañía que adquiere, si se quiere que funcione la maniobra.

Una interesante nota a pie de página en este episodio es que en las dos primeras décadas de 2000 se puso de moda la desconglomeración. La escisión de las filiales de los grandes conglomerados en compañías independientes fue premiada con un aumento en el precio de las acciones. Las dos empresas independientes tenían por lo general un valor combinado en el mercado mayor al del conglomerado original.

Los buenos resultados llegan al mercado: La burbuja de las acciones concepto

Con los conglomerados haciéndose pedazos a su alrededor, los gestores de fondos de inversión encontraron otra palabra mágica: «resultados». Evidentemente era más sencillo vender un fondo que tuviese en su cartera acciones que subieran más rápidamente que las acciones en la cartera de la competencia.

Y efectivamente, los fondos dieron buenos resultados, al menos durante cortos períodos. El muy anunciado Enterprise Fund de Fred Carr acumuló un rendimiento total del 117 por ciento (incluidas las ganancias de dividendos y capital) en 1967 y le siguió un rendimiento del 44 por ciento en 1968. Las cifras correspondientes en el índice de la bolsa Standard & Poor 500 fueron del 25 y el 11 por ciento, respectivamente. Este rendimiento atrajo grandes cantidades de dinero al fondo, así como a otros fondos que pudieran alardear de atractivos rendimientos. A partir de este momento, el público ya no apostaba al caballo, sino al jinete.

¿Cómo lo hacían estos jinetes? Concentraban la cartera de valores en acciones muy dinámicas, con una buena historia que contar, y al primer signo de una historia aún mejor cambiaban de inmediato. Durante un tiempo la estrategia funcionó bien y llevó a que surgieran muchos imitadores. A los seguidores rápidamente se les galardonó con el nombre de fondos «gogó» (fondos de gran vivacidad), y sus gestores solían ser llamados «los jóvenes pistoleros». Los dólares del público desembocaban en algunos de los fondos con más riesgo.

Y de esta manera la inversión de grandes resultados se apoderó de Wall Street a finales de los 60. Ya que la realización a corto plazo era de especial importancia (los servicios de inversión empezaron a publicar mensualmente las cifras de resultados de los fondos de inversiónmobiliaria), era mejor comprar acciones que ofreciesen un concepto atractivo y una historia de realización inmediata que el mercado reconocería ahora, no en el futuro lejano. De aquí el nacimiento de las denominadas acciones concepto («concept stock»).

Pero aunque la historia no fuese del todo creíble, si el gestor de carteras estaba convencido de que la opinión

media pensaría que el criterio medio iba a creerse la historia, no hacía falta nada más. El escritor Martin Mayer citaba a uno de los gestores de fondos con las siguientes palabras: «Puesto que nosotros escuchamos las historias al principio, nos podemos imaginar que en los próximos días las va a oír suficiente cantidad de gente como para que la acción dé un salto, aunque la historia no se confirme». Muchos habituales de Wall Street consideraban esto una estrategia de inversión radical nueva, pero lord Keynes ya lo había descubierto todo en 1936.

Saquemos a escena a Cortes W. Randell. Su concepto era una compañía juvenil para el mercado de la juventud. Se hizo fundador, presidente y principal accionista de la National Student Marketing. Primero vendió la imagen de opulencia y éxito. Era propietario de un Learjet personal blanco de nombre «Snoopy», de un apartamento en las torres Waldorf, de Nueva York, de un castillo con un falso calabozo en Virginia y de un yate con capacidad para doce personas. Para completar la imagen, tenía un caro juego de palos de golf junto a la puerta de su oficina. Parece que el único momento en que se utilizaban los palos era por la noche, cuando el servicio de limpieza arrastraba los montones de papeles por la alfombra.

Randell pasaba la mayor parte del tiempo visitando a gestores de fondos institucionales o llamándoles desde el teléfono de su Lear, y vendió el concepto de la NSM al estilo de un empresario de la burbuja de la Compañía de los Mares del Sur. El auténtico oficio de Randell era predicar. El concepto que Wall Street le compró a Randell fue que una sola compañía podía especializarse en satisfacer las necesidades de la gente joven. NSM consiguió su crecimiento inicial vía la ruta de las fusiones, igual que lo habían hecho los conglomerados de los años 60. La diferencia era que cada una de las compañías

constituyentes tenía algo que ver con el mercado de los jóvenes de edad universitaria, desde discos y pósters hasta guías para trabajos de verano o camisetas. ¿Qué podía ser más atractivo para un joven pistolero que una acción concepto pensada para la juventud, una compañía de servicio completo para explotar la subcultura de la juventud? Los entusiastas comunicados de prensa emitidos desde la sede central de la compañía y la proyección de beneficios que Randell hacía para ésta se fueron haciendo cada vez más optimistas.

El cuadro siguiente muestra que los inversores institucionales son, claramente, tan proclives como el público general a construir castillos en el aire.

<i>Acciones</i>	<i>Cotización máxima de 1968-1969</i>	<i>PER en el máximo</i>	<i>Número de accionistas institucionales a finales de 1969</i>	<i>Cotización mínima de 1970</i>	<i>% de bajada</i>
National Student Marketing	35 1/4*	117	31	7/8	98
Performance Systems	23	∞	13	1/8	99

* Ajustado de ampliaciones de capital subsiguientes.

Mi ejemplo favorito tiene que ver con Minnie Pearl. Minnie Pearl era una empresa de franquicias de comida rápida, tan servicial como escurridiza. Para complacer a la comunidad financiera, los pollos de Minnie Pearl se convirtieron en «Performance Systems». ¿Qué mejor nombre podía escogerse para inversores obsesionados por los resultados? En Wall Street una rosa con otro nombre no huele igual de bien. El signo ∞ que se muestra en el cuadro bajo el epígrafe «PER» indica que el múltiplo era infinito. Performance Systems no tenía siquiera beneficio alguno por el que dividir el precio de la acción en el momento que

alcanzó su cotización máxima en 1968. Como el cuadro indica, ambas empresas hicieron el ridículo, y además muy gordo.

¿Por qué evolucionaron tan mal las acciones? Una de las respuestas más generalizadas fue la de que los ratios precio-beneficios estaban aumentados más allá de lo razonable. Si un múltiplo de 100 cae hasta el múltiplo más normal para el mercado en general de 20, en ese momento se acaba de perder el 80 por ciento de la inversión. Además de esto, la mayoría de las compañías concepto de la época estaban abocadas a profundas dificultades operativas. Existían diversas razones: una expansión excesivamente rápida, demasiada deuda, pérdida del control de la directiva, etc. Estas compañías estaban dirigidas por hombres que eran en primer lugar empresarios, y no calculadores gestores operativos. Además de esto, eran comunes las prácticas fraudulentas. Por ejemplo, Cortes Randell, de la NSM, con el tiempo se declaró culpable de fraude bursátil y cumplió ocho meses de prisión.

Las «Nifty Fifty»

En los años 70, los entendidos de Wall Street prometieron volver a los «principios íntegros». Los conceptos habían quedado obsoletos y la inversión en compañías sólidas estaba de moda. Nunca caerían como las empresas especulativas que tenían todos los favores en los años 60. No existía nada más prudente que comprar sus acciones y después relajarse jugando al golf.

Sólo existían aproximadamente cuatro docenas de estas acciones principales de crecimiento que tanto fascinaban a los inversores institucionales. Los nombres eran muy conocidos: IBM, Xerox, Avon Products, Kodak, McDonald's, Polaroid y Disney, por nombrar unos cuantos. Se las

denominó las «Nifty Fifty» (las cincuenta estupendas). Eran acciones de «gran capitalización», lo que quería decir que una institución podía adquirir un paquete accionario de gran tamaño sin alterar por ello el mercado. Y puesto que la mayoría de los entendidos se daban cuenta de que es difícil, si no imposible, escoger el momento adecuado para comprar, parecía que estos valores suponían un elevado grado de sentido común. Por tanto, ¿qué más daba si se pagaba un precio que estaba temporalmente demasiado alto? Puesto que estas acciones eran de crecimiento probado, antes o después estaría justificado el precio que se había pagado. Además de esto, eran acciones que, como las herencias familiares, nunca se vendían. Por ello se les llamó «one-decision stocks» (acciones de una decisión). Se tomaba una decisión para comprar, una vez, y se acababan los problemas de gestión de la cartera.

Estas acciones proporcionaban una cobertura de seguridad a los inversores institucionales también en otro sentido. Eran muy respetables. Los compañeros nunca podían poner en duda la prudencia al invertir en IBM. Era cierto que se podía perder dinero si IBM bajaba, pero eso no era considerado un signo de imprudencia (como lo sería si se perdiese dinero en un Performance System o en un National Student Marketing). Como galgos a la caza de la liebre mecánica, los grandes fondos de pensiones, las compañías de seguros y los bancos de gestión de patrimonios se cargaron de acciones de las «Nifty Fifty». Aunque parece difícil creerlo, las instituciones en realidad acababan de empezar a especular con los títulos de las compañías sólidas. El cuadro siguiente lo refleja. Los gestores institucionales pasaron por alto alegremente el hecho de que ninguna compañía, por grande que sea, puede crecer jamás lo suficientemente rápido como para justificar unos múltiplos de los beneficios de 80 o 90. De

nuevo demostraron la máxima de que la estupidez, adecuadamente presentada, parece sabiduría.

LA DESAPARICIÓN DE LAS «NIFTY FIFTY»

<i>Título</i>	<i>PER en 1972</i>	<i>PER en 1980</i>
Sony	92	17
Polaroid	90	16
McDonald's	83	9
International Flavors	81	12
Walt Disney	76	11
Hewlett-Packard	65	18

La fiebre de las «Nifty Fifty» terminó como todas las fiebres especulativas. Antes o después los mismos gestores de dinero que habían reverenciado las «Nifty Fifty» decidieron tomar una segunda decisión y vender. En la debacle que siguió, las principales acciones de crecimiento cayeron en desgracia.

Los colosales 80

El retorno de las nuevas emisiones

El auge de las nuevas emisiones de alta tecnología de la primera mitad de 1983 fue casi una réplica exacta de los episodios de los 60 con los nombres ligeramente cambiados para incluir los nuevos campos de la biotecnología y la microelectrónica. La fiebre de 1983 hizo que los empresarios de los 60 pareciesen especuladores de poca monta. El valor total de las nuevas emisiones en 1983 fue mayor que la suma total de las nuevas emisiones de toda la década anterior. Para los inversores, las ofertas públicas iniciales eran el juego de moda.

Veamos, por ejemplo, el caso de una empresa llamada Androbot que «planeó» producir en masa una línea de robots personales, y el de una cadena de tres restaurantes de New Jersey denominada Stuff Your Face, Inc. (Atibórrate, S. A.). Efectivamente, el entusiasmo se extendió hasta las emisiones de «calidad» como Fine Art Acquisitions Ltd. (Adquisiciones de Bellas Artes, S. A.). Esta última no era un negociucho de ropa barata o de material informático. Era una empresa dedicada por completo a la estética. Fine Art Acquisitions, contaba el folleto de emisión, se dedicaba al negocio de adquirir y distribuir grabados de calidad y duplicados de esculturas «art déco». Uno de los principales activos de la compañía consistía en un grupo de fotografías de desnudos de Brooke Shields hechas a medio camino entre la cuna y sus comienzos en Princeton. Las fotografías eran propiedad —y esto es completamente cierto— de un tal Garry Gross. Si bien Fine Arts no veía nada malo en las fotos de la prepubescente Brooke de once años de edad, mamá Shields no era de la misma opinión. La historia tuvo un final feliz para Brooke: Fine Arts nunca vendió las fotos, que se devolvieron a su dueño. Para Fine Arts y la mayoría de las nuevas emisiones surgidas durante la locura el final no fue tan venturoso: Fine Arts se transformó en Dyansen Corporation, con una galería en la fastuosa Trump Tower y en 1993 no pudo hacer frente al pago de un préstamo de ¿se lo imaginan? Chrysler Credit Corporation.

Probablemente fue la oferta de Muhammed Ali Arcades International (Juegos Recreativos Muhammed Alí Internacional) la que inició la debacle. En cierto sentido, la propuesta de oferta de emisión de acciones de Muhammed Ali Arcades no era especialmente extraordinaria teniendo en cuenta el resto de la basura que estaba apareciendo en ese momento. Pero la oferta era única en que demostraba

que con un centavo se podían comprar todavía muchas cosas. La compañía propuso ofrecer unidades compuestas de una acción y dos certificados de opción («warrants») por el módico precio de 1 centavo. Por supuesto, esto era unas 333 veces lo que habían pagado hacia poco las personas informadas por sus propias acciones. Esto era también moneda corriente, pero cuando se descubrió que el mismísimo campeón resistió a la tentación de comprar acciones de la compañía que llevaba su nombre, los inversores empezaron a fijarse más en qué situación estaban. A la mayoría no les gustó lo que observaron. La consecuencia fue una bajada dramática de las acciones de las pequeñas compañías, en general, y de los precios de mercado de las ofertas públicas de emisión de acciones, en particular. En el transcurso de un año muchos inversores perdieron hasta el 90 por ciento de su dinero.

La portada del folleto de emisión de Muhammed Ali Arcades International mostraba una foto del ex campeón de pie junto a un contrincante en el suelo. Durante sus mejores días, Alí solía decir que podía «flotar como las mariposas y picar como las abejas». Al final resultó que la oferta de Ali Arcades (lo mismo que la de Androbot prevista para julio de 1983) no fue lanzada nunca. Pero sí otras muchas, en especial las acciones de las compañías en la última frontera de la tecnología. Como ha sucedido una y otra vez, fue el inversor el que salió picado.

Los conceptos conquistan otra vez: La burbuja de la biotecnología

Lo que la electrónica fue a los 60 fue la biotecnología a los 80. La revolución biotecnológica se asemejaba a la de los ordenadores, y el optimismo sobre las posibilidades de

la escisión génica se reflejaba también en los precios de las acciones de las compañías biotecnológicas.

Genentech, la compañía más importante del sector, salió a bolsa en 1980. Durante los primeros veinte minutos de negociación, el título prácticamente triplicó su valor. Otras nuevas emisiones de compañías biotecnológicas fueron engullidas con voracidad por los hambrientos inversores que veían una oportunidad de introducirse en una nueva industria multimillonaria en dólares justo al comienzo. El producto clave que originó la primera ola de frenesí biotecnológico fue el Interferón, un medicamento para combatir el cáncer. Los analistas predijeron que las ventas de Interferón excederían los 1.000 millones de dólares para 1982. (En realidad, las ventas de este producto de éxito apenas llegaban a 200 millones de dólares en 1989, pero no se podía dar marcha atrás a los sueños de los castillos en el aire.) Los analistas seguían prediciendo una explosión de beneficios en dos años de las compañías biotecnológicas, pero quedaban defraudados continuamente. No obstante, la revolución biotecnológica era cierta y acogidas a la sombra del potencial tecnológico, se beneficiaron incluso compañías débiles.

La valoración de las acciones de biotecnología alcanzó unos niveles desconocidos anteriormente para los inversores. Las acciones especulativas de crecimiento se podían vender a 50 veces los beneficios en 1980. En los 80 algunas de las acciones de biotecnología se vendieron a 50 veces las ventas. Como estudió de las técnicas de valoración, yo quedaba fascinado al leer las racionalizaciones que hacían los analistas de inversiones para justificar tales niveles excesivos de valoración. Puesto que las compañías biotecnológicas de forma típica no tenían beneficios en aquel momento (y de forma realista no se esperaban beneficios positivos en varios años) y pocas

ventas, hubo que desarrollar nuevas técnicas de valoración. Mi favorito era el método de «la valoración de activos del producto» recomendado por una de las principales sociedades de bolsa de Wall Street. Básicamente el método consistía en la estimación del valor de todos los productos «en el tintero» de cada compañía de biotecnología. Incluso si el producto planificado no era más que unos diseños de un ingeniero genético, se calculaba el volumen potencial de ventas y margen de beneficios. El valor total del producto «en el tintero» le proporcionaba así al analista una idea aproximada del precio al que se deberían vender las acciones de la compañía.

Quizá se podía retrasar la aprobación de las autoridades sanitarias de la FDA¹⁰. (La autorización para la venta del Interferón se retrasó varios años.) ¿Toleraría el mercado los precios caprichosos que se habían previsto para el fármaco? ¿Sería posible proteger las patentes puesto que literalmente cada producto biotecnológico en camino lo estaban desarrollando simultáneamente varias compañías, o serían inevitables los conflictos de patente? ¿Sería absorbida la mayor parte del beneficio potencial de un fármaco de éxito por el socio distribuidor de la compañía biotecnológica, generalmente una de las principales compañías farmacéuticas? Ninguno de estos problemas potenciales parecía real a mediados de los 80. De hecho, un analista financiero consideraba menos arriesgadas las acciones biotecnológicas que las de las habituales compañías farmacéuticas, puesto que no existían «viejos productos que necesitaran ser compensados por sus ingresos en baja». Se había dado un giro de 180 grados: tener ventas y beneficios positivos era considerado en realidad una desventaja porque esos beneficios podían bajar en el futuro. A finales de los 80, la mayoría de las acciones biotecnológicas perdieron tres cuartas partes de

su valor de mercado. Ni siquiera las verdaderas revoluciones tecnológicas garantizan beneficios a los inversores.

La mayor burbuja: ZZZZ Best

La saga de ZZZZ Best fue una increíble historia, digna de una fábula, que cautivó a los inversores. En el acelerado mundo de los empresarios que llegan a ricos antes de que tengan barba, Barry Minkow fue una leyenda genuina de los 80. Su carrera comenzó a la edad de nueve años. La familia no podía permitirse una niñera, así que Barry a menudo se iba a trabajar a la tienda de limpieza de alfombras dirigida por su madre. Allí empezó a pedir trabajos por teléfono. A la edad de diez años estaba ya limpiando alfombras. Trabajando por las tardes y en los veranos ahorró 6.000 dólares en los cuatro años siguientes y a la edad de quince años se compró un equipo de limpieza por vapor e inició su propio negocio de limpieza de alfombras en el garaje del domicilio familiar. La compañía se denominó ZZZZ Best. Todavía en el instituto, y demasiado joven para conducir, Minkow contrató una cuadrilla para recoger y limpiar alfombras mientras él estaba en clase, preocupándose de la nómina. Con Minkow trabajando con un horario agotador el negocio floreció. Estaba orgulloso de haber contratado a su padre y a su madre. A los dieciocho años Minkow era millonario.

El apetito insaciable de Minkow por el trabajo llegó hasta la autopromoción. Conducía un Ferrari rojo y vivía en una lujosa casa con una enorme piscina en la que había una gran Z negra pintada en el fondo. Escribió un libro titulado con modestia *Making It in America (Consiguiéndolo en América)*, en el que afirmaba que los adolescentes no trabajaban lo suficiente. Aparecía en *Oprah* como el niño

prodigo de Wall Street y grabó anuncios antidroga con el lema «Mi actitud es limpia, ¿y la tuya?». Para entonces, ZZZZ Best tenía 1.300 empleados y locales por toda California, así como por Arizona y Nevada.

¿Era demasiado pagar 100 veces los beneficios por una mundana compañía de limpieza de alfombras? Por supuesto que no cuando la compañía estaba dirigida por un genio y un hombre de negocios de éxito espectacular, que también podía demostrar fortaleza. La frase favorita de Minkow para sus empleados era «A mi manera, o a la carretera». Una vez se jactó de que habría despedido a su propia madre si se salía de la línea. Cuando Minkow contó en Wall Street que su compañía estaba mejor dirigida que IBM y que estaba destinada a convertirse en la «General Motors de la limpieza de alfombras», los inversores le escucharon arrobados. Como un analista de inversiones me dijo una vez: «Ésta no puede fallar».

En 1987, la burbuja de Minkow explotó con una repentina sorpresa. Resultó que ZZZZ Best estaba limpiando algo más que alfombras: estaba blanqueando dinero de la mafia. ZZZZ Best fue acusada de actuar de tapadera de figuras del crimen organizado que compraban equipo para la compañía con dinero «sucio» y sustituían su inversión con dinero en efectivo «limpio» desplumado de las ganancias del negocio legal de limpieza de alfombras de ZZZZ Best. Pero, de hecho, el propio espectacular crecimiento de la compañía fue esencialmente una elaborada ficción producida con imaginarios contratos, facturas de tarjetas de crédito falsas y cosas similares. Hay que añadir que Minkow fue acusado de sustraer millones de la tesorería de la compañía para su uso personal. Minkow, así como todos los inversores de ZZZZ Best, estaban acorralados contra la pared.

El siguiente capítulo de la historia (después de la suspensión de pagos) se desarrolló en 1989 cuando Minkow, entonces de veintitrés años, fue condenado por 57 delitos de fraude y sentenciado a veinticinco años de prisión, y se le exigió restituir 26 millones de dólares que había robado a la compañía. El juez de distrito de los Estados Unidos, cuando rechazó la petición de indulgencia, le dijo a Minkow: «Usted es peligroso porque tiene mucha labia, habilidad para comunicarse». Y añadió: «Usted no tiene conciencia».

Pero la historia no acaba aquí. Minkow estuvo 54 meses en la prisión federal de Lompoc, donde se reconvirtió al cristianismo y se licenció estudiando a distancia con la Liberty University, fundada por Jerry Falwell. Cuando salió de la cárcel en diciembre de 1994, se hizo pastor de la Community Bible Church en California, donde cautivaba a sus feligreses con su estilo evangélico. Ha escrito, entre otros libros, *Cleaning Up and Down, But Not Out*. También fue contratado por el FBI como consejero especial para descubrir fraudes. En 2006, el fiscal del caso, James Asperger, escribió: «El cambio de Barry ha sido extraordinario, tanto en su vida personal como ayudando a descubrir más fraudes de los que nunca perpetró». En 2010 se estrenó la película *Minkow*, presentada como «una historia de inspiración y redención». Desgraciadamente, el guión de la película era pura ficción. En 2011, Minkow fue condenado a cinco años de cárcel por participación en un fraude relacionado con valores bursátiles; en 2014 se declaró culpable de estafar tres millones de dólares a la Community Bible Church de San Diego, de la que había sido pastor. Minkow nunca se enmendó.

¿Qué significa todo esto?

Las lecciones de la historia del mercado están claras. Los estilos y las modas en la valoración de los títulos por parte de los inversores pueden tener y de hecho tienen un papel fundamental en la cotización de las acciones. La bolsa a veces encaja bien en la teoría de los castillos en el aire. Por eso, el juego de la inversión puede ser extremadamente peligroso.

Otra lección que clama atención a gritos es que los inversores deberían ser muy cautos al comprar las actuales «nuevas emisiones» de moda. La mayoría de las salidas a bolsa («Initial Public Offerings», IPOs) tienen peores resultados que el mercado en general. Y si compra las nuevas emisiones después de empezar a negociarse, por lo general a un precio superior, tiene todas las posibilidades de perder. Los inversores deberían quedar advertidos de tratar a las nuevas emisiones con una considerable dosis de escepticismo.

Por supuesto, los inversores en el pasado han construido muchos castillos en el aire con las IPOs. Recuerde que los principales vendedores de acciones de las IPOs son los propios gestores de las compañías. Intentan que sus ventas coincidan con el momento más alto de prosperidad de la compañía o con la cima del entusiasmo inversor en la moda del momento. En tales casos, la prisa por subirse al carro (incluso de industrias de gran crecimiento) produjo a los inversores una prosperidad estéril.

El yen japonés para tierras y acciones

Hasta ahora sólo he hablado de las burbujas especulativas estadounidenses. Conviene recordar que no estamos solos. Quizás el auge y fracaso más espectacular de finales del siglo xx fuera el de los mercados inmobiliario y bursátil japoneses. De 1955 a 1990, el valor de las

propiedades inmobiliarias de ese país se multiplicó por más de 75. En 1990 el valor total de todas ellas se calculó que ya se aproximaba a los 20 billones de dólares, equivalentes a más del 20 por ciento de la riqueza mundial y en torno al doble del valor total de los mercados bursátiles mundiales. Estados Unidos es veinticinco veces mayor que Japón en cuanto a extensión física y, sin embargo, en 1990 se estimó que las propiedades japonesas valían cinco veces más que todas las estadounidenses. En teoría, los japoneses podían haber comprado todas las propiedades de Estados Unidos mediante la venta del entorno metropolitano de Tokio. La simple venta del palacio imperial y sus terrenos al precio tasado habría proporcionado el dinero para comprar toda California.

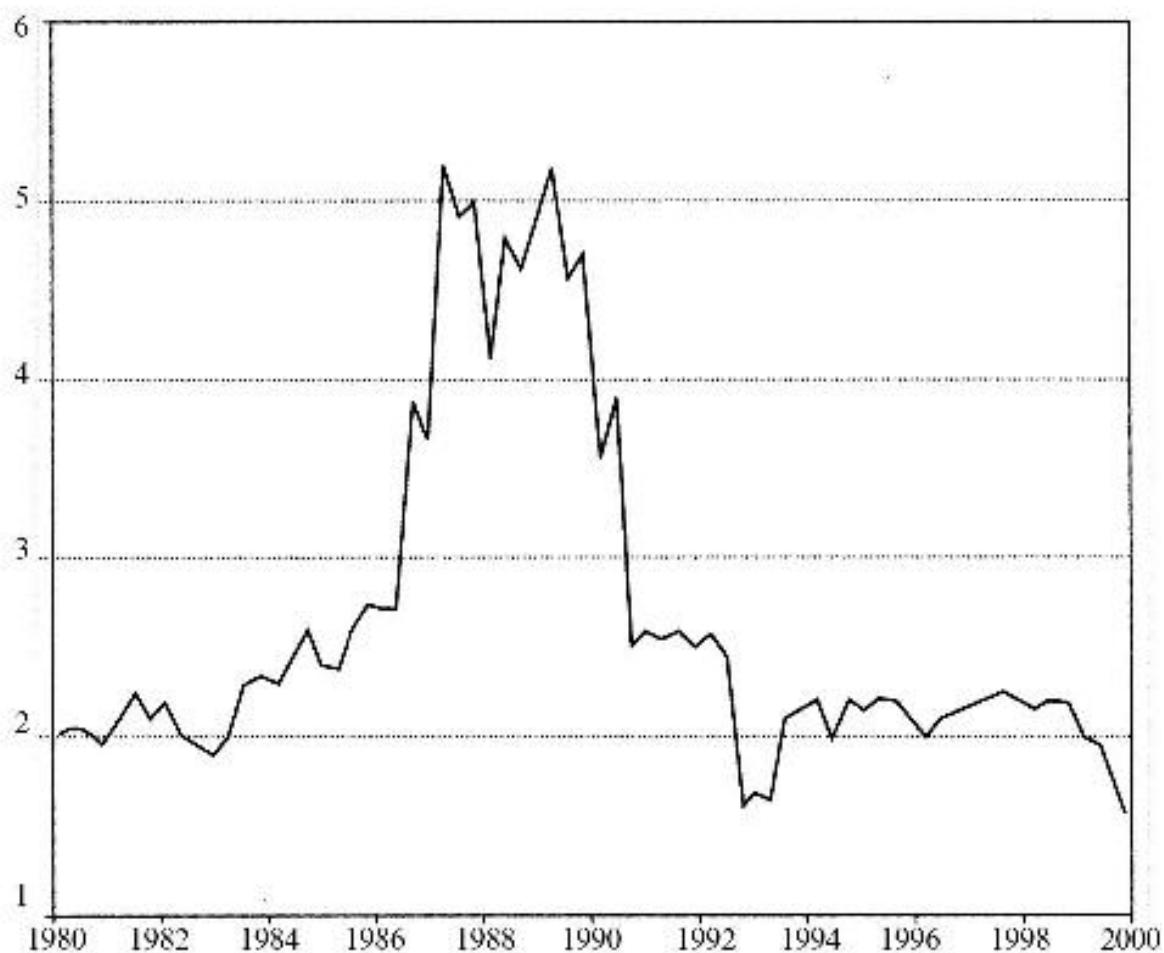
La bolsa replicó ascendiendo como un globo de helio en un día sin viento. Los precios de las acciones se multiplicaron por 100 de 1955 a 1990. En su punto más alto, en diciembre de 1989, tenían un valor total de mercado de unos 4 billones de dólares, casi 1,5 veces el valor de todas las acciones estadounidenses y próximo al 45 por ciento del valor de mercado del capital emitido en acciones en el mundo. Los inversores partidarios de la base firme estaban espantados ante tales cifras. Leían con consternación que las acciones japonesas se vendían por encima de 60 veces los beneficios, casi cinco veces su valor contable y muy por encima de 200 veces los dividendos. En contraste, las acciones estadounidenses se vendían en torno a 15 veces los beneficios, y las londinenses, a 12 veces los mismos. Los altos precios de las acciones japonesas resultaban aún más espectaculares si se comparaba una compañía con otra. El valor de la NTT Corporation, la gigante japonesa de teléfonos que había sido privatizada durante el auge, excedía el de AT&T, IBM, Exxon, General Electric y General Motors juntas.

Quienes respaldaban el mercado de valores tenían respuesta para toda clase de objeciones lógicas que pudieran suscitarse. ¿La relación precio-beneficios estaba en la estratosfera? No, decían los vendedores de Kabutocho (la Wall Street japonesa). «Los beneficios japoneses están subestimados respecto a los estadounidenses porque los gastos de la depreciación están sobreestimados y los beneficios no incluyen los de las empresas filiales poseídas de forma parcial.» El PER ajustado a estos efectos sería mucho más bajo. ¿Eran los rendimientos, muy por debajo de 0,5 por ciento, desmedidamente bajos? La respuesta era que sólo reflejaban los bajos tipos de interés del momento en Japón. ¿Era peligroso que los precios de las acciones supusieran cinco veces el valor de los activos? De ningún modo. Los valores contables no reflejaban la espectacular apreciación de la tierra que poseían las compañías japonesas. Y el alto valor de esta tierra se «explicaba» tanto por la densidad de la población como por las diversas reglamentaciones y leyes fiscales que restringían el uso de tierra habitable.

En realidad, ninguna de las «explicaciones» podía sostenerse. Incluso cuando se ajustaban los beneficios, los múltiplos seguían siendo mucho más elevados que en otros países y extraordinariamente hinchados con respecto a la propia historia de Japón. Además, la rentabilidad japonesa había venido declinando, y la fortaleza del yen suponía una mayor dificultad para que Japón exportara. Si bien la tierra era escasa en ese país, sus fabricantes, entre ellos los de coches, la estaban encontrando abundante para sus nuevas plantas a precios atractivos en el extranjero. Y los ingresos por alquiler habían venido subiendo mucho más despacio que el valor de la tierra, lo que indicaba una tasa de rendimiento descendente de los bienes inmuebles. Por último, los bajos tipos de interés que habían estado

apuntalando el mercado ya habían comenzado a elevarse en 1989.

GRÁFICO 2
LA BURBUJA DE LA BOLSA JAPONESA.
PRECIOS DE LAS ACCIONES JAPONESAS EN RELACIÓN CON LOS VALORES
CONTABLES, 1980-2000



Fuente: Morgan Stanley Research y estimaciones del autor.

Para gran aflicción de aquellos especuladores que habían llegado a la conclusión de que las leyes fundamentales de la gravedad financiera no eran aplicables a Japón, Isaac Newton llegó en 1990. Resulta interesante que fuera el mismo gobierno el que tirara la manzana. El

Banco de Japón (Reserva Federal de Japón) vio el feo espectro de una inflación general que se agitaba entre la fiebre de préstamos y el auge de liquidez que aseguraba el alza de los precios de la tierra y las acciones. Por ello, el banco central restringió el crédito y diseñó una subida de los tipos de interés. Se tenía la esperanza de que se cortarían más incrementos en los precios de la propiedad y que el mercado de valores se moderaría a la baja.

El mercado bursátil no se moderó, sino que se derrumbó. La caída fue casi tan extrema como la sufrida por la bolsa estadounidense desde finales de 1929 hasta mediados de 1932. El índice de la bolsa japonesa (Nikkei) alcanzó una altura de casi 40.000 el último día de operaciones de la década de 1980. A mediados de agosto de 1992, ya había descendido a 14.309, una caída en torno al 63 por ciento. En contraste, el promedio industrial Dow Jones cayó el 66 por ciento desde diciembre de 1929 hasta su punto más bajo en el verano de 1932 (aunque el declive fue del 80 por ciento desde el nivel de septiembre de 1929). El gráfico 2 muestra de forma bastante expresiva que la subida de los precios de las acciones a mediados y finales de los años 80 representó un cambio en la relación de valoración. La caída de los precios de las acciones desde 1990 en adelante sólo reflejó el retorno a la relación de valor contable que era la habitual a comienzos de los años 80.

El globo inmobiliario también perdió aire precipitadamente a comienzos de los años 90. Diversas medidas del precio de la tierra y el valor de la propiedad indican un declive casi tan severo como el del mercado de valores. El estallido de la burbuja destruyó el mito de que Japón era diferente y los precios de sus activos subirían siempre. Las leyes financieras de gravedad no conocen fronteras geográficas.

8 El PER (Price/Earnings Ratio) o múltiplo es el cociente entre el precio de las acciones y los beneficios por acción de la empresa. El PER calculado sobre los beneficios del último año figura normalmente en las páginas de bolsa de los periódicos financieros. Además, los analistas financieros hacen distintas conjeturas sobre el PER calculado sobre los beneficios previstos (según las previsiones de cada analista) de los años venideros. [N. del R.]

9 El autor habla aquí de lo que se conoce como «hot issue», esto es, una nueva emisión de acciones para la que existe una gran demanda y cuya cotización en el primer día de contratación es muy superior al precio de emisión. En general, en una nueva emisión de acciones o de bonos el grupo (sindicato) de bancos que actúan como aseguradores («underwriters») garantizan la compra del total o de una parte de la emisión a un precio acordado, que es en general diferente del precio de emisión al que las acciones se venden al público. [N. del R.]

10 La FDA es la Food and Drug Administration, un organismo federal de Estados Unidos que, entre otras cosas, determina qué alimentos y medicamentos incumplen las normas de protección al consumidor y las garantías para la salud pública. [N. del R.]

Capítulo 4

Las burbujas explosivas a principios del siglo xxi

«Si guardas en tu puesto la cabeza tranquila, cuando todo a tu lado es cabeza perdida... Todo lo de esta tierra será de tu dominio...»

Rudyard Kipling, *Si*

Por muy devastadoras que fueran para la economía las burbujas de las últimas décadas del siglo xx, no tienen punto de comparación con las de la primera década del siglo xxi. Cuando la burbuja estalló, se evaporaron más de ocho billones de dólares. Fue como si la producción anual de las economías de Alemania, Francia, Inglaterra, Italia, España, Países Bajos y Rusia hubiera desaparecido por completo. La economía mundial prácticamente se colapsó cuando estalló la burbuja inmobiliaria estadounidense y a esto siguió una larga recesión mundial. Comparar cualquiera de estas burbujas con la locura de los tulipanes es injusto para las flores.

La burbuja de Internet

La mayoría de las burbujas han estado relacionadas con algún tipo de nueva tecnología (como en el «boom de la trónica» o el de la biotecnología) o con alguna nueva oportunidad de negocio (como en el caso de la burbuja de los Mares del Sur). La de Internet tenía relación con ambas: representaba una nueva tecnología y ofrecía nuevas oportunidades de negocio que prometían revolucionar la

forma de obtener información y de comprar bienes y servicios. La promesa de Internet engendró la mayor creación y destrucción de riqueza en el mercado de valores de todos los tiempos.

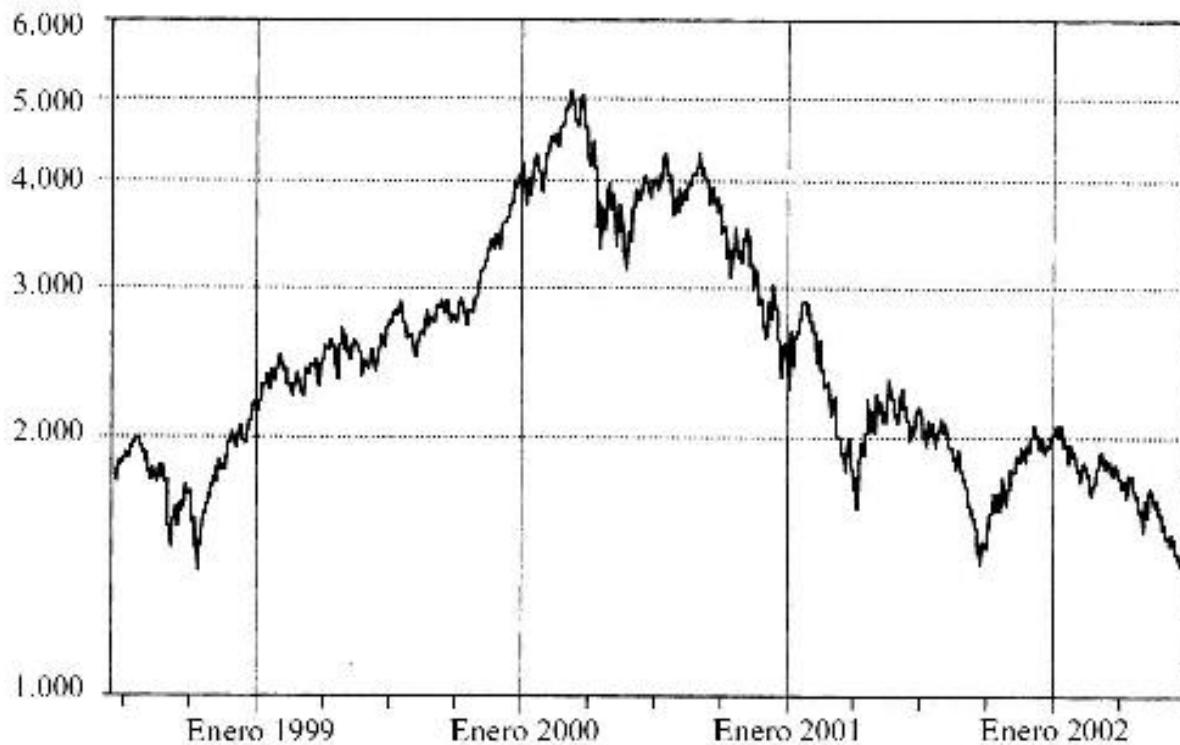
Robert Shiller, en *Exuberancia irracional*, describe las burbujas como «bucles de retroalimentación positiva». Una burbuja comienza cuando cualquier grupo de acciones, en este caso las relacionadas con el entusiasmo por Internet, comienzan a subir. Esto anima a más gente a comprar acciones, lo que provoca más noticias en la televisión y en la prensa, y que aún más gente compre, lo que produce grandes beneficios para los primeros accionistas. Los inversores afortunados cuentan en las fiestas lo sencillo que es hacerse rico, lo que hace que las acciones suban aún más, lo que atrae a grupos cada vez más numerosos de inversores. Pero todo este mecanismo es una especie de plan de Ponzi para el que cada vez hacen falta más inversores crédulos que compren las acciones de los primeros inversores. Finalmente los tontos se terminan.

Hasta las más respetadas firmas de Wall Street se sumaron a estas emisiones huecas. La venerable sociedad de inversiones Goldman Sachs señalaba a mediados del año 2000 que el efectivo quemado por las puntocom era principalmente una cuestión de «sentimientos de inversor» y no un «riesgo a largo plazo» para el sector o «espacio», como se denominaba con frecuencia. Goldman hacía esta augusta declaración justo cuando el mercado se deshinchaba drásticamente. Unos meses después, cientos de empresas de Internet estaban en la bancarrota, demostrando que el informe de Goldman había acertado sin querer. El ritmo de destrucción de efectivo no era un riesgo a largo plazo —era un riesgo a corto plazo.

Hasta ese momento, cualquiera que pusiera en duda el potencial de la «nueva economía» era un luddista

desahuciado condenado a morirse de envidia ante los beneficios que otros estaban obteniendo. Como indica el gráfico 3, el índice NASDAQ, un índice que representa fundamentalmente valores tecnológicos de empresas de la nueva economía, aumentó más de tres veces desde finales de 1998 hasta marzo de 2000. Los múltiplos precio-beneficios de las acciones del índice que tenían ganancias se dispararon por encima de 100.

GRÁFICO 3
ÍNDICE DE VALORES COMPUESTOS NASDAQ
JULIO 1999-JULIO 2002

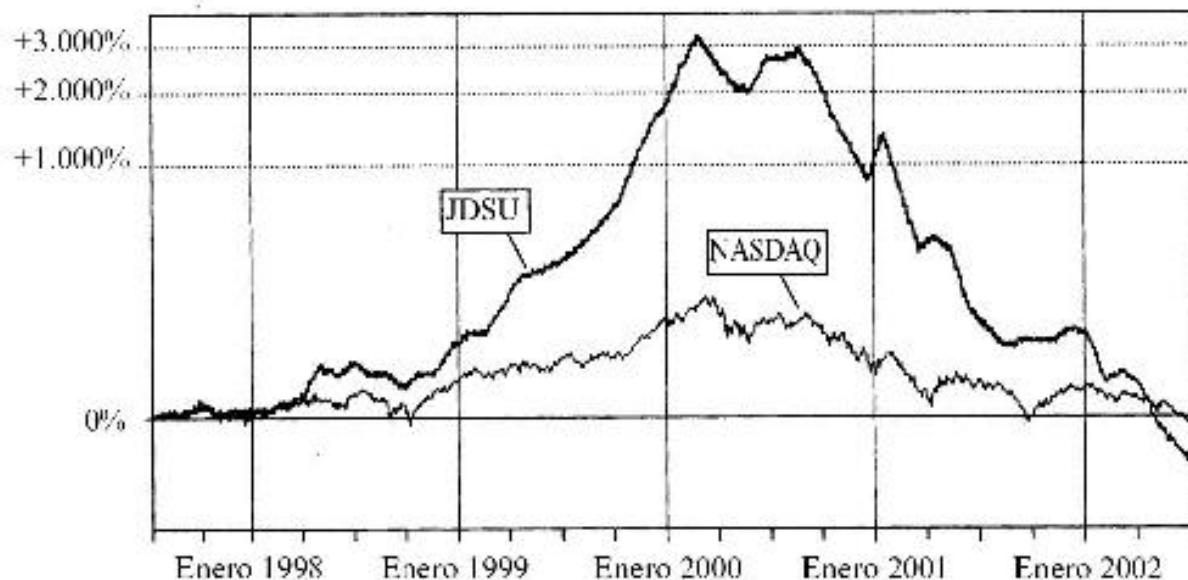


Una burbuja tecnológica de gran escala

A esa altura de la burbuja, era difícil encontrar un escéptico. Los estudios sobre inversión a principios de 2000 indicaban que las expectativas de la rentabilidad futura de

las acciones iban desde el 15 por ciento anual hasta el 25 por ciento o superior. Después de todo, desde 1982, la bolsa había dado rentabilidades superiores al 18 por ciento. Y para empresas como Cisco y JDS Uniphase, conocidas por producir «la columna de Internet», rentabilidades del 15 por ciento eran coser y cantar. Pero Cisco estaba vendiendo a un múltiplo de tres dígitos de su rentabilidad y tenía un valor de mercado de casi 600.000 millones de dólares. Aunque Cisco aumentara su rentabilidad un 15 por ciento anual, seguiría vendiéndose a un múltiplo muy por encima de la media diez años después. Y si Cisco rendía un 15 por ciento anual durante los 25 años siguientes y la economía nacional seguía creciendo un 6 por ciento en el mismo periodo, Cisco habría sido más grande que toda la economía. Obviamente no existía ningún tipo de conexión entre las valoraciones de la bolsa y cualquier expectativa razonable de crecimiento futuro. E incluso un valor de confianza como Cisco perdió más del 90 por ciento de su valor de mercado cuando estalló la burbuja. En cuanto a JDS Uniphase, el gráfico 4 muestra sus precios desde mediados de 1997 hasta mediados de 2002 frente al índice NASDAQ. En comparación, la burbuja de todo el índice apenas se nota.

GRÁFICO 4
COMPARACIÓN DE LAS ACCIONES DE JDS UNIPHASE
CON EL ÍNDICE COMPUUESTO NASDAQ
JULIO 1997-JULIO 2002



**CÓMO INCLUSO LOS VALORES PRINCIPALES DE LA NUEVA ECONOMÍA
ARRUINARON A LOS INVERSORES**

<i>Título</i>	<i>Cotización máxima de 2000</i>	<i>Cotización mínima de 2001-2002</i>	<i>% de bajada</i>
Amazon.com	75,25	5,51	98,7
Cisco Systems	82	11,04	86,5
Corning	113,33	2,80	99,0
JDS Uniphase	297,34	2,24	99,5
Lucent Technologies	74,93	1,36	98,3
Nortel Networks	143,62	0,76	99,7
Priceline.com	165	1,80	99,4
Yahoo.com	238	8,02	96,4

Como en el baile de nombres durante el «boom de la trónica», cuando todo tipo de empresa empezó a incorporar el sufijo «tronics» para añadir atractivo, lo mismo ocurrió durante la fiebre de Internet. Decenas de empresas, incluso

aquellas que no tenían mucho o nada que ver con la red, cambiaron su nombre para ponerse otros relacionados con la web como «punto com», «punto net» o «Internet». Tres investigadores de la Purdue University, M. Cooper, D. Dimitrov y P. R. Rau, estudiaron 63 empresas que cambiaron su nombre en 1998 y 1999 para añadir algo relacionado con la red. Midieron el cambio del precio de las empresas desde cinco días antes del cambio de nombre (cuando se empezó a filtrar el cambio) hasta cinco días después de anunciarse el cambio y confirmaron un efecto notable. Las empresas que cambiaron de nombre tuvieron un aumento un 125 por ciento superior en el precio durante ese periodo de diez días que otras empresas del mismo tipo. Esta duplicación del precio de las acciones se produjo incluso si el negocio principal de la empresa no tenía nada que ver con la red. En el posterior declive del mercado, las acciones de esas empresas perdieron todo su valor. Los resultados desastrosos para los inversores, incluso de las principales empresas de Internet, se pueden apreciar en la tabla de esta página.

Un ejemplo de locura que fue bastante más allá de la exuberancia irracional es el caso de PalmPilot, fabricante de los PDA (Personal Digital Assistant-Asistente Personal Digital). Palm era propiedad de 3Com, que decidió transformarla en una filial. Puesto que los PDA se consideraban los sine qua non de la revolución digital, se dio por hecho que PalmPilot sería un valor muy atractivo y que el valor combinado de PalmPilot y el resto del negocio de 3Com sería superior que si las dos empresas permanecían unidas. Nunca imaginó 3Com la reacción del mercado.

A principios de 2000, 3Com vendió el 5 por ciento de sus acciones de Palm en una oferta pública de acciones y anunció su intención de distribuir el resto de las acciones

entre los accionistas de 3Com. Palm despegó con tal fuerza que su valor en el mercado fue de dos veces el de 3Com. Pero recuérdese que 3Com era aún propietaria del 95 por ciento de Palm. Resultó que el valor del 95 por ciento de Palm era casi 25.000 millones de dólares superior al valor total de mercado de 3Com. Era como si todos los demás activos de 3Com valieran 25.000 millones en negativo. Si quería comprar PalmPilot podría haber comprado 3Com y ser propietario del resto del negocio de 3Com por menos de 61 dólares por acción. En su estúpida búsqueda de riqueza, el mercado produjo anomalías que eran incluso más extrañas que las prácticas contables fraudulentas que pronto serían descubiertas.

Una locura más por las nuevas emisiones

En el primer trimestre de 2000, 916 sociedades de capital riesgo invirtieron 15.700 millones de dólares en 1.009 empresas de Internet nacientes. Muchas estaban intentando recuperarse: hasta 159 ofertas públicas de acciones (OPV) se habían realizado con éxito en el trimestre anterior. Parecía que la bolsa había tomado esteroides. Como ocurrió con la burbuja de los Mares del Sur, muchas empresas que recibieron financiación eran absurdas. Casi todas resultaron catástrofes puntocom. Veamos algunos ejemplos de empresas de Internet.

- Digiscents ofrecía un periférico que podía conectar a su ordenador de forma que los sitios de Internet y los juegos de ordenador tuvieran olor. La empresa malgastó millones de dólares de los especuladores intentando desarrollar tal producto.
- Flooz ofrecía una moneda alternativa, Flooz, que podía enviarse por correo electrónico a familiares y amigos.

No era realmente dinero porque sólo podía usarse en algunos sitios, pero era un regalo exclusivo. Para empezar la empresa, Flooz.com recordó un antiguo aforismo de las escuelas de negocios: «Cualquier idiota puede vender un billete de un dólar por ochenta centavos». Flooz.com lanzó una oferta especial para los titulares de la tarjeta American Express platino que les permitía comprar 1.000 dólares de dinero Flooz por sólo 800 dólares. Un poco antes de declararse en bancarrota, la propia Flooz se vio hundida cuando las mafias rusas y filipinas compraron 300.000 dólares de su moneda usando números de tarjetas de crédito robadas.

- Veamos el caso de Pets.com, unos verdaderos bribones. La empresa tenía una marioneta que era la protagonista de sus anuncios televisivos y que incluso apareció en el desfile del día de Acción de Gracias de los grandes almacenes Macy's. Desgraciadamente, la popularidad de su mascota no compensó el hecho de que era difícil obtener beneficios enviando a domicilio bolsas de 12 kilos de comida para animales.

Sólo los nombres de muchas de las empresas de Internet son increíbles: Juanetes.com, Cangrejoderio, Zap.com, Vayapordios, Puntoenlaniebla, Lerdo, Jungla.com, Muévete.com, milacayo.com y, además, Además.com. Había también un ezboard.com que construía páginas de Internet llamadas papel higiénico, para ayudarle a no cagarla en la comunidad en línea. Esto no eran negocios modelo. Eran modelos de fracaso.

Philip J. Kaplan demostró ser un agudo cronista de la estupidez reinante en la financiación de las puntocom. Para entretenerte durante un largo fin de semana justo después de que estallase la burbuja, creó una página web

F**kedcompany.com que ofrecía los últimos cotilleos sobre las empresas puntocom que se estaban hundiendo para hacer apuestas sobre cuánto tardarían en hacerlo. (El acceso a la página se hacía escribiendo los caracteres censurados arriba.) La página tuvo cuatro millones de visitantes. Kaplan publicó después un libro con el nombre de la página en el que ridiculizaba 100 de las ideas más absurdas en empresas puntocom. Así describe Kaplan el desplome de SwapIt.com:

ASÍ QUE SE TRATA DE LO SIGUIENTE:

1. Les envío un CD.
2. Me dan dinero «SwapIt» que no sirve para nada.
3. Cierran el negocio.
4. No obtengo nada a cambio.

Magnífico, ¿dónde hay que apuntarse?

SwapIt.com era una idea completamente tonta. El principio era que la gente podía intercambiar CD usados y videojuegos enviando su basura a SwapIt.com. Los usuarios recibían entonces dinero «SwapIt», que podían utilizar para comprar la basura que otros habían enviado.

El éxito de eBay se basa en que NO TIENE inventario. Pero SwapIt, al tener que llevar inventario y entrega, soportaba todos los costes y ningún beneficio.

TheGlobe.com

Mi recuerdo más nítido del boom de las OPV se remonta a una mañana de noviembre de 1998, cuando me hacían una entrevista para la televisión. Mientras esperaba en la «sala verde», pensé qué fuera de lugar me sentía junto a dos jóvenes veinteañeros vestidos con vaqueros que

parecían adolescentes. Entonces no tenía ni idea de que eran las primeras superestrellas del boom de Internet y el plato fuerte del programa. Stephen Paternot y Todd Krizelman habían formado una empresa llamada TheGlobe.com en la habitación de Todd en la Universidad de Cornell. Su empresa consistía en un sistema de tablón de anuncios en línea que esperaba convertirse en un gran negocio vendiendo espacio publicitario. Antiguamente hacían falta ingresos y beneficios para llegar al mercado con una OPV, pero TheGlobe.com no tenía ninguno de los dos. Pero corrían nuevos aires, y sus banqueros, Credit Suisse First Boston, les pusieron en el mercado a un precio de 9 dólares por acción. El precio subió inmediatamente a 97 dólares; en ese momento se produjo la mayor ganancia en un día en la historia, dando a la empresa un valor de mercado de casi 1.000 millones de dólares y haciendo multimillonarios a sus dos fundadores. Ese día aprendimos que los inversores tirarían dinero en empresas que sólo cinco años antes no hubieran cumplido los requisitos habituales.

Doonesbury



Fuente: Doonesbury © Copyright 1998 G. B. Trudeau. Reproducido con permiso de Universal Velick. Todos los derechos reservados.

La oferta pública de venta de TheGlobe.com fue el revulsivo que desencadenó la fase patológica de la burbuja de Internet. La relación entre beneficios y precio de la acción se había roto, y una ola de empresas que perdían dinero arrasó en el mercado con OPV. En cuanto a Paternot, pudimos verle en la CNN en 1999 en un club de moda de Nueva York bailando encima de una mesa,

luciendo pantalones brillantes de plástico negro junto a su novia-trofeo. Ante la cámara, Paternot declaró: «Tengo a mi chica, tengo dinero. Estoy preparado para vivir una asquerosa vida frívola». Bueno, sí que debe de ser asquerosa ahora, cuando Paternot y Krizelman son conocidos como la «imagen global de los excesos de Internet». En cuanto a TheGlobe.com, la empresa cerró su sitio web en 2001. Aunque Paternot ya no viviera una «asquerosa» vida en 2010, era el productor ejecutivo de la película independiente *Down and Dirty Pictures*.

Mientras duraba la fiesta a principios de 2000, John Doerr, uno de los principales especuladores de la sociedad Kleiner Perkins, denominó a la subida de las acciones relacionadas con Internet «la mayor creación legal de riqueza en la historia del planeta». En 2002 se le olvidó escribir que fue también la mayor destrucción legal de riqueza del planeta.

Hablan los analistas de valore\$

Los analistas de alto nivel de Wall Street aportaron gran parte del aire caliente en el que flotaba la burbuja de Internet. Analistas como Mary Meeker de Morgan Stanley, Henry Blodgett de Merrill Lynch y Jack Grubman de Salomon Smith Barney se hicieron famosos y tenían el rango de estrellas. Meeker fue calificada por la revista *Barron's* como «reina de la red». Blodgett era conocido como «King Henry», mientras que Grubman tenía el apodo de «Telecom Guru».

Al igual que los héroes deportivos, ganaban sueldos multimillonarios. Sin embargo, sus ingresos no se basaban en la calidad de sus análisis, sino en su capacidad para orientar negocios lucrativos de los bancos de inversión hacia sus sociedades prometiendo de forma implícita que la

investigación favorable en curso daría apoyo continuo a las ofertas públicas de venta en el mercado secundario.

Tradicionalmente se suponía que una «muralla china» separaba la función de investigación de las empresas de Wall Street, que se supone trabajan en beneficio de los inversores, de su rentable función como banca de inversión, que trabaja en beneficio de clientes corporativos. Pero durante la burbuja, la muralla era más bien como un queso gruyère.

Los analistas eran los animadores públicos del boom. Blodgett afirmó categóricamente que el sistema de valoración tradicional no era pertinente en la «fase de *big-bang* de un sector». Meeker sugería, en una aduladora reseña biográfica del *New Yorker* en 1999, que «ésta es una época para ser racionalmente temerarios». Sus comentarios públicos sobre determinados valores hicieron que los precios subieran como la espuma. Y, ¿por qué no? Los valores seleccionados se describían como si fueran golpes de béisbol: una acción que se esperaba cuadruplicara su valor era un «Four Bagger» (carrera completa que vale cuatro puntos). Otros valores más interesantes podrían ser «Ten Bidders».

Los analistas de valores siempre encuentran motivos para ser alcistas. Raramente pronuncian la palabra «vender» porque no quieren poner en peligro las relaciones presentes o futuras de los bancos de inversión u ofender a los directores financieros de las empresas en los que confían para obtener información. Tradicionalmente se califican diez valores como «comprar» por uno que se califica como «vender». Pero durante la burbuja, la relación de compras y ventas casi alcanzó 100 a 1. Y a medida que las acciones seguían subiendo, los americanos se convencieron de que invertir era fácil. Veían la CNBC para escuchar las entrevistas con sus gurús favoritos y no se

cansaban de las mentiras que éstos proclamaban. Cuando la burbuja estalló, los famosos analistas se enfrentaron a amenazas de muerte y demandas y sus sociedades fueron investigadas y multadas por la SEC y el fiscal general del estado de Nueva York Eliot Spitzer. Blodgett fue rebautizado como el «príncipe payaso» de la burbuja de Internet por el *New York Post*. Grubman fue ridiculizado delante de una comisión del Congreso por su continua alabanza de las acciones de WorldCom y fue investigado por cambiar su calificación de los valores para ayudar a los bancos de inversión a conseguir clientes. Tanto Blodgett como Grubman dejaron sus empresas. La revista *Fortune* resumió todo el asunto con una fotografía de Mary Meeker en la portada y el titular: «¿Podremos volver a creer de nuevo en Wall Street?».

Nuevas medidas de valoración

Para poder justificar precios aún mayores para las empresas relacionadas con Internet, los analistas de valores empezaron a utilizar distintas «medidas nuevas» que podían utilizarse para valorar las acciones. Después de todo, las acciones de la nueva economía eran una raza aparte —era obvio que no podían aceptar los trasnochados métodos que se habían utilizado para valorar las empresas tradicionales de la vieja economía. De algún modo, en el mundo feliz de Internet, las ventas, ingresos y beneficios no contaban. Para valorar las empresas de Internet los analistas contaban «globos oculares» —las personas que miraban una página web o «visitaban» un sitio web. Además, se medían las «visitas a una página por usuario y mes». También eran muy importantes los «compradores formales» —los que pasaban al menos tres minutos en un sitio web. Mary Meeker hablaba con efusión de

Drugstore.com porque el 48 por ciento de los globos oculares que lo visitaban eran «compradores formales». A nadie parecía preocuparle si dichos compradores formales se gastaban algún billete verde. Las ventas estaban pasadas de moda. Drugstore.com alcanzó un precio de 67,50 dólares mientras subía la burbuja en 2000. En el otoño siguiente —cuando los ojos buscaban beneficios— era una acción de poco valor.

El método de la «misma opinión» fue otro sistema popular que me convenció definitivamente de que los inversores habían perdido el sentido común. Por ejemplo, Homestore.com, vendedores de casas por Internet, fue muy recomendada por Morgan Stanley en octubre de 2000 porque el 72 por ciento del tiempo gastado por los usuarios de Internet en páginas web de inmobiliarias era en propiedades que aparecían en Homestore.com. Pero el ser de la «misma opinión» no significó que los usuarios de Internet se decidieran a comprar dichas propiedades ni tampoco evitó que Homestore.com cayera un 99 por ciento de su valor máximo en 2001.

Se establecieron medidas especiales para las empresas de telecomunicaciones. Los analistas de valores habían gateado por túneles para contar los miles de cables de fibra óptica en lugar de examinar la pequeña fracción que realmente se utilizaba para transportar voz, imagen o datos. Todas las empresas de telecomunicaciones tomaron dinero prestado con desenfreno, y se tendió suficiente fibra óptica para rodear la tierra 1.500 veces. Como signo de los tiempos, la empresa de telecomunicaciones global y proveedor de servicios de Internet PSI Net (ahora en bancarrota) puso su nombre en el campo de fútbol de los Baltimore Ravens. A medida que los precios de las acciones de las telecos seguían subiendo a niveles astronómicos muy

por encima de cualquier media de valoración, los analistas de valores hicieron lo habitual: bajaron sus medias.

La facilidad con la que las telecos obtenían dinero en Wall Street llevó a la superabundancia —demasiado cable de fibra óptica, demasiados ordenadores y demasiadas empresas de telecomunicaciones. En 2002, incluso la poderosa WorldCom se declaró en quiebra. Y las grandes empresas de bienes de equipo como Lucent y Nortel, que se habían enredado en peligrosos negocios de financiación, sufrieron pérdidas increíbles. Casi un billón de dólares malgastados en inversiones en telecomunicaciones durante la burbuja se ha evaporado. Éste era uno de los chistes más populares en Internet en 2001:

Consejo de la semana:

Si compró 1.000 dólares en acciones de Nortel hace un año, ahora tiene 49 dólares.

Si compró 1.000 dólares de Budweiser (la cerveza, no las acciones) hace un año, se bebió toda la cerveza y devolvió las latas vacías para recuperar la señal de cinco centavos, ahora tiene 79 dólares.

Mi consejo es... empiece a beber en cantidad.

En el otoño de 2002, los 1.000 dólares de acciones de Nortel sólo valían tres.

Los medios de comunicación

Los medios de comunicación ayudaron e instigaron a la burbuja —lo que nos convirtió en un país de negociantes.

Al igual que el mercado de valores, el periodismo está sujeto a la ley de la oferta y la demanda. Puesto que los inversores querían más información sobre las oportunidades de inversión en Internet, la oferta de revistas aumentó para satisfacer la demanda. Y como los lectores no estaban interesados en moderados análisis escépticos, se congregaron alrededor de las publicaciones

que prometían un camino fácil hacia las riquezas. Las revistas de inversión hablaban de historias como «Los valores de Internet se duplicarán en los meses venideros». Como señaló Jane Bryant Quinn, era «pornografía de inversión» —«*soft core* en vez de *hard core*, pero pornografía en cualquier caso».

Surgió una serie de revistas de negocios y tecnología dedicadas a Internet para satisfacer a un público insaciable deseoso de más información. *Wired* se describía como la vanguardia de la revolución digital. *The Industry Standard* era el nuevo semanario de la economía de Internet, y su guía de OPV era el índice más seguido en Silicon Valley. *Business 2.0* se enorgullecía de ser el «oráculo de la nueva economía». La proliferación de publicaciones era una señal típica de burbuja especulativa. El historiador Edward Chancellor señaló que durante 1840 y los años siguientes, aparecieron 14 semanarios y dos diarios dedicados a la industria del ferrocarril. Durante la crisis financiera de 1847, muchas de las publicaciones ferroviarias desaparecieron. Cuando *The Industry Standard* quebró en 2001, el *New York Times* escribió en su editorial: «Un día que nadie olvidará».

Internet se convirtió en medio de comunicación. El inversor particular ya no necesitaba consultar el *Wall Street Journal* o llamar a un agente de bolsa para obtener la cotización de las acciones. Toda la información necesaria estaba disponible en tiempo real en línea. La web proporcionaba resúmenes de acciones, calificaciones de los analistas, gráficos pasados, previsiones para el trimestre siguiente y crecimiento a largo plazo y acceso inmediato a cualquier asunto sobre las acciones. Internet había democratizado el proceso de inversión y tuvo un papel importante a la hora de perpetuar la burbuja.

Los agentes de bolsa en línea fueron un factor decisivo a la hora de alimentar el boom de Internet. La inversión resultaba barata, al menos en términos de pocas comisiones. (De hecho, los gastos eran mayores de lo que decían en su publicidad, puesto que gran parte de los costes se quedaban entre el precio de «oferta» del intermediario, el precio al que el cliente podía vender y el precio «pedido», el precio al que el cliente podía comprar.) Las empresas de intermediación con descuento hacían mucha publicidad, y parecía que era muy fácil superar al mercado. En un anuncio, el cliente se jactaba de no querer simplemente superar al mercado sino «aplastar su cuerpecillo escuálido hasta que pida clemencia». En otro anuncio muy famoso de televisión, Stuart, el loco de los ordenadores que se encargaba de repartir el correo en la empresa, animaba a su jefe chapado a la antigua a hacer su primera compra de acciones por Internet exhortándole a «probar». Cuando el jefe protesta que no sabe nada sobre esas acciones, Stuart le dice «vamos a investigar». Pulsando el teclado una vez, el jefe, que se considera más listo, compra sus primeras 100 acciones.

Las redes de cable como CNBC y Bloomberg se convirtieron en fenómenos culturales. Llenaban las horas con programación sobre el mercado de valores y aumentaron el boom. En todo el mundo, gimnasios, aeropuertos, bares y restaurantes estaban conectados permanentemente a la CNBC. La bolsa era como un acontecimiento deportivo con un reportaje antes de cada partido (qué esperar antes de que abriera el mercado), un minuto a minuto durante las horas de contratación y un programa después del partido para repasar el comportamiento del día y preparar a los inversores para el siguiente. CNBC suponía que escuchando se colocaría «anticipando la curva». La mayoría de los invitados

entrevistados durante los programas eran alcistas. La antigua comentarista de la CNBC Maria Bartiromo favorecía especialmente la programación de entrevistas con analistas que pudieran decir con toda seguridad que algunas acciones puntocom de 50 dólares valdrían pronto 500. No hacía falta recordar a una presentadora de la CNBC que, al igual que el perro que muerde al bebé no dura mucho en una casa, los escépticos desabridos no animan las altas cotizaciones.

El mercado era más excitante que el sexo. Hasta Howard Stern ¹¹ interrumpía sus conversaciones habituales sobre las reinas del porno y partes del cuerpo para reflexionar sobre la bolsa y recomendar algún valor de Internet.

El volumen de ventas alcanzó niveles históricos. El periodo de tenencia de un valor típico no se medía en años ni en meses, sino en días y horas. Los porcentajes de amortización de los fondos de inversión se dispararon y la volatilidad de los precios de las acciones individuales estalló. Las 20 acciones más volátiles de cada día solían subir o bajar un 5 por ciento. A principios de 2000, los mayores cambios de porcentaje en el precio eran de 50 o más. Y había diez millones de «operadores en nombre propio» en Internet, muchos de los cuales habían dejado sus trabajos para seguir el camino de la fortuna. Para ellos, largo plazo significaba última hora de la mañana. Estos operadores mostraban una afinidad especial por las acciones de Internet. Era una locura. Gente que habría pasado horas analizando los pros y contras de comprar un electrodoméstico de 50 dólares arriesgaban decenas de miles de dólares después de chatear en Internet. Terrance Odean, un profesor de finanzas que estudia el comportamiento de los inversores, descubrió con sus colegas que la mayoría de los operadores de Internet

perdió dinero incluso durante la burbuja comprando y vendiendo sistemáticamente las acciones equivocadas, y que cuanto más operaban, peores resultados tenían. El tiempo de supervivencia medio de los operadores en nombre propio fue de seis meses.

El fraude se desliza y estrangula el mercado

Las fiebres especulativas, como la burbuja de Internet, sacan a relucir los peores aspectos de nuestro sistema. Que nadie se llame a engaño: fue la extraordinaria nueva economía la que fomentó una serie de escándalos empresariales que hizo temblar las raíces del sistema capitalista.

Muchas empresas se gestionaban no para crear valor a largo plazo, sino por la gratificación inmediata de los especuladores. Cuando los confusos analistas de Wall Street partidarios de vender («sell-side analyst») buscaban grandes ingresos a corto plazo para justificar los astronómicos precios de las acciones, muchos administradores de empresas les ayudaron de buena gana. Y si resultaba difícil alcanzar los objetivos previstos, podía utilizarse la «contabilidad creativa» de forma que no sólo las previsiones conocidas sino las «cifras susurradas» pudieran superarse. Un ejemplo espectacular fue la subida y posterior bancarrota de Enron —que llegó a ser la séptima empresa de Estados Unidos. El colapso de Enron, en el que se evaporaron más de 65 millones de dólares de valor de mercado, sólo puede entenderse en el contexto de la enorme burbuja de la nueva economía en la bolsa. Enron se consideraba el valor perfecto de la nueva economía que podía dominar el mercado no sólo de la energía, sino de las comunicaciones de banda ancha y el comercio electrónico.

Enron era la favorita de los analistas de Wall Street. Incluso después de empezar a desintegrarse en el otoño de 2001, 16 de los 17 analistas de valores encargados de Enron calificaban la acción para «comprar» o «buena compra». La revista *Fortune* describió a las compañías de servicios y energía de toda la vida como «un hatajo de carcamales con sus mujeres arrastrando los pies al ritmo de Guy Lombardo». Enron era comparada a Elvis Presley «abriéndose camino desde el lucernario» en su ceñido traje de lamé dorado. El escritor omitió la parte en la que Elvis se consumió hasta morir. Enron estableció la norma para pensar a futuro —la refinada indumentaria de los tiburones, la empresa que marca pautas. Desgraciadamente, también estableció las nuevas normas en cuanto a ocultación y engaño.

Uno de los timos perpetrados por los gestores de Enron fue el establecimiento de innumerables sociedades complejas que ocultaban la verdadera situación financiera de la empresa y que condujeron a una sobreestimación de los beneficios de Enron. Así funcionaba uno de los más sencillos: Enron formó una sociedad con Blockbuster para alquiler de vídeos por Internet. El negocio quebró unos meses más tarde. Pero después de formar la sociedad, Enron firmó un acuerdo secreto con un banco canadiense que básicamente prestaba a Enron 115 millones de dólares a cambio de los futuros beneficios de la empresa con Blockbuster. Por supuesto, el negocio con Blockbuster no dio un céntimo, pero Enron contabilizó los 115 millones de préstamo como «beneficio». Los analistas de Wall Street aplaudieron y denominaron a Ken Lay, presidente de Enron, «cerebro del año».

Otras sociedades con nombres como Cheruco (elegido por Chewbacca, el wookie de *La guerra de las galaxias*), Raptor y Jedi tuvieron efectos similares, puesto que la

Fuerza acompañaba claramente a Enron. Y la Fuerza era generosa. Antes de que la justicia le alcanzara, parecía que la Fuerza acompañaba también a Andrew Fastow, el director financiero de Enron que ganó 30 millones de dólares en honorarios por la gestión de lo que se suponía eran sociedades independientes. Todas estas sociedades no se reflejaron en la contabilidad de Enron. Así se consiguió inflar los beneficios, mientras que las pérdidas y enormes cantidades de deuda desaparecieron de la vista. Los auditores de Arthur Andersen certificaron que los libros «reflejaban realmente» la situación financiera de Enron. Y Wall Street se mostraba encantada de recaudar lucrativas comisiones de todas las creativas sociedades que se constituyeron.

A todas luces el engaño era el estilo de Enron. El *Wall Street Journal* informó de que Ken Lay y Jeff Skilling, los máximos ejecutivos de Enron, estaban implicados personalmente en la instalación de una sala de contratación de pega para impresionar a los analistas de valores de Wall Street en un episodio al que los empleados se referían como «El Golpe». Se compraron los mejores equipos, los empleados tenían que hacer como si cerraran operaciones ficticias e incluso los cables de teléfono se pintaron de negro para que todo pareciera perfecto. Se hicieron ensayos y Jeff Skilling, por decisión personal, eligió el papel de Paul Newman en *El Golpe*. Todo fue una refinada charada. En 2006, Lay y Skilling fueron condenados por conspiración y fraude. Ken Lay, completamente arruinado, moriría ese mismo año.

Un empleado que había perdido su trabajo y sus ahorros para la jubilación cuando Enron entró en bancarrota le tomó gusto a la web, donde vendía camisetas con el mensaje «I got laid by Enron» (Enron me despidió).

Pero Enron fue sólo uno de una serie de fraudes contables perpetrados ante los inversores que no sospechaban nada. Diversas empresas de telecomunicaciones inflaron los ingresos mediante créditos cruzados de capacidad de fibra óptica a precios inflados. Tyco creó reservas de «caja de galletas» y aceleró desembolsos antes de las fusiones para «soltar» los beneficios de las adquisiciones. Y WorldCom confesó que había inflado los beneficios y el flujo de caja en 7.000 millones de dólares clasificando los gastos corrientes que se debían haber cargado contra ingresos como inversiones de capital que no se deducían del saldo final. En demasiados casos los consejeros delegados (CEOs) actuaban más como embusteros delegados, y los directores financieros (CFOs) podrían haberse llamado más bien directores descuidados. Mientras que los analistas ponían las acciones de Enron y WorldCom por las nubes, algunos ejecutivos de las empresas cambiaban el significado de EBITDA («earnings before interest, taxes, depreciation and amortization»: beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, por «benefits before I tricked the dumb auditor»: beneficios antes de engañar al estúpido del auditor).

¿Teníamos que habernos dado cuenta del peligro?

Dejando de lado el fraude, deberíamos haber andado más listos. Deberíamos haber sabido que las inversiones para la transformación tecnológica a menudo han sido contraproducentes para los inversores. En 1850 y los años siguientes, se creía que el ferrocarril iba a aumentar la eficacia de las comunicaciones y el comercio. Y así fue, pero no justificó los precios de las acciones del ferrocarril, que aumentaron hasta niveles especulativos enormes antes

de estrellarse en agosto de 1857. Un siglo más tarde, las líneas aéreas y los fabricantes de televisores transformaron el país, pero la mayoría de los primeros inversores perdió hasta la camisa. La clave para invertir no es cómo va a afectar a la sociedad una determinada industria, ni siquiera cuánto va a crecer, sino valorar su capacidad para generar un beneficio duradero. Y la historia nos dice que finalmente todos los mercados demasiado exuberantes sucumben ante las leyes de la gravedad. Los perdedores habituales del mercado, desde mi experiencia personal, son los que no resisten quedarse al margen en algún tipo de fiebre de los tulipanes. Realmente no es difícil hacer dinero en el mercado. Como veremos después, un inversor que sólo compre y mantenga un cartera de valores variada puede obtener beneficios generosos a largo plazo. Lo que resulta difícil es evitar la tentación de tirar el dinero en una borrachera especulativa para hacerse rico rápidamente.

En esta fábula hay muchos villanos: los bancos suscriptores, obsesionados por las comisiones, que debían haber sabido la basura que llevaban al mercado; los analistas, que actuaban como animadoras de los departamentos bancarios y que estaban deseando recomendar acciones de la red que pudieran ser colocadas por intermediarios hambrientos de comisiones; los ejecutivos de las grandes empresas, que hacían «contabilidad creativa» para inflar sus beneficios. Pero fue la avaricia contagiosa del inversor particular y su predisposición hacia los planes —hágase rico rápidamente — lo que permitió que la burbuja creciera.

Y sin embargo todavía suena la música. Tengo un amigo que ganó una pequeña fortuna a partir de un modesto plan de inversión con una cartera diversificada de bonos, fondos inmobiliarios y acciones de una serie de empresas de primera fila. Pero no estaba contento. En las fiestas se

encontraba con gente que presumía de que sus acciones de la red se habían triplicado o de que tal fabricante de microchips había duplicado su valor. Él también quería participar. De pronto apareció un valor llamado Boo.com, una tienda de Internet que iba a vender sin descuento «ropa urbana chic, que era tan *fashion* que ni siquiera era *fashion* todavía». En otras palabras, Boo.com iba a vender ropa que la gente aún no usaba a su precio normal. Pero mi amigo había visto en la portada de *Time* el titular «Diga adiós a su centro comercial: la compra “online” es más rápida, barata y mejor». La prestigiosa sociedad JP Morgan había invertido millones en la empresa y *Fortune* la calificó como una de las «empresas de moda de 1999».

Mi amigo picó. «Esta historia de Boo.com tendrá a todos los inversores extasiados con sus visiones de castillos en el aire. Cualquier retraso en comprar sería peor.» Y así mi amigo se adelantó antes de que otros tontos lo hicieran.

La empresa quemó 135 millones de dólares en dos años antes de entrar en bancarrota. La cofundadora, al responder a las acusaciones de que su empresa había gastado de forma extravagante, explicó: «Sólo fui en el Concorde tres veces, y eran siempre ofertas especiales». Por supuesto, mi amigo compró en lo alto de la burbuja y perdió toda la inversión cuando se declaró la bancarrota. La capacidad para evitar esos errores tan tremendos es quizás el factor más importante para conservar el capital y permitir que aumente. La lección es clara pero fácil de olvidar.

La burbuja inmobiliaria estadounidense y el crash de los primeros años 2000

Aunque la burbuja de Internet pueda haber sido la mayor burbuja del mercado de valores en Estados Unidos,

la burbuja en los precios de las viviendas unifamiliares que se infló durante los primeros años del nuevo milenio fue sin duda la mayor burbuja inmobiliaria de todos los tiempos. Además, el boom y posterior derrumbe de los precios de las viviendas tuvo mucha más importancia para el estadounidense medio que cualquier giro de la bolsa. La vivienda unifamiliar representa el mayor patrimonio en la cartera de la mayoría de los inversores corrientes, por lo que la caída en los precios de la vivienda tiene un impacto inmediato en la riqueza y en la sensación de bienestar de las familias. El pinchazo de la burbuja inmobiliaria casi hundió el sistema financiero estadounidense (y también el mundial) y condujo a una cruda y dolorosa recesión mundial. Para entender de qué forma se financió esta burbuja y cómo produjo daños colaterales de tal magnitud hay que comprender los cambios fundamentales en los sistemas bancario y financiero.

Hay un cuento que me gusta sobre una mujer de mediana edad que sufre un infarto agudo. Cuando está en las urgencias del hospital tiene una experiencia cercana a la muerte en la que ve a Dios. «¿Esto es lo que hay?», pregunta. «¿Voy a morirme?» Dios le asegura que va a sobrevivir y que le quedan otros treinta años de vida. Por supuesto, sobrevive, le colocan unos stents para desobstruirle las arterias y se siente mejor que nunca. Entonces se dice a sí misma: «Si me quedan treinta años, mejor que los aproveche». Como ya está en el hospital decide someterse a lo que podríamos llamar generosamente una operación de «cirugía estética completa». Ahora no sólo se siente estupenda sino que tiene un aspecto magnífico. Sale del hospital con paso decidido y una ambulancia la atropella y muere en el acto. Llega a las puertas del Paraíso y se encuentra con Dios otra vez. «¿Qué ha pasado?», pregunta. «Creía que me

quedaban otros treinta años de vida.» «Lo siento mucho, señora», responde Dios. «No la reconoci.»

El nuevo sistema bancario

Si un financiero se hubiera despertado de un sueño de treinta años a principios del siglo xxi, tampoco habría reconocido el sistema financiero. Con el sistema antiguo, que podría denominarse el sistema «originar para mantener», los bancos concedían préstamos hipotecarios (así como préstamos a las empresas y a los consumidores) y mantenían dichos préstamos como activos hasta que se devolvían. En esas condiciones, los banqueros tenían mucho cuidado con los préstamos que concedían. Después de todo, si un préstamo hipotecario no se pagaba alguien iría al responsable de préstamos y cuestionaría la decisión sobre el crédito. En esa situación se exigía un depósito cuantioso y documentación para comprobar la solvencia del prestatario.

Este sistema cambió básicamente a principios de los años 2000 a lo que se podría denominar un modelo bancario «originar para distribuir». Los bancos (así como grandes sociedades especializadas en créditos hipotecarios) seguían concediendo préstamos hipotecarios. Pero los préstamos los conservaba la empresa originaria sólo unos cuantos días, hasta que pudieran venderlos a un banco de inversiones. El banco de inversiones hacía entonces paquetes con estas hipotecas y emitía títulos con garantía hipotecaria, bonos derivados «garantizados» con las hipotecas subyacentes. Estos valores pignorados contaban con el pago de los intereses y del capital de las hipotecas subyacentes para hacer frente al pago de intereses de la nueva emisión de bonos garantizados con hipoteca.

Para complicar aún más las cosas, no se trataba de un único bono respaldado por un paquete de hipotecas. Los valores garantizados se dividían por tramos con diferente prioridad respecto al pago de la hipoteca subyacente y distinta calificación de los bonos. Esto se denominaba «ingeniería financiera». Aunque los préstamos hipotecarios subyacentes fueran de baja calidad, las agencias de valoración de obligaciones concedían alegremente una calificación AAA a los tramos de bonos con prioridad en el cobro de intereses y capital de las hipotecas subyacentes. El sistema debería haberse llamado mejor «alquimia financiera» y la alquimia no sólo se utilizaba con las hipotecas sino con todo tipo de instrumentos subyacentes como préstamos sobre tarjetas de crédito y préstamos para comprar un coche. Estos valores derivados se vendían después por todo el mundo.

Las cosas no acaban aquí. Se vendieron derivados de segundo orden sobre los bonos derivados respaldados con las hipotecas. Se emitieron permutas de riesgo de crédito como pólizas de seguro de los bonos respaldados con hipotecas. En resumen, el mercado de canje permitía que dos partes —denominadas partes contratantes— apostaran por el comportamiento de los bonos hipotecarios o las obligaciones de cualquier otro emisor. Por ejemplo, supongamos que tengo obligaciones emitidas por General Electric y empiezo a preocuparme por la solvencia de la empresa. Podría comprar y conservar una póliza de seguro de una empresa como AIG (el mayor emisor de permutas de riesgo de crédito) que me pagaría si General Electric quebrara. Los problemas con este mercado radican en el hecho de que los emisores de garantías como AIG no tenían suficientes reservas para pagar las reclamaciones si había problemas. Y cualquier persona de cualquier país podía comprar el seguro, aunque no tuviera las obligaciones

subyacentes. Al final, la contratación de permutas de riesgo de crédito creció hasta diez veces el valor de las obligaciones subyacentes empujada por la demanda de las instituciones de todo el mundo. Este cambio, en el que los mercados de derivados crecieron varias veces respecto a los mercados subyacentes, fue una característica fundamental del nuevo sistema financiero. El sistema financiero mundial se volvió mucho más arriesgado y mucho más interconectado.

Normas más flexibles para la concesión de créditos

Para rematar este peligroso panorama, los financieros crearon vehículos de inversión estructurada (SIV), que mantenían los derivados fuera de los libros contables, en lugares donde el regulador no pudiera verlos. El SIV del valor con respaldo hipotecario obtenía un préstamo necesario comprar derivados y todo lo que aparecía en el balance de situación del banco de inversión era una pequeña inversión en el valor del SIV. En el pasado, el regulador bancario podría haber señalado el enorme apalancamiento y el riesgo que llevaba, pero en el nuevo sistema financiero se pasaba por alto.

Con este nuevo sistema los bancos y las sociedades de crédito hipotecario se fueron volviendo cada vez más flexibles. Si el único riesgo que asumía el prestamista era el de que el préstamo hipotecario se echara a perder en los pocos días antes de venderlo al banco de inversión, el prestamista no tenía que tener tantas precauciones con la solvencia del prestatario. De esa forma se deterioraron enormemente las reglas para conceder préstamos hipotecarios. Cuando pedí mi primera hipoteca, el banco insistió en que dejara un depósito de *al menos* el 30 por ciento. Pero en el nuevo sistema los préstamos se

concedían sin necesidad de depósito con la esperanza de que los precios de la vivienda siguieran subiendo toda la vida. Además, eran habituales los llamados créditos NINJA, créditos para personas sin ingresos, ni trabajo, ni patrimonio. Los prestamistas no se preocupaban ya ni siquiera de pedir la documentación que demostrara su capacidad para pagar. Se llamaron créditos NO-DOC. El dinero para comprar una casa se conseguía gratis y rápidamente el precio de la vivienda empezó a subir.

El propio gobierno tuvo su protagonismo a la hora de inflar la burbuja inmobiliaria. Presionado por el Congreso para facilitar los créditos hipotecarios, la Federal Housing Administration recibió la orden de garantizar las hipotecas de prestatarios con pocos ingresos. Efectivamente, hasta principios de 2010, casi dos tercios de las hipotecas basura del sistema financiero las habían comprado agencias gubernamentales o habían sido exigidas por normas del gobierno. Este último no sólo fracasó como regulador de las instituciones financieras sino que con su política contribuyó a la burbuja. Cualquier crónica fiel de la burbuja inmobiliaria reconocerá que no fueron sólo los «prestamistas depredadores» sino el propio gobierno el que hizo que se concedieran muchos préstamos hipotecarios a gente que no tenía los medios para pagarlos.

La burbuja inmobiliaria

La mezcla de política gubernamental y nuevo sistema de préstamos produjo un enorme incremento en la demanda de viviendas. Avivados por las facilidades de crédito, los precios de las casas empezaron a subir muy deprisa. El incremento inicial de los precios animó a más compradores. Parecía que comprar casas o apartamentos no tenía ningún riesgo ya que los precios de la vivienda seguían subiendo.

Algunos compraban no para encontrar un lugar donde vivir sino para vender rápidamente a un futuro comprador a un precio mayor. El modelo era inquietantemente parecido al de las otras burbujas que hemos descrito antes.

El gráfico 5 muestra las dimensiones de la burbuja. Los datos proceden de los índices de precios de la vivienda Case-Shiller ajustados a la inflación. El ajuste se hace teniendo en cuenta que si el precio de una casa aumenta un 5 por ciento cuando los demás precios subieron un 5 por ciento no hubo un incremento de los precios de la vivienda ajustados a la inflación. Si los precios de la vivienda subieron un 10 por ciento, entonces el precio de la vivienda ajustado a la inflación sería del 5 por ciento.

GRÁFICO 5
PRECIOS DE LA VIVIENDA AJUSTADOS A LA INFLACIÓN



Fuente: Case-Shiller.

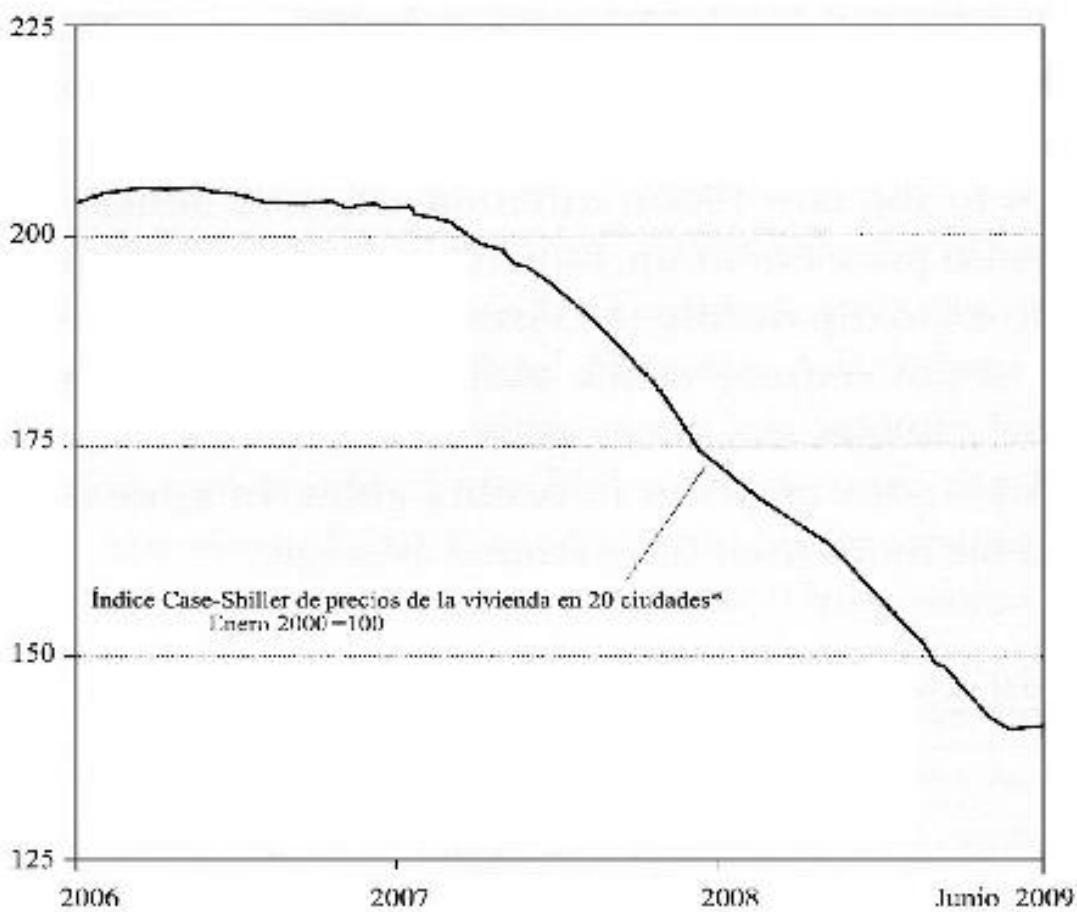
El gráfico muestra que para el periodo de más de cien años que va desde finales del siglo xix hasta la primera década del siglo xxi, los precios de la vivienda ajustados a la inflación fueron estables. Los precios subieron, pero sólo

como el nivel general de los precios. Los precios cayeron en picado durante la Gran Depresión de los años treinta, pero terminaron el siglo al mismo nivel al que lo empezaron. A principios de los años 2000 el índice de precios de la vivienda se duplicó. Este índice es un índice compuesto de los precios de 20 ciudades. En algunas los precios subieron aun más que la media nacional.

Lo que sabemos es que todas las burbujas al final estallan. El gráfico 6 representa los daños. La caída fue amplia y demoledora. Muchos compradores descubrieron que el importe de su hipoteca superaba el valor de su casa. Cada vez había más gente que no podía pagar y devolvía las llaves de la casa al prestamista. Como ejemplo de macabro humor financiero, los banqueros denominaron esta práctica «jingle mail». Por término medio, los precios de la vivienda bajaron un 66 por ciento aniquilando el patrimonio inmobiliario de millones de estadounidenses y llevando a la bancarrota a las principales instituciones financieras.

Los efectos en la economía fueron devastadores. A medida que el valor de la vivienda se derrumbaba los consumidores agacharon la cabeza y se declararon en huelga de consumo. Aquellos que antes podrían haber pedido una segunda hipoteca sobre su vivienda ya no podían financiar su consumo de esa manera.

GRÁFICO 6
EL ESTALLIDO DE LA BURBUJA



Datos: Standard and Poor's.

* Corregido estacionalmente.

La caída en los precios de la vivienda destruyó el valor de los valores con respaldo hipotecario así como las instituciones financieras apalancadas que se habían comido su propio guiso y que tenían cantidades ingentes de activos tóxicos con dinero prestado. Se produjeron quiebras espectaculares y el gobierno tuvo que rescatar a algunas de las instituciones financieras más importantes. Las entidades de crédito volvieron al punto de partida y dejaron de conceder créditos a las pequeñas empresas y a los

consumidores. La recesión en Estados Unidos fue larga y dolorosa superada sólo en intensidad por la Gran Depresión de los años treinta.

Las burbujas y la actividad económica

Nuestro estudio sobre las burbujas históricas deja claro que el estallido de las burbujas ha ido invariablemente seguido de graves desajustes en la actividad económica real. Las consecuencias de las burbujas en el precio de los activos no han afectado sólo a los especuladores. Las burbujas son especialmente peligrosas cuando se asocian a un boom crediticio y al aumento generalizado del apalancamiento tanto para los consumidores como para las instituciones financieras.

La experiencia de Estados Unidos durante los primeros años 2000 es un ejemplo impresionante. La mayor demanda de vivienda incrementó los precios, lo que fomentó los préstamos hipotecarios que llevaron a un mayor aumento de los precios en un bucle que se realimentaba continuamente. El ciclo de mayor apalancamiento suponía la flexibilización de las normas de concesión de crédito, lo que aumentó el apalancamiento. Al final del proceso, tanto los particulares como las instituciones se volvieron peligrosamente vulnerables.

Cuando estalla la burbuja el bucle de realimentación cambia de sentido. Los precios bajan y las personas descubren de pronto que no sólo tienen menos sino que en muchos casos la deuda de la hipoteca supera el valor de sus casas. Las instituciones financieras que están demasiado apalancadas empiezan el proceso de desapalancamiento. Las normas de concesión de crédito se hacen más estrictas y debilitan aún más la actividad económica y el resultado del bucle de realimentación

negativo es una grave recesión. Las burbujas del boom crediticio son las que más problemas plantean para la actividad económica real.

¿Quiere esto decir que los mercados son ineficientes?

Quizás más que en ningún otro capítulo del libro, este repaso a la burbuja de Internet y de la vivienda parece incoherente con la idea de que la bolsa es racional y eficaz. La lección de este capítulo, me parece, no es que los mercados puedan ser en ocasiones irracionales y, por tanto, debamos abandonar la teoría de la base sólida. Más bien, la conclusión clara es que, en todos los casos, el mercado se corrigió a sí mismo. El mercado siempre corrige al final cualquier irracionalidad —pero a su modo tranquilo e inexorable. Las anomalías pueden multiplicarse, los mercados volverse irracionalmente exuberantes y a menudo atraer a inversores no informados. Pero al final, el mercado reconoce el verdadero valor, y ésta es la lección más importante que los inversores deben aprender.

También me ha convencido la sabiduría de Benjamin Graham, autor de *Security Analysis*, que escribió que en el análisis final la bolsa no es un mecanismo de votación, sino un mecanismo de pesaje. Las medidas de valoración no han cambiado. Al final, cada acción sólo puede tener el valor del flujo de caja que pueda obtener para beneficio de los inversores. En el análisis final, el valor verdadero vencerá. La cuestión fundamental a la hora de invertir es cómo calcular el valor real. Hablaremos de ello en el capítulo 5, donde veremos con detalle cómo determinan los profesionales cuánto vale de verdad una acción.

Los mercados pueden ser muy eficientes aunque cometan errores. Algunos son problemáticos, como cuando las acciones de Internet a principio de los años 2000 no

sólo parecían descontar el futuro sino el más allá. ¿Cómo podía ser de otra forma? La valoración de las acciones depende de las estimaciones de las posibles ganancias de las empresas dentro de muchos años. Dichas previsiones son invariablemente incorrectas. Además, el riesgo de inversión no se percibe nunca claramente, de forma que nunca se sabe a ciencia cierta con qué porcentaje hay que descontar el futuro. Es decir, los precios del mercado siempre son hasta cierto punto erróneos. Pero en un momento determinado no es obvio si son demasiado altos o demasiado bajos. Las pruebas que presentaré a continuación muestran que los inversores profesionales no pueden ajustar sus carteras para guardar sólo las acciones «infravaloradas» y evitar las «sobrevaloradas». El hecho de que los mejores y más brillantes de Wall Street no puedan diferenciar las valoraciones correctas de las que no lo son demuestra lo difícil que es vencer al mercado. No hay ninguna prueba de que nadie pueda obtener una mayor rentabilidad apostando correctamente de forma constante contra la sabiduría colectiva del mercado. Los mercados no siempre llevan razón, ni siquiera habitualmente. Pero NINGUNA PERSONA NI INSTITUCIÓN SABE SISTEMÁTICAMENTE MÁS QUE EL MERCADO.

Tampoco la burbuja y el estallido sin precedente de los precios de la vivienda durante la primera década del siglo XXI clavan una estaca en el corazón de la hipótesis de la eficiencia del mercado. Si las personas tienen la oportunidad de comprar casas sin hacer un depósito, puede ser el colmo de la racionalidad estar dispuesto a pagar un precio inflado. Si el precio de la casa sigue subiendo, el comprador se beneficiará. Si la burbuja estalla y el precio de la vivienda baja, el comprador se marcha y deja al prestamista (y quizás en última instancia al gobierno) con la pérdida. Sí, los incentivos eran malsanos. Y mirando

hacia atrás, la regulación era poco estricta y algunas políticas gubernamentales no estaban bien pensadas. Pero de ningún modo la causa de este episodio lamentable y la profunda recesión posterior fue la fe ciega en la hipótesis del mercado eficiente.

[11](#) Una especie de «Crónicas Marcianas».

Segunda parte

CÓMO JUEGAN LOS PROFESIONALES AL JUEGO MÁS IMPORTANTE

Capítulo 5

Análisis técnico y análisis fundamental

«Una imagen vale más que mil palabras.»

Antiguo proverbio chino

«El mayor de los dones es el poder de otorgar su auténtico valor a las cosas.»

La Rochefoucauld, *Máximas*

Un típico día se negocian en la bolsa de Nueva York (NYSE) acciones con un valor total en el mercado de unos 100.000 millones de dólares, en el mercado de certificados de depósitos (NASDAQ) y en gran número de bolsas regionales y redes electrónicas a lo largo del país¹². Los analistas de inversión y asesores financieros profesionales participan en lo que se ha denominado el juego más importante.

Si las apuestas son elevadas, también lo son las recompensas. Cuando Wall Street tiene un buen año, los recién salidos de la Harvard Business School cobran salarios que sobrepasan los 200.000 dólares anuales. En la parte superior de la escala salarial se encuentran los propios gestores de dinero, hombres y mujeres que dirigen grandes fondos de inversión y de pensiones que gestionan billones de dólares en fondos de alto riesgo. «Adam Smith», después de escribir el *best-seller* *The Money Game*, se jactó de que conseguiría un cuarto de millón de dólares de su libro. Sus amigos de Wall Street le replicaron: «Vas a hacer tanto dinero como un vendedor institucional de segunda clase». Aunque no sea la más antigua, la profesión de las

altas finanzas es, sin lugar a dudas, una de las recompensadas con mayor generosidad.

La segunda parte de este libro se centra en los métodos de los gestores profesionales de cartera. Muestra cómo los profesores han analizado los resultados de estos profesionales y han llegado a la conclusión de que no valen el dinero que se paga por ellos.

A continuación se presenta la teoría del mercado eficiente y su consecuencia práctica: lo mejor que pueden hacer los inversores en bolsa es comprar y conservar un fondo de índice que posea una cartera compuesta por todas las acciones del mercado.

Análisis técnico frente a análisis fundamental

El intento de predecir con precisión el curso futuro de los precios de las acciones y, por tanto, el momento más adecuado para comprar o vender una acción debe encontrarse entre uno de los empeños más persistentes del inversor. Esta búsqueda del huevo de oro ha generado una gran variedad de métodos que van de lo científico a lo ocultista. Hay personas en la actualidad que adivinan los precios futuros de las acciones midiendo las manchas solares, mirando las fases de la Luna o midiendo las vibraciones a lo largo de la falla de San Andrés. La mayoría, sin embargo, opta por uno de estos dos métodos: el análisis técnico o el análisis fundamental.

Las técnicas alternativas usadas por los profesionales de la inversión están relacionadas con las dos teorías de la bolsa que discutimos en la primera parte. El análisis técnico es el método de predecir el momento adecuado para comprar o vender un título y que utilizan aquellos que creen en el punto de vista de los castillos en el aire para valorarlos. El análisis fundamental es la técnica que aplica

los dogmas de la teoría de la base sólida para seleccionar acciones particulares.

El análisis técnico consiste, en esencia, en crear e interpretar gráficos de títulos. A sus profesionales, un pequeño grupo pero con una dedicación a su culto fuera de lo normal, se les denomina «chartistas» o técnicos. Estudian el pasado (tanto los movimientos de las cotizaciones como del volumen de negocio) en busca de una pista que indique la dirección de los cambios futuros. Muchos chartistas creen que el mercado es en un 10 por ciento lógico y en un 90 por ciento psicológico. Generalmente se apuntan a la escuela de los castillos en el aire y consideran el juego de la inversión como un juego de anticipar cómo se van a comportar los otros jugadores. Los gráficos, por supuesto, nos dicen lo que han estado haciendo los otros jugadores en el pasado. La esperanza del chartista, sin embargo, es que el estudio detallado de lo que están haciendo los otros jugadores vierta luz sobre lo que es posible que haga la multitud en el futuro.

Los analistas fundamentales adoptan el plan de acción contrario y piensan que el mercado es 90 por ciento lógico y sólo 10 por ciento psicológico. Les importan poco los esquemas particulares de los movimientos de precio en el pasado; en cambio, los partidarios de los fundamentos persiguen determinar el auténtico valor de una acción. En este caso el valor está relacionado con los activos de una empresa, su crecimiento esperado de ingresos y dividendos, los tipos de interés y el riesgo. Estudiando estos factores, los partidarios de los fundamentos llegan a una estimación del valor intrínseco de un título. Si éste se encuentra por encima del precio en el mercado, se aconseja al inversor que compre. Los partidarios de los fundamentos consideran que el mercado, con el tiempo, reflejará con precisión el valor real de un título. Quizá el 90 por ciento

de los analistas de inversión de Wall Street se consideran partidarios de los fundamentos. Muchos de ellos sostendrían que a los chartistas les falta profesionalidad y dignidad.

¿Qué pueden decirnos los gráficos?

El primer principio del análisis técnico es que toda la información sobre los beneficios, los dividendos y el desarrollo futuro de una empresa queda reflejada de modo automático en las cotizaciones de las acciones de la empresa en el pasado. Un gráfico que muestre estos precios y el volumen de negocio incluye toda la información fundamental, buena o mala, que puede esperar saber el analista de inversión. El segundo principio es que los precios tienden a moverse siguiendo un rumbo: un valor que está en alza tiende a seguir en alza, mientras que un valor en reposo tiende a seguir en reposo.

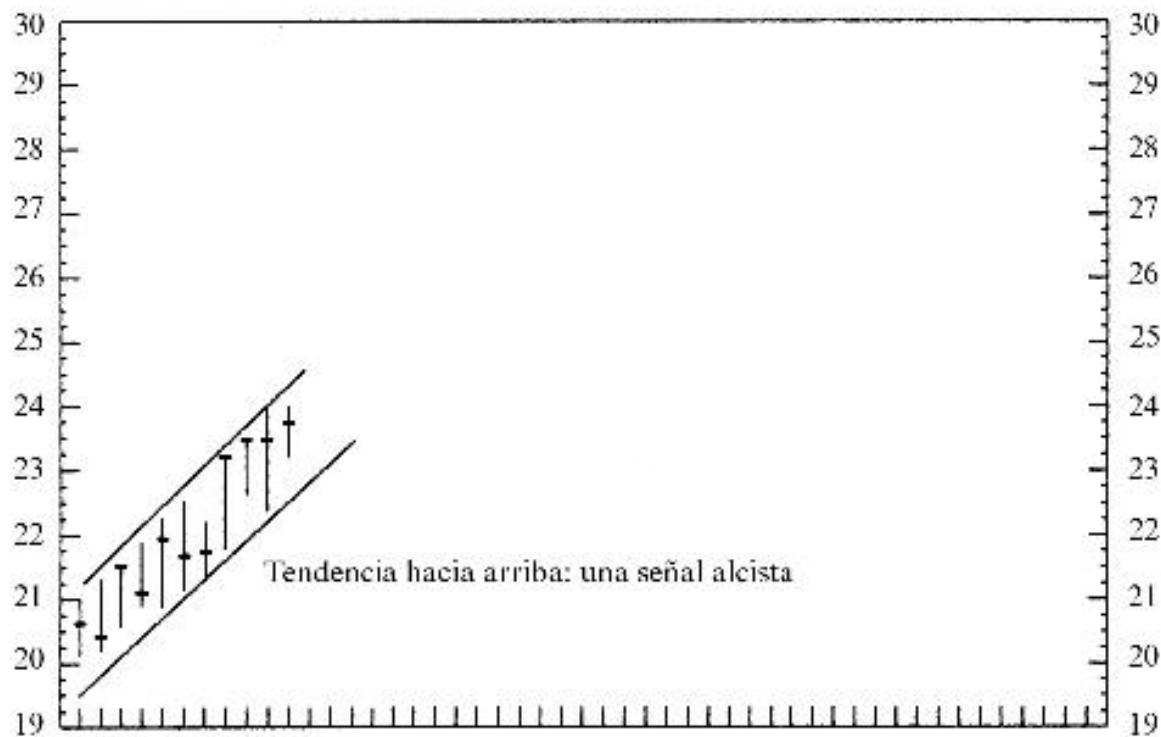
El auténtico chartista ni siquiera se preocupa de saber cuál es el negocio o la industria en la que se encuentra una empresa mientras pueda estudiar el gráfico del título. Un gráfico que adopta la forma de «tazón invertido» o de «banderín» tiene el mismo significado para Microsoft que para Coca-Cola. La información básica sobre los beneficios o los dividendos se considera, como mínimo, inútil, y como máximo, una distracción. O bien carece de importancia para darle precio al título o, si es importante, ya ha quedado reflejado en los días, las semanas o incluso los meses de mercado anteriores. Por este motivo, los chartistas ni siquiera leen el periódico ni consultan los servicios financieros de Internet.

Uno de los primeros chartistas, John Magee, operaba desde una pequeña oficina de Springfield (Massachusetts), donde se habían tapado hasta las ventanas para evitar que

cualquier influencia externa le distrajese del análisis. Se dice que Magee comentó alguna vez: «Cuando entro en la oficina, dejo el resto del mundo fuera para concentrarme por completo en los gráficos. Esta habitación es exactamente igual durante una ventisca que durante una noche de luna llena del mes de junio. Aquí dentro es imposible que me haga a mí o a mis clientes el perjuicio de decir “compra” sólo porque está brillando el sol, o “vende” porque está lloviendo».

Como se muestra en el gráfico 7, es fácil construir un gráfico. Se dibuja sólo una línea vertical, cuya base es la cotización mínima del título ese día y cuya parte superior es la máxima. Se cruza esta línea para indicar la cotización al cierre del día. En la figura, el título cotizó aquel día entre 20 y 21 y cerró a 20 1/2. El proceso se puede repetir por cada día de contratación y usarse para una acción determinada o para uno de los índices. A menudo el chartista también indica el volumen de acciones de un título que se negocia durante el día con otra línea vertical en la base del gráfico. Poco a poco los altos y bajos del gráfico del título en cuestión zigzaguean arriba y abajo produciendo una figura. Para el chartista estas figuras tienen el mismo significado que una placa de rayos X para un cirujano.

GRÁFICO 7

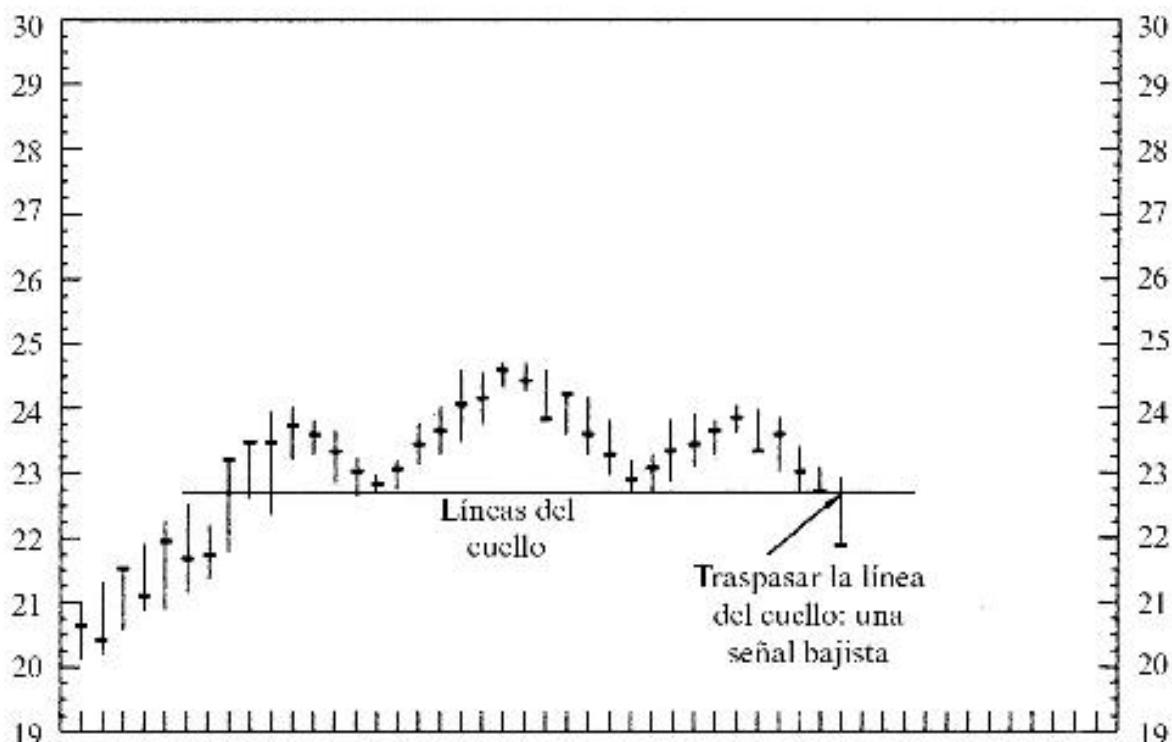


Una de las primeras cosas que busca un chartista es una tendencia. El gráfico 7 muestra una en proceso. Recoge los cambios del precio de un título durante un determinado número de días, y los precios están subiendo sin lugar a dudas. El chartista traza dos líneas que unen las partes superiores y las partes inferiores, creando un «canal» que perfila la tendencia hacia arriba. Puesto que se asume que el momento en el mercado tiende a perpetuarse, se puede esperar que el título siga subiendo. Como escribió Magee en *Technical Analysis of Stock Trends*, el libro sagrado del chartismo, «los precios se mueven por tendencias, y las tendencias siguen igual hasta que sucede algo que hace que cambie el equilibrio oferta-demanda».

Supongamos, sin embargo, que hacia el 24 el título se encuentra con problemas y no es capaz de ganar más terreno. A esto se le llama «nivel de resistencia». Puede que el título culebree un poco por los alrededores para a

continuación caer. Una de las figuras que los chartistas aseguran que revela una señal clara de que el mercado ha alcanzado el tope es la de cabeza-hombros. Se muestra en el gráfico 8.

GRÁFICO 8

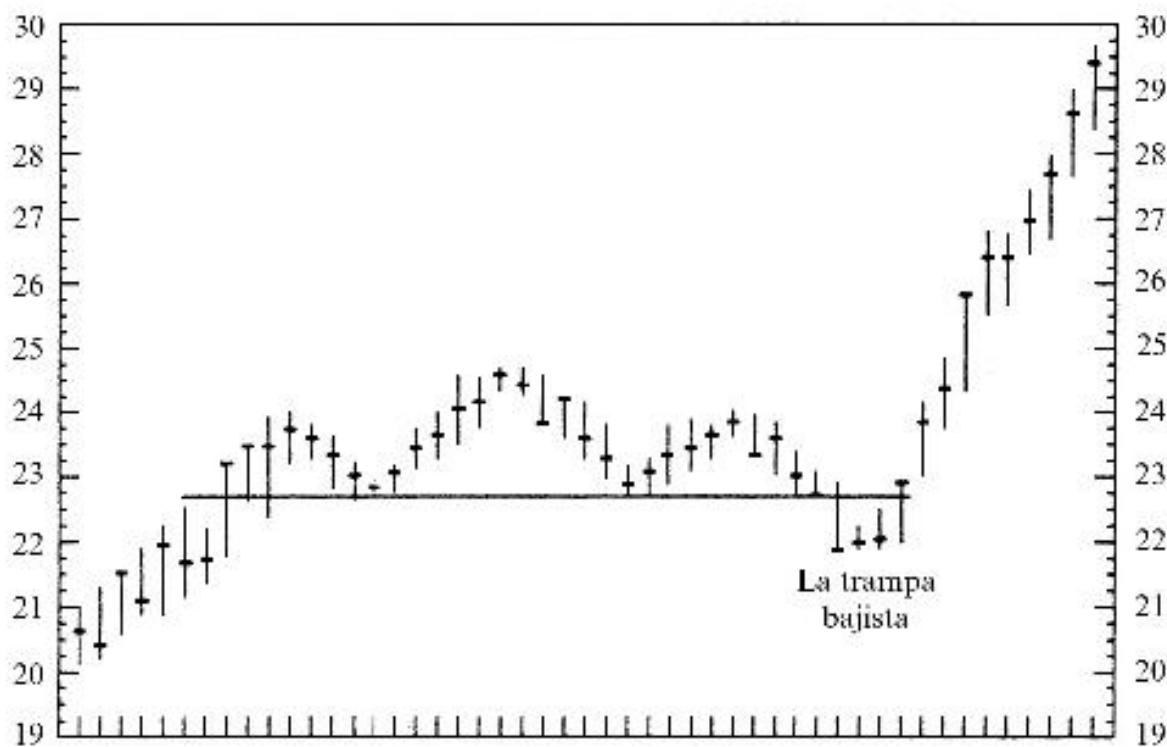


La acción primero sube y después baja ligeramente, formando un hombro redondeado. Vuelve a subir de nuevo, elevándose un poco más, antes de que retroceda de nuevo, formando una cabeza. Por último, se forma el hombro derecho, y los chartistas esperan con respiración contenida la señal para vender, que se oye con claridad cuando el título «traspasa la línea del cuello». Con el regocijo de un conde Drácula inspeccionando a una de sus víctimas, el chartista empieza a vender, anticipando que seguirá una prolongada tendencia bajista al igual que lo hizo supuestamente en el pasado. Por supuesto, a veces el mercado sorprende al chartista. Por ejemplo, como se

muestra en el gráfico 9, es posible que el título dé un giro alcista hasta los 30, nada más haber dado la señal bajista. A esto se lo denomina «trampa bajista» o, para el chartista, la excepción que confirma la regla.

Se deduce de esta técnica que el chartista es un operador, no un inversor a largo plazo. El chartista compra cuando los augurios son favorables y vende cuando hay malos presagios. Coquetea con los títulos, lo mismo que otros coquetean con el sexo opuesto, y sus conquistas son operaciones de entrar y salir coronadas por el éxito, no provechosos compromisos a largo plazo. De hecho, el psiquiatra Don D. Jackson, autor junto con Albert Haas, Jr. del libro *Bulls, Bears and Dr. Freud*, sugirió que estos individuos podían estar jugando a un juego con abiertas alusiones sexuales.

GRÁFICO 9



Cuando el chartista escoge un título, existe de forma típica un periodo de observación y coqueteo antes de comprometerse, puesto que para él (lo mismo que en el amor y en la conquista sexual) es esencial escoger el momento oportuno. Existe una agitación ascendente cuando el título penetra en la formación base y sube. Por último, si los negocios han ido bien, llega el momento de satisfacción (recoger los beneficios), y la liberación y resplandor crepuscular que siguen. El vocabulario de los chartistas está lleno de términos como doble valle, punto de ruptura, violación de los puntos bajos, afirmarse, gran jugada, picos ascendentes y clímax de compra. Y todo esto tiene lugar bajo el banderín del gran símbolo de la sexualidad: el toro.

Razón de ser del método chartista

¿Por qué se supone que funcionan los gráficos? Muchos chartistas admiten abiertamente que no saben el motivo por el que han de funcionar los gráficos: sólo que la historia tiene la costumbre de repetirse.

Las siguientes explicaciones del análisis técnico me parece que son las más verosímiles.

Primera, se dice que el instinto de la multitud de la psicología de masas hacen que las tendencias se perpetúen. Cuando los inversores ven subir más y más el precio de una de sus especulaciones favoritas, quieren subirse al carro y unirse al alza. Efectivamente, el alza del precio por sí mismo echa combustible al entusiasmo de una profecía que se cumple a sí misma. Cada subida del precio estimula el apetito y hace que el inversor espere una nueva subida.

Segunda, puede existir un acceso desigual a la información fundamental de una empresa. Cuando aparece alguna noticia favorable, como el descubrimiento de un rico

depósito de mineral, se afirma que los que pertenecen a la empresa son los primeros en enterarse y en actuar, comprando acciones y provocando una subida del precio. Los que pertenecen a la empresa se lo cuentan a sus amigos, que son los siguientes en actuar. A continuación los profesionales se enteran de la noticia y las grandes instituciones añaden paquetes de acciones a sus carteras de valores. Por último, los pobres patanes como usted y yo nos enteramos y compramos, haciendo que suba el precio todavía más. Se supone que este proceso produce un incremento del precio del título bastante gradual cuando las noticias son buenas y un descenso cuando las noticias son malas.

Tercera, los inversores no suelen reaccionar en un principio a la información nueva. Hay pruebas de que cuando se anuncian beneficios que superan las estimaciones de Wall Street («beneficios sorpresa» positivos o negativos), el precio de las acciones reacciona positivamente (negativamente), pero el ajuste inicial no es completo. Por tanto, el mercado de valores se ajusta sólo gradualmente a la información sobre los beneficios, lo que provoca un momento de inercia en los precios.

Los chartistas consideran que la gente tiene el peligroso hábito de recordar lo que han pagado por una acción, o el precio que desearían haber pagado. Por ejemplo, supongamos que un título se vendió a unos 50 dólares la acción durante un extenso periodo en el que compraron muchos inversores. Supongamos que el precio cae a continuación a 40 dólares.

Los chartistas aseguran que el público estará ansioso de vender las acciones cuando vuelvan a subir al precio al que ellos las compraron. Como consecuencia, el precio de 50 dólares al que se vendía el título inicialmente se convierte en un «área de resistencia». Cada vez que se llegue al área

de resistencia y el título vuela a caer, la teoría mantiene que el nivel de resistencia se hace más difícil de atravesar, porque cada vez más inversores llegan a la idea de que el mercado o el título individual en cuestión no puede subir más.

Un argumento similar se encuentra tras el concepto de «niveles de soporte». Los chartistas dicen que muchos inversores que no consiguieron comprar cuando el mercado fluctuaba en torno a un precio relativamente bajo sentirán que han perdido el tren cuando suban los precios. Hay que suponer que estos inversores saltarán a la menor oportunidad de comprar cuando los precios desciendan al nivel bajo originario.

En la teoría de los gráficos, un «área de soporte» que resiste sucesivas bajas se hace cada vez más fuerte. Por tanto, si un título baja hasta un área de apoyo y después comienza a ascender, los operadores se subirán al carro al considerar que el título está «saliéndose del camino». Otra señal de alza se enciende cuando el título atraviesa finalmente un área de resistencia. En el léxico de los chartistas, la anterior área de resistencia se convierte en un área de soporte, y el título no debería tener problemas para ganar más terreno.

¿Por qué puede fallar el chartismo?

Para mí es más sencillo presentar los argumentos lógicos contra el chartismo. Primero, debemos observar que el chartista sólo compra después de que las tendencias del precio se han asentado, y vende sólo después de que se han roto. Puesto que puede haber repentinhas inversiones en el mercado, los chartistas pueden perder a menudo el tren. Para cuando se encienda la señal de la tendencia alcista es posible que ya haya sucedido. En segundo lugar,

tales técnicas deben ser en última instancia frustrantes. A medida que las utiliza más gente, el valor de cualquier técnica se deprecia. Ninguna señal de compra o de venta tiene valor si todo el mundo intenta actuar simultáneamente.

Más aún, los operadores intentarán anticiparse a las señales técnicas. Si ven un precio que está a punto de romper un área de resistencia, intentarán comprar antes, no después de que se produzca la ruptura. Lo que sugiere que otros intentarán anticiparse a las señales incluso antes. Por supuesto, cuanto antes se prevean, menos certeza tienen de que aparezca la señal, y de que la negociación sea rentable.

Quizá el argumento más efectivo contra los métodos técnicos proviene de las implicaciones lógicas del comportamiento de maximización de beneficios. Supongamos, por ejemplo, que Universal Polymers se está vendiendo en torno a 20 cuando Sam, el jefe de investigaciones químicas, descubre una nueva técnica de producción que promete duplicar los beneficios de la compañía. Sam está convencido de que el precio de Universal llegará a los 40 cuando se conozcan las noticias del descubrimiento en el exterior. Puesto que cualquier compra por debajo de 40 proporcionará repentina beneficios, es posible que compre todas las acciones que pueda hasta que el precio llegue a 40, proceso que podría llevar sólo unos minutos.

Incluso si Sam no posee suficiente dinero como para producir un alza en la cotización él solo, seguramente sus amigos y las instituciones financieras sí tienen los fondos para mover el precio con tanta rapidez que ningún chartista podrá meterse antes de que se haya acabado el juego. El sentido de esto es que el mercado puede muy bien ser un mecanismo completamente eficiente. Si algunas

personas saben que el precio mañana será de 40, será hoy de 40.

De chartista a técnico

Aunque los chartistas no tienen buena reputación en Wall Street, sus métodos coloristas atrajeron a un gran número de seguidores. Las empresas que fabrican y distribuyen gráficos de títulos los programadores informáticos que crean software para gráficos y los canales de noticias financieras como CNBC y Bloomberg han disfrutado de un rápido incremento de las ventas, y los mismos chartistas todavía encuentran excelentes oportunidades de empleo en sociedades de bolsa.

En las épocas anteriores al ordenador, la ardua tarea de elaborar el gráfico del movimiento a través del mercado se hacía manualmente. Con frecuencia se consideraba a los chartistas hombres peculiares, con gafas y manchas de carboncillo en los dedos, que se ocultaban en pequeños gabinetes en la parte trasera de la oficina. Ahora disponen de los servicios de unos ordenadores personales maravillosos, conectados a diversas redes de datos, repletas de pantallas que, al toque de un dedo, elaboran cualquier gráfico imaginable. El chartista (ahora llamado ya técnico) puede crear, con el regocijo de un niño pequeño que juega con un tren eléctrico nuevo, el gráfico completo de la evolución de un título en el pasado, incluyendo medidas del volumen, la media móvil de doscientos días (la media de los precios de los doscientos días anteriores calculada día a día), la fuerza del título en relación con el mercado y en relación con su sector y literalmente cientos de promedios, ratios, osciladores e indicadores. Además, cualquiera puede obtener gráficos de diferentes períodos en sitios de Internet como Yahoo!

La técnica del análisis fundamental

Fred Schwed, Jr., en su encantadora e ingeniosa exposición sobre la comunidad financiera de los años 30, *Where Are the Customers' Yachts?*, cuenta la historia de un agente de bolsa de Texas que le vendió a un cliente unas acciones a 760 dólares cada una cuando se podría haber adquirido en cualquier otro sitio a 730 dólares. Cuando el cliente ultrajado se enteró de lo que había sucedido, se quejó con amargura al agente. El texano le interrumpió. «*Sshh* —dijo con voz resonante—; nadie aprecia la política de esta empresa. Esta empresa selecciona las inversiones para sus clientes, no en función del Precio, sino del Valor.»

En cierto sentido, esta historia ilustra las diferencias entre el técnico y el analista fundamental. El técnico está interesado nada más en el historial del precio de un título, mientras que la preocupación básica del analista fundamental reside en el valor real de un título. Se esfuerza por ser relativamente inmune al optimismo y al pesimismo de las multitudes y realiza distinciones profundas entre el precio actual de un título y su valor verdadero.

Al calcular el valor de base sólida de un título, la tarea más importante de un analista fundamental es realizar las estimaciones de la futura corriente de beneficios y dividendos de una empresa. El valor de un título se toma como el valor actual o descontado de todo el flujo de efectivo que el inversor espera recibir. Para ello debe calcular el nivel de ventas de la empresa, el coste de explotación, el tipo del impuesto sobre sociedades, la política de amortización y las fuentes y costes de sus necesidades de capital.

Básicamente, el analista de inversiones debe ser un profeta sin el beneficio de la inspiración divina. Como pobre sustituto de la misma, el analista financiero recurre

al estudio del historial de una empresa, a la revisión de sus planes de inversión y a la visita y valoración en persona de su equipo directivo. A continuación el analista debe separar los hechos importantes de los que no lo son. Como dijo Benjamin Graham en *The Intelligent Investor*: «A veces nos recuerda un poco al general de división erudito de “The Pirates of Penzance”, con sus muchos datos prometedores sobre la cuadratura de la hipotenusa».

Puesto que las perspectivas generales de una empresa se encuentran muy influidas por la posición económica dentro de su sector, el punto de comienzo para un analista de inversiones es un estudio de las perspectivas del sector. Efectivamente, los analistas de inversión se suelen especializar en unos sectores industriales determinados. El analista fundamental tiene la esperanza de que un estudio profundo de las condiciones de la industria proporcione conocimientos valiosos de los factores que todavía no se reflejan en los precios del mercado.

El analista fundamental utiliza cuatro determinantes básicos para calcular el valor de un título.

Factor 1: La tasa de crecimiento esperada. La mayoría de la gente no se da cuenta de las implicaciones del crecimiento a interés compuesto en las decisiones financieras. Albert Einstein describió el interés compuesto como «el mayor descubrimiento matemático de todos los tiempos». A menudo se dice que el indio que vendió la isla de Manhattan en 1626 por 24 dólares fue embaucado por el hombre blanco. En realidad podía haber sido un astuto vendedor. Si hubiese puesto sus 24 dólares al 6 por ciento de interés compuesto semestralmente, tendrían un valor en la actualidad de 100.000 millones de dólares, y con ello sus descendientes podrían volver a comprar gran parte de los

terrenos ahora muy mejorados. ¡Tal es la magia del crecimiento a interés compuesto!

El interés compuesto es el proceso que hace que 10 más 10 sea 21 y no 20. Supongamos que invierte 100 dólares este año y al año que viene una inversión que produce una rentabilidad del 10 por ciento anual. ¿Cuánto habrá ganado al final del segundo año? Si su respuesta ha sido un 21 por ciento, merece una medalla y sentarse entre los primeros de la clase.

El álgebra es fácil. Los 100 dólares pasan a ser 110 al final del primer año. Al año siguiente también tiene un diez por ciento sobre los 110 dólares con los que empieza, por lo que al final del segundo año tendrá 21 dólares. El motivo por el que funciona es que el interés que obtiene de la inversión original también obtiene intereses. Si se lleva a un tercer año tendrá 133,10 dólares. El interés compuesto es realmente convincente.

Una regla muy útil, llamada «regla del 72» proporciona un atajo para calcular cuánto tiempo tardará en multiplicar por dos su dinero. Divida el número 72 por el tipo de interés que obtiene y ese será el número de años que tardará en multiplicar por dos su dinero. Por ejemplo, si el tipo de interés es del 15 por ciento, tardará algo menos de cinco años en duplicar su dinero ($72 \text{ dividido por } 15 = 4,8 \text{ años}$). Las implicaciones de diferentes tasas de crecimiento para el volumen de dividendos futuros se muestran en la tabla siguiente.

Tasa de crecimiento de los dividendos	Dividendos actuales	Dividendos dentro de cinco años	Dividendos dentro de diez años	Dividendos dentro de veinticinco años
5 por ciento	\$ 1,00	\$ 1,28	\$ 1,63	\$ 3,39
15 por ciento	1,00	2,01	4,05	32,92
25 por ciento	1,00	3,05	9,31	264,70

La trampa (¿no tiene que haber siempre como mínimo una?) es que el crecimiento de dividendos no continúa eternamente, por la simple razón de que las empresas tienen ciclos vitales similares a la mayoría de los seres vivos. Fijémonos en las empresas más destacadas de Estados Unidos hace cien años. Nombres como Eastern Buggy Whip Company, La Crosse and Minnesota Steam Packet Company, Savannah and St. Paul Steamboat Line y Hazard Powder Company, habrían ocupado los primeros puestos en un listado como el de las 500 mayores empresas que publica hoy en día la revista *Fortune*. Todas ellas han desaparecido en la actualidad.

Incluso si el ciclo vital natural no alcanza a alguna empresa, siempre está presente el hecho de que cada vez se hace más difícil seguir creciendo al mismo ritmo. Una compañía con un millón de dólares de beneficios necesita aumentarlos en sólo 100.000 dólares para conseguir un 10 por ciento de crecimiento, mientras que una empresa que parte de una base de 10 millones de dólares de beneficios necesita un millón de dólares de beneficios adicionales para conseguir la misma tasa.

La insensatez de fiarse de las elevadas tasas de crecimiento a largo plazo queda de manifiesto de forma clara al trabajar con proyecciones de la futura población de los Estados Unidos. Si la población de la nación y de California sigue creciendo según las últimas tasas, ¡el 120 por ciento de la población de Estados Unidos vivirá en California para el año 2045!

A pesar de todo lo arriesgadas que pueden ser las previsiones, los precios de las acciones deben reflejar diferencias en las perspectivas de crecimiento, si es que se ha de sacar algún sentido a la valoración del mercado. A su vez, es muy importante la posible duración de la fase de crecimiento. Si una empresa espera disfrutar de una tasa

de crecimiento del 20 por ciento durante diez años y otra empresa de crecimiento espera mantener la misma tasa durante cinco años únicamente, la primera compañía es, a igualdad de condiciones, más valiosa para el inversor que la última. La conclusión es que las tasas de crecimiento son verdades generales, más que credos. Y esto nos lleva a la primera regla utilizada por los teóricos de la base sólida para valorar las acciones:

Regla número 1: El inversor racional debe estar dispuesto a pagar un precio más elevado por una acción cuanto más alta sea la tasa de crecimiento de los dividendos.

A lo que hay que añadir un importante corolario:

Corolario a la regla número 1: El inversor racional debe estar dispuesto a pagar un precio más elevado por una acción cuanto más tiempo se espere que dure la tasa de crecimiento.

¿Responde esta regla a las prácticas actuales? Reformulemos primero la pregunta considerando los múltiplos de la relación precio/beneficios (PER) en lugar de los precios del mercado. De esta forma tendremos un buen criterio para comparar valores que tienen diferentes precios y beneficios. Un valor que se vende a 100 dólares la acción con beneficios de 10 dólares por acción tendrá el mismo PER (10) que un valor que se venda a 40 dólares y dé un beneficio de 4 dólares por acción. Es la relación PER y no el precio en dólares la que realmente indica el valor del título en el mercado.

La pregunta reformulada diría así: ¿es realmente mayor la relación de los beneficios para aquellos títulos para los que se prevé una mayor tasa de crecimiento? Un estudio

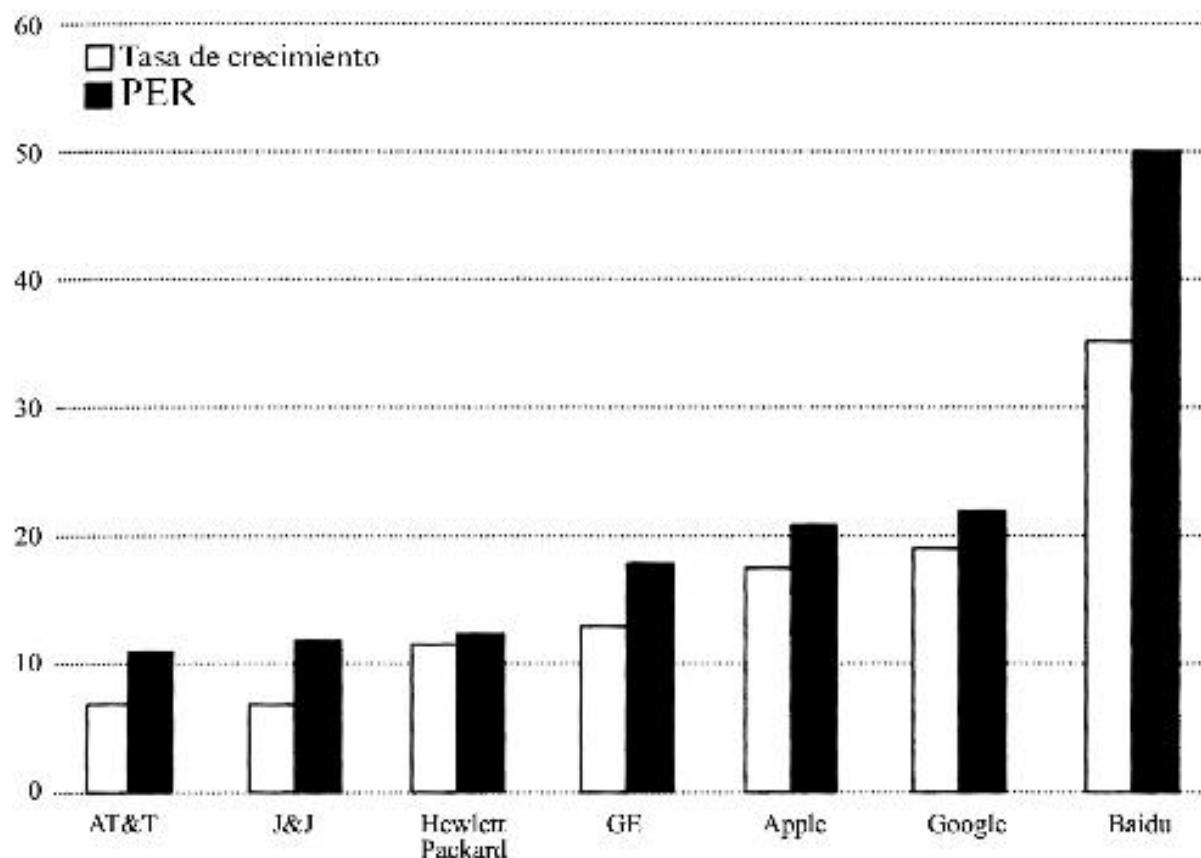
que hice junto a John Cragg mostró claramente que la respuesta es afirmativa.

Resultó sencillo obtener los datos sobre precios y beneficios necesarios para calcular el PER. Para conseguir la información sobre las tasas de crecimiento previstas a largo plazo, analizamos las 18 principales compañías de inversión. Conseguimos las previsiones para las tasas de crecimiento de los cinco años siguientes de una muestra de valores.

No voy a aburrirles con los detalles del estudio estadístico. No obstante, en el gráfico 10 se muestran los resultados en 2014 de una serie de valores representativos. Queda claro, como dice la regla número 1, que los mayores PER van asociados a una mayor previsión de la tasa de crecimiento.

Además de demostrar cómo valora el mercado las distintas tasas de crecimiento, el gráfico también puede servir de guía de inversión práctica. Supongamos que está pensando en comprar unos valores con un crecimiento previsto del 8 ½ por ciento y supiera que, por término medio, los valores con un crecimiento del 8 ½ por ciento, como General Electric, se vendieron a 18 veces los beneficios. Si el valor que quiere comprar se vendiera a un PER de 20, desestimaría la idea de comprarlo a favor de otro con un precio más razonable teniendo en cuenta las normas del mercado. Si, por otra parte, los valores se vendieran por debajo de la media del mercado para esa tasa de crecimiento, se dice que el título merece la pena.

GRÁFICO 10



* Datos de 2010.

Factor 2: Expectativas de reparto de dividendos. Es fácil entender que la cantidad de dividendos que usted recibe en cada reparto (en comparación con su tasa de crecimiento) es un factor importante para determinar el precio de una acción. Cuanto mayores sean los dividendos repartidos, a igualdad de condiciones, mayor es el valor del título. La trampa en este caso está en la frase «a igualdad de condiciones». Las acciones que reparten un elevado porcentaje de beneficios en dividendos pueden ser una mala inversión si las perspectivas de crecimiento no son favorables. A la inversa, muchas empresas en su fase de crecimiento más dinámica a menudo reparten dividendos.

Pero entre dos compañías cuyas tasas de crecimiento esperadas sean las mismas, usted se encuentra en mejor situación con aquella que dé más dinero a los accionistas.

Regla número 2: El inversor racional debe estar dispuesto a pagar un precio más elevado por una acción, a igualdad de condiciones, cuanto mayor sea la proporción de los beneficios de una compañía que se reparte como dividendos.

Factor 3: El grado de riesgo. El riesgo desempeña un papel importante en el mercado de valores, con independencia de lo que pueda decirle a usted su agente de bolsa. Existe siempre riesgo, y eso es lo que lo hace tan fascinante. El riesgo también afecta a la valoración de una acción. Algunas personas creen que el riesgo es el único aspecto que se ha de examinar de una acción.

Cuanto más respetable es un título, es decir, cuanto menos riesgo entraña, más elevada es su calidad. Las acciones de las denominadas empresas sólidas («blue-chip companies»), por ejemplo, se dice que tienen una prima de calidad. (Por qué se les da a las acciones de gran calidad un nombre que procede de las mesas de póquer es algo que sólo saben en Wall Street.) La mayoría de los inversores prefieren acciones menos arriesgadas que llevan, por tanto, múltiples precios-beneficios más elevados que sus competidoras de peor calidad y más riesgo.

Aunque es cierto que existe un consenso general en que la compensación por un mayor riesgo debe ser mayores beneficios en el futuro (y por tanto precios actuales inferiores), intentar medir el riesgo es poco menos que imposible, pero no ha intimidado a los economistas. Se ha dedicado mucha atención a medir el riesgo tanto por parte

de economistas académicos como por los que se dedican a la bolsa en la práctica.

De acuerdo con una famosa teoría, cuanto mayor es la oscilación (en relación con el mercado en general) de los precios de los títulos de una determinada empresa (o de los beneficios anuales, incluidos dividendos), mayor es el riesgo. Por ejemplo, una empresa que no oscila como Johnson & Johnson tiene la recomendación de *Good Housekeeping* para ser adquirida por «viudas y huérfanos»¹³. Esto es debido a que sus beneficios son relativamente estables durante períodos de recesión, y nunca se han recortado los dividendos. Por tanto, cuando el mercado baja el 20 por ciento, J&J generalmente baja un 10 por ciento. A pesar de todo, el título se considera uno de los situados por debajo de la media de riesgo. Por el contrario, Salesforce.com tiene un historial muy veleidoso y baja de manera habitual el 30 por ciento o más cuando el mercado lo hace el 20 por ciento. El inversor está realizando una apuesta al mantener acciones de una empresa de ese tipo, en particular si se ve obligado a vender en un momento de condiciones de mercado desfavorables.

En cambio, cuando el negocio va bien y el mercado sufre un empuje ascendente sostenido, es de esperar que Salesforce.com le saque ventaja a J&J. Pero si usted es como la mayoría de los inversores y valora más los beneficios estables que las expectativas especuladoras, prefiere sentirse libre de preocupaciones acerca de su cartera de valores a pasar noches en blanco y un riesgo limitado de pérdidas que la posibilidad de un descenso vertiginoso. Esto nos lleva a la tercera regla básica de la valoración de acciones:

Regla número 3: El inversor racional (y contrario al riesgo) debe pagar un precio más elevado por una acción, a

igualdad de condiciones, cuanto menos arriesgadas sean las acciones de una empresa.

Debería advertir al lector que es posible que la medida de una «volatilidad relativa» no represente el riesgo importante de una empresa. En el capítulo 9 se trata a fondo este importante elemento de riesgo en la valoración de títulos.

Factor 4: El nivel de los tipos de interés de mercado. La bolsa no es un mundo en sí mismo. Los inversores deben considerar los beneficios que podrían conseguir en cualquier otra inversión. Los tipos de interés, si son suficientemente elevados, pueden ofrecer una alternativa beneficiosa y estable. Tengamos en cuenta períodos como el de principios de los 80, cuando el rendimiento interno de los bonos de las empresas de primera categoría ascendió desmesuradamente hasta más allá del 15 por ciento. El rendimiento que se espera obtener de los precios de las acciones era difícil que igualara estos tipos de interés; el dinero se fue hacia los bonos a la vez que los precios de las acciones cayeron fuertemente. Al final los precios de las acciones alcanzaron un nivel tan bajo que atrajeron al suficiente número de inversores como para contener la caída. Los tipos de interés se elevaron de nuevo de manera sustancial en 1987, antes del gran hundimiento bursátil del 19 de octubre. Por decirlo de otra manera, para atraer la atención de los inversores de bonos de elevados rendimientos, la acción debe ofrecer precios de saldo¹⁴.

Por otra parte, cuando los tipos de interés son muy bajos, los títulos de interés fijo representan una competencia mínima para la bolsa y los precios de las acciones tienden a ser relativamente elevados. Esto sirve

de justificación para la última regla básica del análisis fundamental:

Regla número 4: El inversor racional debe pagar un precio más elevado por una acción, a igualdad de condiciones, cuanto menor sea el tipo de interés.

Tres advertencias importantes

Las cuatro reglas de valoración suponen que el valor de base sólida de un título (y el múltiplo precio-beneficio) será más elevado cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de la empresa y más extensa sea la duración de la misma, cuanto más amplio sea el reparto de dividendos de la empresa, cuanto menor sea el riesgo de las acciones de la empresa y cuanto menor sea el nivel general de los tipos de interés. En principio, estas teorías son muy útiles, ya que dan la idea de una base racional para los precios de las acciones, a la vez que proporcionan al inversor una norma de valor. Pero antes de que pensemos en utilizar y comprobar estas reglas de forma más exacta, tenemos que tener en mente tres advertencias importantes.

Advertencia número 1: No se pueden demostrar en el presente las expectativas de futuro.

La predicción de futuros beneficios y dividendos es una de las ocupaciones más arriesgadas. Es muy difícil ser objetivo; el optimismo desmesurado y el pesimismo más extremo están en continua pelea por la preeminencia. En 2008 la economía padecía una grave recesión y una crisis crediticia mundial. Lo mejor que podían hacer los inversores ese año era esperar tasas de crecimiento modestas en la mayoría de las empresas. Durante la burbuja de Internet a finales de los años 90, los inversores

se convencieron por sí solos de que una nueva era de gran crecimiento y prosperidad sin límite era una conclusión inevitable.

Lo que hay que recordar es que, independientemente de la fórmula que usted utilice para predecir el futuro, siempre hay una parte que se apoya en premisas indeterminadas. Aunque muchos de los habituales de Wall Street aseguran que pueden ver el futuro, son tan falibles como todos nosotros. Como dijo una vez Samuel Goldwyn, «es difícil hacer predicciones, en particular sobre el futuro».

Advertencia número 2: No se pueden hacer cálculos exactos a partir de datos inexactos. Es totalmente razonable pensar que no se pueden conseguir cifras exactas utilizando factores indeterminados. Y a pesar de todo, para conseguir el propósito deseado, los inversores y los analistas de inversiones lo hacen constantemente. Tomemos una empresa de la que hemos oído maravillas. Se estudian sus perspectivas y supongamos que se llega a la conclusión de que puede mantener una tasa de crecimiento elevada durante un extenso periodo. ¿Cuánto tiempo? ¿Por qué no diez años? Entonces se calcula lo que debería «valer» la acción según el reparto actual de dividendos, el crecimiento esperado de éstos en el futuro y el nivel general de tipos de interés, haciendo quizá una concesión al riesgo de las acciones. Resulta para nuestra propia desazón que el precio de la acción tiene un valor ligeramente inferior a su actual precio de mercado. Ahora existen dos alternativas. Se puede considerar que la acción está sobrevalorada y rechazar la compra o se puede pensar: «quizás esta acción puede mantener una elevada tasa de crecimiento durante once años en lugar de diez». Después de todo, los diez años eran sólo una conjetura; así

que ¿por qué no once años? Y de nuevo volvemos a la calculadora, iy he aquí que resulta que el valor de las acciones es más alto que el valor actual de mercado! Con este conocimiento «exacto» se realiza la compra.

La razón por la que funcionó el truco es que cuanto más prolongadas sean las perspectivas de crecimiento, más aumentan los ingresos de futuros dividendos. Por tanto, el valor actual de una acción queda por completo a voluntad de quien haga el cálculo. Si once años no hubiesen sido suficientes para que funcionase el truco, quizás hubiesen bastado doce o trece. Existe siempre una determinada combinación de tasa de crecimiento y periodo de crecimiento que proporciona un precio determinado. En este sentido es intrínsecamente imposible, debido a la naturaleza humana, calcular el valor intrínseco de una acción.

Yo creo que existe una indeterminación básica en el valor de las acciones ordinarias incluso por principio. Ni siquiera Dios Todopoderoso conoce el auténtico múltiplo precio-beneficio de una acción.

Advertencia número 3: Lo que es crecimiento para unos no lo es siempre para todos. La dificultad reside en el valor que el mercado le da a determinados principios. Es cierto que el mercado valora siempre el crecimiento, y que elevadas tasas de crecimiento y mayores múltiplos van de la mano. Pero la pregunta crucial es: ¿cuánto más se debe pagar por un mayor crecimiento?

No existe una respuesta consistente. Durante algunos periodos, como a principios de los 60 y los 70, cuando el crecimiento se deseaba de forma especial, el mercado estaba dispuesto a pagar enormes precios por acciones que prometían elevadas tasas de crecimiento. En otras épocas, como a finales de los años 80 y de principios a mediados de

los 90, las acciones de gran crecimiento tenían una prima modesta entre los múltiplos de las acciones ordinarias en general. A principios de 2000 los títulos de crecimiento que componían el Índice 100 del NASDAQ vendían a múltiplos de tres dígitos de la relación precio-beneficio. El crecimiento puede estar tan de moda como los bulbos de tulipán, como aprendieron a su pesar los inversores en títulos de crecimiento.

Desde un punto de vista práctico, los rápidos cambios de las valoraciones del mercado que se han producido nos sugieren que sería muy peligroso utilizar las relaciones de valoración de cualquier año como indicador de normas del mercado. Sin embargo, comparando cómo se valoran en la actualidad las acciones de crecimiento con los precedentes históricos, los inversores deberían al menos ser capaces de aislar los períodos en que se han visto afectados por un toque de bacteria de tulipán.

¿Por qué puede fallar el análisis fundamental?

A pesar de su apariencia científica y su plausibilidad, existen tres grietas potenciales en este tipo de análisis. Primera, la información y el análisis pueden ser incorrectos. Segunda, las estimaciones del analista de inversión sobre el «valor» pueden ser imperfectas. Tercera, es posible que el mercado no rectifique su «error» y que el precio del título no converja con la estimación de su valor.

El analista de inversión, que viaja de compañía en compañía y consulta a los especialistas del sector, recibe gran cantidad de información. Algunos críticos han sugerido que, tomada en su conjunto, esta información no tiene valor. Lo que los inversores consiguen con las noticias válidas (suponiendo que todavía no las conoce el mercado) lo pierden por la mala información. Más aún, el analista

derrocha un considerable esfuerzo en recoger la información y los inversores pagan elevadas comisiones de corretaje para actuar según sus recomendaciones. Es posible que el analista no sea capaz de traducir hechos correctos a estimaciones exactas de los beneficios durante varios años en el futuro. Un análisis defectuoso de información válida puede producir estimaciones muy equivocadas de las tasas de crecimiento de los beneficios y los dividendos.

El segundo problema es que incluso si la información es correcta y las implicaciones de crecimiento futuro son valoradas bien, puede que el analista realice una estimación imperfecta del valor. Es prácticamente imposible traducir estimaciones específicas del crecimiento y de otros factores de la valoración en una única estimación del valor intrínseco. Efectivamente, el intento de obtener una medida exacta del valor intrínseco puede resultar en una ingrata búsqueda de una quimera. Puede que esta información esté ya reflejada en el mercado con precisión, y cualquier diferencia entre el precio de un título y su valor puede venir simplemente de una estimación incorrecta del valor.

El problema final es que incluso con la información y las estimaciones de valor correctas, el título que usted compre puede bajar aún. Por ejemplo, supongamos que Biodegradable Bottling Company se está vendiendo a 30 veces los beneficios, y el analista estima que puede mantener una tasa de crecimiento a largo plazo del 25 por ciento. Si, en promedio, las acciones con tasas de crecimiento esperadas del 25 por ciento se están vendiendo a 40 veces los beneficios, el analista fundamental podría concluir que Biodegradable era un «título barato» y recomendaría comprar.

Pero supongamos, unos meses más tarde, que los títulos con índices de crecimiento del 25 por ciento se están vendiendo en el mercado a sólo 20 veces los beneficios. Incluso si el analista estaba en lo cierto en su estimación de la tasa de crecimiento, sus clientes podrían sufrir las consecuencias porque el mercado revaluó las estimaciones de lo que valían los títulos de crecimiento en general. El mercado podría corregir su «error» revalorando todos los títulos a la baja en lugar de subir el precio de Biodegradable Bottling.

Estos cambios de valoración no son extraordinarios (son las fluctuaciones rutinarias del sentir del mercado que se han experimentado en el pasado). No sólo puede cambiar rápidamente el múltiplo medio de los títulos en general, sino que puede cambiar la prima asignada al crecimiento. Obviamente no hay que dar por sentado el éxito del análisis fundamental.

Utilización conjunta del análisis técnico y el fundamental

Muchos analistas utilizan una combinación de técnicas para juzgar si los títulos individuales resultan atractivos para su adquisición. Uno de los procedimientos más razonables se puede resumir en las siguientes tres reglas. El lector paciente y persistente reconocerá que éstas se basan en los principios de establecer el precio de los títulos que he desarrollado en capítulos anteriores.

Regla número 1: Compre solamente empresas de las que se espera que tengan un crecimiento de los beneficios por encima de la media durante cinco años o más. Una tasa de crecimiento de los beneficios extraordinaria a largo plazo es el elemento más importante que contribuye al éxito de la

mayoría de las inversiones bursátiles. Google y prácticamente el resto de las acciones más sobresalientes del pasado eran acciones de crecimiento. Aunque sea difícil, lo crucial es seleccionar títulos cuyos beneficios aumentan. El crecimiento consistente no sólo incrementa los beneficios y dividendos de una empresa, sino que también puede aumentar el múltiplo que el mercado es capaz de pagar por esos beneficios. Por tanto, el comprador de un título cuyos beneficios comienzan a crecer rápidamente tiene la oportunidad de un beneficio doble potencial, ya que pueden incrementarse los beneficios y el múltiplo.

Regla número 2: Nunca pague por un título más que su valor de base sólida. Aunque, como ya he expuesto, y espero que de forma persuasiva, no se puede juzgar el valor intrínseco exacto de un título, muchos analistas sienten que se puede estimar de manera aproximada cuando un título parece tener un precio razonable. Generalmente el múltiplo de beneficios del mercado en su conjunto es una medida útil. Las acciones de crecimiento que se venden a múltiplos en línea con éste o no muy por encima de él suelen representar una buena oportunidad.

Existen importantes ventajas al comprar acciones de crecimiento a múltiplos de beneficios muy razonables. Si la estimación de crecimiento resulta ser correcta, puede conseguir una bonificación doble, como mencioné en relación con la regla número 1: el precio tenderá a subir simplemente porque los beneficios suben; pero también es probable que se amplíe el múltiplo en reconocimiento de la tasa de crecimiento que se ha establecido. De ahí la bonificación doble. Supongamos, por ejemplo, que compra un título con un beneficio de 1 dólar por acción y que se vende a 7,50 dólares. Si los beneficios crecen hasta los 2

dólares por acción y el múltiplo precio-beneficio sube de un 7 1/2 a 15 (en reconocimiento de que ahora se puede considerar a la empresa una acción de crecimiento), no sólo duplica su dinero, sino que lo multiplica por cuatro, debido a que su acción de 7,50 dólares ahora vale 30 dólares (15 veces 2, el múltiplo por los beneficios).

Consideremos ahora el otro lado de la moneda. Existen riesgos especiales en la adquisición de «acciones de crecimiento» en las que el mercado ya ha reconocido el crecimiento y ha pujado el múltiplo precio-beneficios hasta una opulenta prima por encima de la acordada para títulos más mediocres. El problema es que los múltiplos muy elevados pueden reflejar ya el crecimiento que se prevé, y si el crecimiento no se materializa y los beneficios caen de hecho (o incluso crecen más lento de lo esperado), se llevará un chapuzón muy desgradable. Los ganancias dobles que son posibles si crecen los beneficios de títulos con múltiplos bajos pueden convertirse en amenaza doble si bajan los beneficios de títulos con múltiplos elevados.

Lo que se propone, por tanto, es una estrategia de compra de acciones con un potencial de crecimiento sin reconocer cuyo múltiplo no tiene ninguna prima sustanciosa por encima del mercado. Por supuesto, es difícil predecir el crecimiento. Pero incluso si el crecimiento no se materializa y descienden los beneficios, es probable que el daño sea escaso si el múltiplo de principio es bajo, mientras que se pueden duplicar los beneficios si las cosas resultan como usted esperaba. Ésta es una manera extra de poner las cosas a su favor.

Peter Lynch, el legendario gestor del Magellan Fund, que ya está jubilado, utilizó esta técnica con mucho provecho durante los primeros años del fondo. Lynch calculaba la relación potencial crecimiento a precio-beneficio y sólo compraba para su cartera los títulos con

alto crecimiento en relación con su precio-beneficio. No se trataba tan sólo de una simple estrategia precio-beneficio bajo, puesto que un valor con una tasa de crecimiento del 50 por ciento y un precio-beneficio de 25 (relación crecimiento a precio-beneficio de 1/2) se consideraba mucho mejor que un título con un 20 por ciento de crecimiento y un precio-beneficio de 20 (relación crecimiento a precio-beneficio de 1). Si las proyecciones de crecimiento eran correctas, y durante un tiempo las de Lynch lo fueron, esta estrategia puede producir beneficios excelentes.

Podemos resumir lo expuesto hasta aquí reformulando las dos primeras reglas: *Busque las situaciones de crecimiento con múltiplos precio-beneficios bajos. Si se produce el crecimiento, suele haber una doble bonificación: los beneficios y la subida del múltiplo, lo que ofrece enormes ganancias. Alejese de los títulos de múltiplos muy elevados en los que ya se ha descontado el crecimiento futuro. Si no se materializa el crecimiento, las pérdidas son dobles, ya que caen tanto los beneficios como el múltiplo.*

Regla número 3: Busque títulos cuyas historias de crecimiento anticipado sean de aquellas sobre las que los inversores puedan construir castillos en el aire. He resaltado la importancia de los elementos psicológicos en la determinación del precio de un título. Los inversores individuales e institucionales no son ordenadores que calculen múltiplos precio-beneficios garantizados e impriman decisiones de compra y venta. Por ello la inversión de éxito exige una agudeza tanto psicológica como intelectual.

Los títulos que provocan «buenas sensaciones» en las mentes de los inversores pueden venderse a múltiplos con prima durante extensos períodos incluso si la tasa de

crecimiento es sólo del tipo medio. Los que no gozan de las bendiciones pueden venderse a múltiplos bajos durante largos períodos, incluso si su tasa de crecimiento está por encima del promedio. Sin duda, si parece que una tasa de crecimiento está bien asentada, el título casi con seguridad atraerá a seguidores. El mercado no es irracional. Pero las acciones son como las personas: lo que estimula a uno puede dejar a otro frío, y la mejora del múltiplo se puede realizar de manera más lenta y peor si la historia no cuaja.

Por tanto, la regla número 3 dice que se pregunte usted mismo si la historia de su título puede atrapar el antojo del público. ¿Es una historia que pueda generar sueños contagiosos? ¿Es una historia sobre la que los inversores puedan construir castillos en el aire, pero castillos en el aire que se apoyan en una base sólida?

No necesita ser un técnico para seguir la regla número 3. Puede usar simplemente su intuición o su sentido de la especulación para juzgar si la «historia» de su título es probable que atrape el antojo del público, en particular la atención de los inversores institucionales. El analista técnico, sin embargo, buscaría pruebas tangibles antes de convencerse de que la idea de la inversión había cuajado ya. Esta prueba tangible es, por supuesto, el comienzo de una tendencia al alza o una señal técnica que pudiera predecir «con fiabilidad» que una tendencia al alza se iba a desarrollar.

Aunque las reglas que he esbozado parecen razonables, la cuestión es si funcionan realmente. Después de todo, hay muchas otras personas jugando a lo mismo, y no es en absoluto obvio que cualquiera puede ganar de forma consistente.

En los próximos dos capítulos revisaré los históricos reales. El capítulo 6 formula la pregunta: ¿funciona el análisis técnico? El capítulo 7 pasa revista a los resultados

obtenidos por los analistas fundamentales. Juntos deberían ayudarnos a evaluar cuánta confianza debemos tener en el asesoramiento de los profesionales de la inversión.

[12](#) En general, se pueden negociar y cerrar operaciones fuera de bolsa («over the counter», OTC); pero existe además en Estados Unidos un mercado OTC organizado en torno a un sistema de negociación por ordenador y autorregulado por la Asociación de Operaciones Bursátiles (NASD), en el que generalmente (pero no exclusivamente) se negocian las acciones de empresas pequeñas que no llegan a cumplir los requisitos para cotizar en las grandes bolsas (NYSE, ASE). [N. del R.]

[13](#) El equivalente español sería quizá una recomendación de *Telva*. [N. del R.]

[14](#) Se puede contemplar desde otro punto de vista, observando que ya que los elevados tipos de interés nos permiten ganar más en el momento actual, se debe descontar aún más cualquier renta diferida. Por tanto, el valor actual de cualquier flujo de futuros beneficios de dividendos es inferior cuando los tipos de interés presentes son relativamente más elevados. La relación entre los tipos de interés y los precios de las acciones es, sin embargo, más complicada de lo que se sugiere en esta discusión. Supongamos que el inversor espera que la tasa de inflación suba del 5 al 10 por ciento. Es posible que esta expectativa haga subir el tipo de interés en unos 5 puntos para compensar a los inversores por estar en posesión de bonos de obligación fija en dólares cuyo valor de compra se ve afectado de forma inversa cuanto más alta sea la inflación. Si nada varía, esto debería hacer que bajaran los precios de las acciones. Pero con expectativas de inflación más alta, los inversores pueden esperar de manera razonable que los beneficios y dividendos de una empresa aumenten a su vez de manera más rápida, provocando así una subida del precio de las acciones. El capítulo 13 contiene toda una discusión sobre la inflación, los tipos de interés y los precios de las acciones.

Capítulo 6

El análisis técnico y la teoría del paseo aleatorio

«Pocas veces las cosas son lo que parecen.
La leche desnatada se disfraza de crema.»

Gilbert & Sullivan, *H.M.S. Pinafore*

Ni los beneficios, ni los dividendos, ni el riesgo, ni la amenaza de tipos de interés elevados alejan al chartista de su tarea: estudiar los movimientos del precio de los títulos. Esta dedicación exclusiva a los números ha producido, de alguna manera, las teorías más coloristas y gran parte del lenguaje popular de Wall Street: «Mantener los ganadores, vender los perdedores», «Cambiarse a acciones fuertes», «Vende esta acción, tiene un comportamiento pobre», «No luches contra las cotizaciones». Todas son recetas populares de los analistas técnicos. Los analistas técnicos construyen sus estrategias sobre sueños de castillos en el aire y tienen las esperanzas de que sus herramientas les digan qué castillo se está construyendo y cómo meterse desde la base. La cuestión es: ¿funcionan?

Agujeros en las suelas de los zapatos y ambigüedad en las predicciones

A veces los estudiantes les preguntan a los profesores de universidad: es usted tan listo, ¿por qué no es rico? La pregunta generalmente produce resentimiento en los profesores, que consideran que dejan pasar las riquezas

mundanas para dedicarse a la ocupación socialmente útil de la enseñanza. También se podría hacer la misma pregunta a los técnicos con mucha más propiedad. Ya que, después de todo, el sentido del análisis técnico es hacer dinero, y cabría esperar de forma razonable que aquellos que predicen esta fe deberían practicarla con éxito.

Bajo un examen más detenido, a los analistas técnicos se les suele ver con agujeros en las suelas de los zapatos y los cuellos de las camisas deshilachados. Personalmente, yo no he conocido nunca a un analista técnico de éxito, pero he visto el naufragio de varios de ellos que no lo tuvieron. Sin embargo, curiosamente, el analista técnico arruinado nunca se disculpa sobre su método. Si usted comete el error social de preguntarle por qué está arruinado, le contestará con bastante ingenuidad que cometió el error demasiado humano de no creer en sus propias gráficas. Para gran vergüenza mía, una vez casi me ahogo de risa estando a la mesa con un chartista que hizo ese comentario. Desde entonces tengo como norma no comer con un chartista. Es malo para la digestión.

Aunque los analistas técnicos puede que no se hagan ricos siguiendo sus propios consejos, su cúmulo de palabras es precioso sin duda. Consideremos este consejo ofrecido por un servicio de análisis técnico:

El alza del mercado después de un periodo de reacumulación es una señal alcista. Sin embargo, todavía no están claramente presentes las características del punto de apoyo y existe un punto de resistencia 40 puntos más alto en el Dow Jones, por lo que es claramente prematuro decir que comienza la próxima ola de mercado alcista. Si en las próximas semanas se mantiene un examen de las bajas y el mercado rompe su estructura de bandera, indicaría una subida. Si se violasen las bajas, sería una llamada para continuar una tendencia bajista a medio plazo. En vista de la actual situación, existe una clara posibilidad de que los operadores se sienten a esperar un perfil más claro de la tendencia y que el mercado se mueva en una estrecha franja de negocio.

Si me preguntan qué significa todo esto exactamente, me temo que no podría contestar, pero creo que el analista técnico tenía probablemente en mente lo siguiente: el mercado no sube ni baja, permanecerá invariable. Hasta las predicciones del tiempo son mejores.

Obviamente, no soy imparcial. No es sólo personal, sino también profesionalmente. El análisis técnico es un anatema para el mundo académico. Nos encanta criticarlo. Tenemos dos motivos: 1) una vez pagados los gastos de transacciones y los impuestos, el método no da mejor resultado que la estrategia de comprar para conservar, y 2) es fácil de criticar. Y aunque parezca un poco injusto criticar un objetivo tan lastimoso, recuerde: estamos intentando salvar su dinero.

Es posible que los ordenadores realzaran la posición del analista técnico por un tiempo, y si bien se pueden conseguir sus servicios en Internet, al final ha resultado ser su ruina. Igual de rápido que el analista técnico crea gráficos para mostrar hacia dónde se dirige el mercado, el académico se ocupa en construir gráficos que muestran dónde ha estado el técnico. Puesto que es tan sencillo comprobar las reglas de negociación sugeridas por el análisis técnico en el ordenador, se ha convertido en pasatiempo favorito de los académicos comprobar si funcionan realmente.

¿Existe un momento de inercia en la bolsa?

El analista técnico cree que el conocimiento del comportamiento de un título en el pasado puede ayudar a pronosticar su comportamiento probable en el futuro. En otras palabras, la secuencia de cambios en las cotizaciones anterior a un determinado día es importante para predecir el cambio en la cotización de ese mismo día. Esto es lo que

podríamos llamar el principio del papel pintado. El analista técnico trata de predecir las cotizaciones futuras lo mismo que podríamos pronosticar que las figuras del papel pintado de detrás del espejo son iguales a las que hay en el papel pintado que queda por encima del espejo. La premisa básica es que existen esquemas que se repiten en el espacio y en el tiempo.

Los chartistas creen que existe un momento de inercia en el mercado. Se supone que los títulos que han estado subiendo lo van a seguir haciendo, y los que empiezan a bajar seguirán hundiéndose. Por tanto, los inversores deberían comprar títulos que empiezan a subir y mantener los títulos fuertes. Si el título comenzase a caer, se aconseja a los inversores que vendan.

Se han contrastado de forma exhaustiva estas reglas técnicas utilizando datos de las cotizaciones bursátiles de las dos mayores bolsas que se remontan hasta comienzos del siglo xx. Los resultados revelan de forma concluyente que los movimientos en el pasado de los precios de los títulos no se pueden usar para pronosticar los movimientos en el futuro. El mercado de valores no tiene memoria. Aunque el mercado dé signos de inercia de vez en cuando, esto no sucede con seguridad, y no hay suficiente persistencia en los precios de los títulos para establecer estrategias de tendencias. Aunque haya un momento de inercia a corto plazo en el mercado, como describiremos con más detalle en el capítulo 11, cualquier inversor que pague costes de transacción no se beneficiará del mismo.

Los economistas han examinado también la tesis de los analistas técnicos de que siempre existen secuencias de cambios de precios en la misma dirección durante varios días (o varias semanas o meses). Los títulos se asemejan a los zagueros del fútbol americano que, una vez que han conseguido un impulso, se puede esperar que continúen

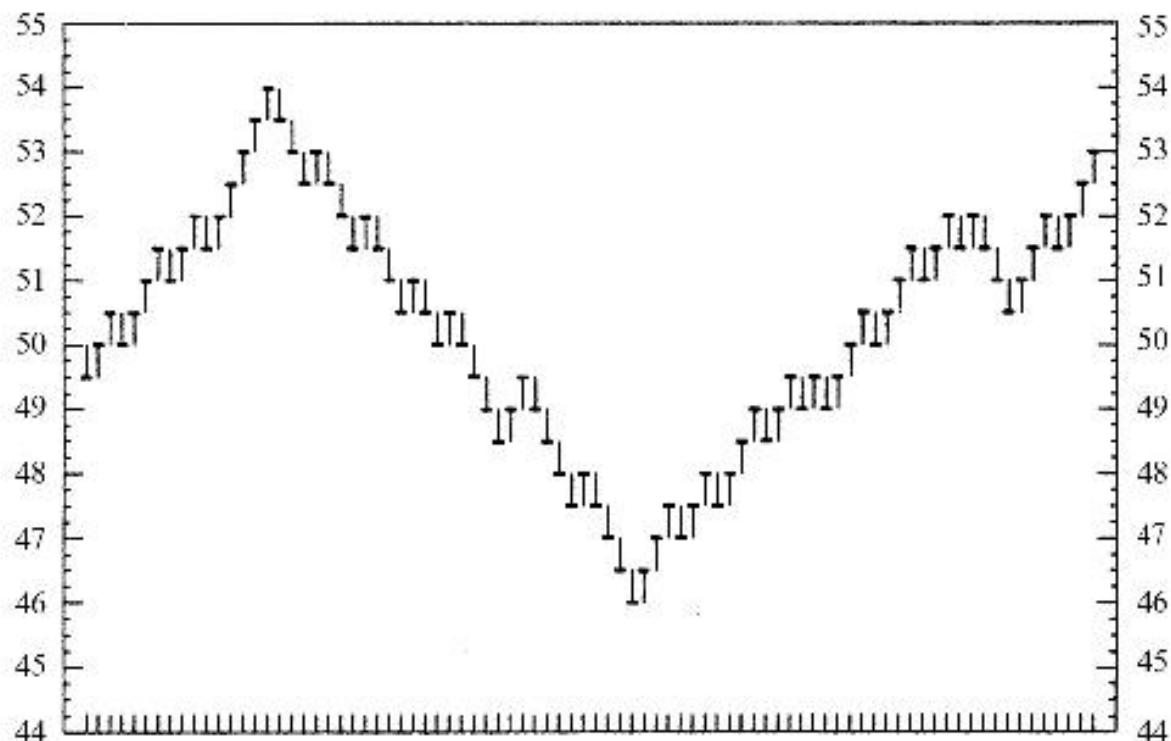
hasta lograr amplios avances. Resulta que éste no es el caso. Algunas veces se consiguen cambios de precio positivos (precios que suben) durante varios días consecutivos; pero también a veces tirando una moneda al aire se consigue una larga serie consecutiva de «caras», y no se consiguen secuencias de cambios de precio positivos (o negativos) con mayor frecuencia de lo que cabe esperar conseguir secuencias aleatorias consecutivas de «caras» o de «cruces». Las que se denominan a menudo «figuras persistentes» en el mercado de valores no suceden con mayor frecuencia que las rachas de suerte de cualquier jugador. Eso es lo que quiere decir el economista cuando afirma que los precios de los títulos se comportan como un paseo aleatorio.

¿Qué es exactamente un paseo aleatorio?

Para mucha gente parece ser una suma idiotez. Hasta el lector más esporádico de las páginas financieras puede localizar fácilmente ciertas estructuras o figuras en el mercado. Por ejemplo, mire el gráfico 11.

El gráfico parece que muestra unas estructuras claras. Después de una subida inicial, la cotización bajó y, una vez que comenzó el declive, se encaminó de forma persistente hacia abajo. Posteriormente, el declive fue contrarrestado y el título tuvo otro movimiento hacia arriba sostenido. No se puede mirar un gráfico como éste sin darse cuenta de lo evidente de estas afirmaciones. ¿Cómo puede estar tan miope el economista como para no ver lo que es tan sencillamente patente para el ojo del lego?

GRÁFICO 11



La insistencia en la creencia de que las figuras se repiten en el mercado de valores se debe a una ilusión estadística. Para ilustrarla, permítanme describir un experimento en el que pedí a mis alumnos que participasen. Se hizo que los alumnos construyesen un gráfico normal de las cotizaciones de una acción, que mostrase los movimientos de una acción hipotética que se vendiese inicialmente a 50 dólares la acción. Para cada día sucesivo de negociación, el precio de cierre del título estaría determinado por el lanzamiento de una moneda sin defectos. Si en el lanzamiento salía cara, los alumnos asumían que el título cerraba a $1/2$ punto por encima del día anterior. Si salía cruz, se suponía que el precio estaba $1/2$ punto por debajo del día anterior. El gráfico 11 es en realidad el de un título hipotético resultado de uno de estos experimentos. El gráfico que resultó del lanzamiento aleatorio de una moneda se asemeja de forma considerable

a uno del precio de un título normal e incluso parece que muestra ciclos. Por supuesto, los pronunciados «ciclos» que parece que observamos en el lanzamiento de una moneda no suceden a intervalos regulares como en los ciclos verdaderos, pero tampoco lo son las subidas y bajadas en el mercado de valores.

Esta falta de regularidad es crucial. Los «ciclos» de los gráficos de los títulos no son más verdaderos que las rachas de suerte o de mala suerte de un jugador normal. Y el hecho de que los títulos semejen encontrarse en una tendencia al alza semejante a un movimiento de subida de un periodo anterior no nos da información útil sobre el carácter sólido o la duración de la actual tendencia al alza. Sí, la historia tiende a repetirse en la bolsa, pero de una sorprendente variedad de formas infinitas que embrolla cualquier intento de beneficiarse del conocimiento de los esquemas de precios en el pasado.

En otros gráficos simulados de cotizaciones producidos mediante el lanzamiento de monedas por los alumnos existían figuras de cabeza y hombros, cimas y valles triples, y otras figuras chartistas más esotéricas. Uno de los gráficos mostraba una salida alcista de una cabeza y hombros invertida (una formación muy alcista). Se la enseñé a un chartista amigo mío, que dio un gran respingo. «¿Qué empresa es ésta? —preguntó—. Tenemos que comprar inmediatamente. Esta figura es clásica. No hay duda alguna; el título subirá 15 puntos la semana próxima.» No me respondió con amabilidad cuando le conté que el gráfico se había hecho lanzando una moneda. Los chartistas no tienen sentido del humor. Tuve mi justo castigo cuando *Business Week* contrató a un agresivo analista técnico para hacer la reseña de la primera edición de este libro.

Mis alumnos usaban un proceso completamente aleatorio para realizar los gráficos de cotizaciones. En cada lanzamiento, siempre y cuando la moneda no tuviese defectos, existía un 50 por ciento de probabilidades de que saliese cara, lo que significaba un movimiento hacia arriba del precio del título, y un 50 por ciento de posibilidades de que saliera cruz y, por tanto, un movimiento hacia abajo. Incluso si salen 10 caras consecutivas, la probabilidad de que salga otra cara en el siguiente lanzamiento es todavía del 50 por ciento. Los matemáticos llaman la secuencia de números producidos por un proceso aleatorio (como los de los gráficos que simulamos) un paseo aleatorio. El siguiente movimiento en el gráfico es absolutamente impredecible en términos de lo que ha sucedido antes.

La bolsa no se ajusta lo suficiente al ideal que tiene el matemático de absoluta independencia de los movimientos del precio actual de los del pasado. Los precios de las acciones tienen cierta inercia. Cuando hay buenas noticias los inversores sólo ajustan parcialmente sus estimaciones sobre el precio adecuado de las acciones. Los ajustes a un ritmo lento pueden hacer subir los precios de las acciones durante un periodo, confiriéndolas una cierta inercia. El hecho de que los precios de las acciones no coincidieran perfectamente con la definición de un paseo aleatorio llevó a los economistas financieros Andrew Lo y A. Craig MacKinlay a publicar un libro titulado *A Non-Random Walk Down Wall Street* (*Un paseo no aleatorio por Wall Street*). Además de algunas pruebas de una cierta inercia a corto plazo, ha habido tendencias al alza a largo plazo en la mayoría de los precios de las acciones de acuerdo con el crecimiento de beneficios y dividendos a largo plazo.

Pero no se puede contar con la inercia a corto plazo para obtener una estrategia segura para derrotar al mercado. Para empezar, los precios de las acciones no siempre no

reaccionan a las noticias, a veces tienen una reacción exagerada y puede haber súbitos vuelcos en los precios. En el capítulo 11 veremos que los fondos de inversión gestionados de acuerdo con una estrategia de momento de inercia empezaron con beneficios por debajo de lo esperado. Incluso en momentos en los que hay inercia (y el mercado no se comporta como un paseo aleatorio), las relaciones sistemáticas son tan mínimas que no son útiles para el inversor. Las comisiones de corretaje en que se incurre al intentar aprovechar estas dependencias son mucho más elevadas que el beneficio que se podría obtener. Por tanto, una afirmación exacta de la forma «débil» de la hipótesis del paseo aleatorio es:

La historia de los movimientos de precios no contiene información útil que permita al inversor tener más rendimiento en la gestión de una cartera de valores que con una estrategia en la que simplemente se compren y mantengan los títulos.

Si la forma «débil» de la hipótesis del paseo aleatorio es válida, en ese caso, como dice mi colega Richard Quandt, «el análisis técnico se asemeja a la astrología y tiene tanto como ella de científica».

No estoy diciendo que con las estrategias del análisis técnico no se haga nunca dinero. A menudo se obtienen beneficios. Lo que debe considerarse es más bien que una sencilla estrategia de «comprar y mantener» (es decir, comprar un título o grupo de títulos y mantenerlos durante un periodo largo) suele producir tanto dinero o más.

Cuando los científicos quieren comprobar la eficacia de un nuevo medicamento, generalmente realizan un experimento con dos grupos de pacientes a los que les administran las píldoras: unas contienen el medicamento en cuestión y las otras son placebos sin valor (píldoras de azúcar). Se comparan los resultados obtenidos de los dos grupos y se considera que el medicamento es efectivo sólo

si le fue mejor al grupo que recibió el medicamento que al grupo al que se suministró el placebo. Obviamente, si ambos grupos mejoraron en el mismo periodo, no se debería achacar al medicamento, incluso si se recuperaron los pacientes.

En los experimentos del mercado de valores, el placebo con el que se comparan las estrategias técnicas es con la estrategia de comprar y mantener. Los esquemas técnicos a menudo proporcionan beneficios a sus usuarios, pero también se les proporciona la estrategia de comprar y mantener. Efectivamente, como veremos más adelante, una estrategia ingenua de comprar y mantener en una cartera de valores seleccionada mediante el lanzamiento de dados ha proporcionado a los inversores una tasa anual de beneficios de aproximadamente el 10 por ciento en los últimos 75 años. Sólo se pueden considerar efectivos los esquemas técnicos si producen mayores beneficios que el mercado. Hasta la fecha ninguno ha pasado el examen con solidez.

Algunos sistemas técnicos más elaborados

Los devotos del análisis técnico pueden indicar con cierta razón que he sido injusto. Las pruebas sencillas que he descrito no hacen justicia a la «riqueza» del análisis técnico. Desafortunadamente para el analista técnico, hasta las reglas de negociación más sofisticadas han estado sujetas a comprobación científica. Examinemos las más populares con detalle.

El sistema de filtros

Según el popular sistema de «filtros», una acción cuya cotización ha alcanzado un punto de baja y ha subido,

digamos que un 5 por ciento (o cualquier otro porcentaje que prefiera), se dice que se encuentra en una tendencia al alza. Un título que ha alcanzado un pico y ha bajado un 5 por ciento se dice que se encuentra en una tendencia a la baja. Se supone que usted debe comprar cualquier título que haya subido un 5 por ciento de su punto de baja y mantenerlo hasta que el precio descienda un 5 por ciento después del alza que le siga, en cuyo momento usted vende el título y quizá hasta venda al descubierto. La posición al descubierto se mantiene hasta que el precio sube como mínimo el 5 por ciento después del siguiente punto de baja.

Este esquema es muy popular entre los intermediarios. De hecho, el método de filtro es lo que se oculta tras la popular orden de «limitar las pérdidas» («stop-loss») que goza de los favores de los intermediarios bursátiles, en la que se aconseja al cliente que venda su título si baja un 5 por ciento por debajo de su precio de compra «para limitar las pérdidas potenciales». El razonamiento es que se supone que un título que cae el 5 por ciento seguirá con tendencia a la baja.

Se han llevado a cabo evaluaciones exhaustivas de las diversas reglas de filtro. En estas evaluaciones se ha permitido que la caída o subida porcentual que dispara la señal de compra o venta varíe del 1 al 50 por ciento. Las evaluaciones cubrían distintos períodos e incluían tanto acciones como diversos índices bursátiles. De nuevo los resultados son notablemente consistentes. Cuando se tienen en consideración las elevadas comisiones de corretaje que conllevan las reglas de filtro, estas técnicas no permiten obtener mayor rentabilidad que la política de sólo comprar la acción (o el índice bursátil de que se trate) y mantenerla durante el periodo en que se desarrolla la evaluación. El inversor particular haría bien en evitar utilizar cualquier regla de filtro y, podría añadirse, los

servicios de cualquier intermediario bursátil que se lo recomiende.

La teoría de Dow

La teoría de Dow es un juego de tira y afloja entre la resistencia y el apoyo. Cuando el mercado toca techo y comienza a bajar, el pico anterior define un área de resistencia, puesto que la gente que perdió la oportunidad de vender en el punto de alza estará deseosa de hacerlo si tiene otra oportunidad. Si el mercado sube de nuevo y se aproxima al pico anterior, se dice que está «probando» el área de resistencia. Ahora viene el momento de la verdad. Si el mercado penetra el área de resistencia, es probable que siga subiendo otro poco, y la anterior área de resistencia se convierte en un área de soporte. Si, por el contrario, el mercado «no consigue penetrar el área de resistencia» y cae más allá del punto de baja precedente donde anteriormente existía un área de soporte, se produce una señal de mercado bajista y se aconseja al inversor que venda.

El principio básico de Dow supone una estrategia de compra cuando el mercado sube por encima del último pico, y de venta, cuando se hunde más allá del valle anterior. Existen varios fallos en la teoría, pero la idea básica cuenta con muchos seguidores entre los chartistas y es parte del evangelio del chartismo.

Por desgracia, las señales generadas por el mecanismo de Dow no tienen ningún significado para pronosticar los movimientos del precio en el futuro. La evolución del mercado después de una señal de venta no es diferente de su evolución después de una señal de *compra*. En relación con comprar y mantener simplemente la lista representativa de acciones integrantes del índice del

mercado, el seguidor de Dow obtiene en realidad menos rentabilidad, ya que la estrategia ocasiona unos costes de corretaje extras, puesto que el inversor compra y vende cuando lo manda la estrategia.

El sistema de la fuerza relativa

En este caso, el inversor compra y mantiene las acciones que están actuando bien, es decir, que sobrepasan los índices generales del mercado en el pasado inmediato. Por el contrario, se deberían evitar los títulos que están actuando pobremente en relación con el mercado o quizás incluso los que se están vendiendo al descubierto. Aunque parece que existen periodos en que una estrategia de fuerza relativa podría dar mejores resultados que una estrategia de comprar y mantener, no hay pruebas de que sea así de forma consistente. Como señalé anteriormente, hay signos de inercia en el mercado. Una evaluación por ordenador de las reglas de fuerza relativa durante un periodo de veinticinco años sugiere que dichas reglas no dan mejores resultados, una vez contabilizados los costes de corretaje.

Sistema de precio-volumen

Estas estrategias sugieren que cuando la cotización de un título (o del mercado en general) sube con un volumen de contratación grande o en aumento, existe un deseo insatisfecho de compra y se puede esperar que el título siga ascendiendo. Por el contrario, cuando cae la cotización con un gran volumen de contratación, indica una presión de venta y se produce una señal de venta.

De nuevo, es probable que resulte desilusionado el inversor que siga este sistema. Las señales de compra y

venta generadas por esta estrategia no contienen información útil para pronosticar los movimientos del precio en el futuro. Como en todas las estrategias técnicas, el inversor se ve obligado a realizar un gran número de operaciones de compra y venta, por lo que los costes de corretaje son mucho mayores que los que se necesitan en una estrategia de comprar y mantener. Después de contabilizar estas comisiones de corretaje, al inversor le ha ido peor de lo que le hubiera ido si sencillamente hubiese comprado y mantenido un grupo diversificado de títulos.

La lectura de los gráficos

Quizá algunas de las figuras más complicadas que aparecen en los gráficos de los chartistas, como las descritas en el capítulo anterior, puedan revelar el curso futuro de los precios de los títulos. Por ejemplo, ¿resulta la penetración a la baja de una formación de cabeza y hombros un augurio fiable de una tendencia a la baja? Como dice uno de los evangelios del chartismo, *Technical Analysis*: «Nadie puede parar en seco un coche pesado que se mueva a una velocidad de 120 km a la hora, darle la vuelta y ponerlo en marcha en sentido contrario». Antes de que el título dé la vuelta, se supone que los movimientos de su precio tienen que formar alguna de las figuras de cambio a medida que los participantes en el mercado mejor informados «reparten sus títulos entre el público». Por supuesto, sabemos que algunos títulos cambian repentinamente de dirección (a esto se lo denomina una formación en V), pero quizás estas figuras de cambio, así como otras configuraciones, pueden pronosticar el futuro con precisión, como los adivinos romanos. Pero, iay!, el ordenador ha comprobado hasta estas esotéricas técnicas

del chartismo y el instrumento del técnico le ha traicionado otra vez.

En un estudio en profundidad, el ordenador fue programado para que realizase los gráficos de 548 títulos negociados en la bolsa de Nueva York en un periodo de cinco años. Se le dieron instrucciones para que escrutase todas las gráficas e identificara algunas de las 32 figuras más conocidas de los chartistas. Se le dijo al ordenador que buscase hombros y cabezas, valles y cimas triples, canales, cuñas, diamantes, etc. Puesto que la máquina es un trabajador muy concienzudo (aunque estúpido), podemos estar seguros que no se le escapó ninguna figura significativa.

Cuando la máquina encontraba una de las figuras bajistas en los gráficos tales como una formación de cabeza y hombros seguida de un movimiento hacia abajo atravesando la línea del cuello en dirección al escote (uno de los augurios más bajistas), grababa una señal de venta. Si, por el contrario, un valle triple era seguido de una penetración hacia arriba (uno de los presagios más favorables), grababa una señal de compra. A continuación el ordenador siguió la evolución de los títulos en los que se dieron señales de compra y de venta y los comparó con la evolución del mercado en general.

De nuevo parece que no existe relación entre la señal técnica y la evolución posterior. Si usted hubiera comprado las acciones sólo en las señales de compra y las hubiera vendido en las señales de venta, sus resultados después de las comisiones de corretaje no habrían sido mejores que los conseguidos con una estrategia de comprar y mantener.

Resulta difícil aceptar la aleatoriedad

A la naturaleza humana le gusta el orden; a la gente le resulta difícil aceptar la noción de aleatoriedad. No importa lo que puedan decirnos las leyes del azar, buscamos esquemas entre los hechos aleatorios allí donde puedan suceder, no sólo en la bolsa, sino también hasta para interpretar fenómenos deportivos.

Para describir una magnífica actuación de un jugador de baloncesto, tanto los periodistas como los espectadores suelen usar expresiones como «LeBron James tiene un buen día» o «Kobe Bryant tiene una buena racha». Los jugadores, el entrenador o cualquiera de los seguidores del baloncesto están convencidos de forma casi universal de que si un jugador ha encestado en su último lanzamiento, o últimos lanzamientos, es más posible que lo haga también en el lanzamiento siguiente. Un estudio llevado a cabo por un grupo de psicólogos muestra, sin embargo, de forma decisiva que el fenómeno de la «buena racha» es un mito.

Los psicólogos realizaron un estudio detallado de los lanzamientos efectuados por los Philadelphia 76ers durante temporada y media. No encontraron pruebas de cualquier correlación positiva entre los resultados de los lanzamientos sucesivos. De hecho, descubrieron que era más probable un lanzamiento encestado seguido de uno fallido que dos encestes consecutivos. Más aún, los investigadores observaron las secuencias de más de dos lanzamientos. De nuevo se encontraron con que el número de rachas largas (es decir, hacer varias canastas consecutivas) no era superior a lo que cabría esperar en un grupo de datos aleatorios (como lanzar monedas, en que cada hecho es independiente del anterior). Aunque el hecho de encestar los dos o tres últimos lanzamientos influía de forma decisiva en la percepción del jugador sobre si encestaría el próximo, la prueba concluyente era que no existía ningún efecto. A continuación los investigadores

confirmaron su estudio examinando los tiros libres de los Celtics de Boston y llevando a cabo experimentos de lanzamientos controlados con los equipos de baloncesto masculinos y femeninos de la Universidad de Cornell.

Estos hallazgos no suponen que el baloncesto sea un juego de azar y no de destreza. Evidentemente, hay jugadores que consiguen buenas canastas en los tiros libres con más frecuencia que otros. El asunto es, sin embargo, que la probabilidad de encestar un lanzamiento es independiente del resultado de los lanzamientos anteriores. Los psicólogos hacen conjeturas sobre si la creencia en la buena racha es debida a una desviación de la memoria. Si las secuencias largas de buenas canastas o de canastas fallidas se recuerdan mejor que las secuencias alternas, es probable que los observadores sobrevaloren la correlación entre los lanzamientos sucesivos. Cuando los hechos suceden en grupos o en rachas, la gente se niega a creer que son aleatorios aunque tales grupos o rachas sucedan con frecuencia en datos aleatorios como los que se derivan del lanzamiento de una moneda.

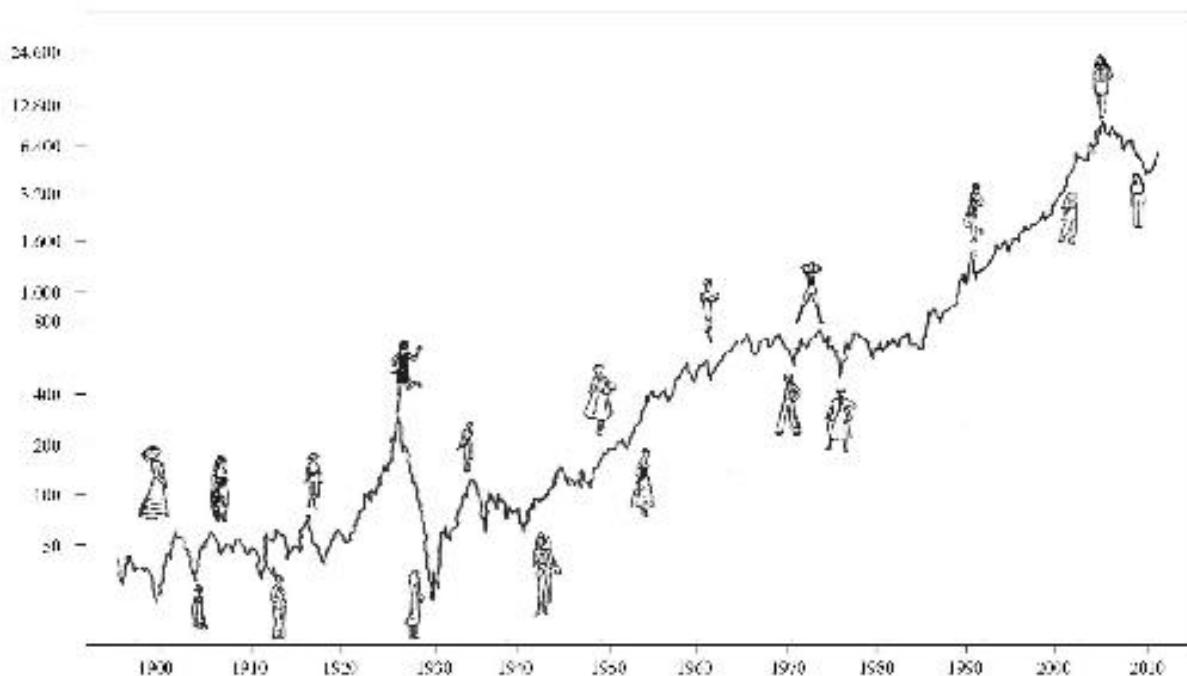
Un revoltijo de otras teorías técnicas para ayudarle a perder dinero

Una vez que el mundo académico liquidó la mayoría de las reglas de negociación técnicas, dirigió su augusta atención hacia algunos de los esquemas más de moda. El mundo del análisis financiero sería más insulso y estaría más tranquilo sin los chartistas, como lo demuestran ampliamente las siguientes técnicas.

El indicador de la altura de la falda

No contentos con los movimientos de los precios, algunos analistas técnicos han ampliado sus investigaciones para incluir también otros movimientos. Uno de los esquemas más encantadores ha sido el que Ira Cobleigh ha denominado la teoría del «mercado alcista y rodillas al descubierto». Mire la altura del bajo de los vestidos de las señoritas en cualquier año y tendrá una idea del nivel de los precios de las acciones. Parece que existe una cierta tendencia a que los mercados alcistas se encuentren asociados con las rodillas al descubierto, y a que los mercados deprimidos estén asociados con mercados a la baja para los mirones de chicas, como muestra el gráfico 12.

GRÁFICO 12
FI INDICADOR DE LA ALTURA DE LA FALDA IND OF DOW JONES MÁXIMOS Y MÍNIMOS RIMEN SUS FIGURAS



Por ejemplo, a finales del siglo XIX y primeros años del siglo XX, el mercado de valores era bastante insulso, lo mismo que los bajos de las faldas. Pero a continuación empezaron a elevarse los bajos y llegó el mercado alcista

de los años 20, seguido de faldas largas y la caída económica de los 30. (En realidad el gráfico engaña un poco: los bajos de las faldas se alargaron en 1927, antes de la fase más dinámica del mercado alcista.)

Por desgracia, las cosas no funcionaron tan bien en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial. El mercado cayó profundamente en el verano de 1946, con bastante antelación a la introducción de la nueva «imagen» de largos de falda más bajos en 1947. De forma similar, la fuerte caída bursátil que comenzó a finales de 1968 precedió a la implantación de la falda midi, que estuvo muy de moda en 1969 y en particular en 1970.

¿Funcionó la teoría en el hundimiento de 1987? Observando el gráfico, podríamos pensar que el indicador del bajo de las faldas falló. En la primavera de 1987, cuando los diseñadores estaban empezando a enviar las líneas del otoño, el decreto de la moda para la época era faldas muy cortas. Pero hacia principios de octubre, cuando empezaron a aparecer los primeros aires fríos por el país, algo extraño sucedió: la mayoría de las mujeres decidieron que las minifaldas no eran para ellas. En la medida en que las mujeres volvieron a las faldas largas, los diseñadores siguieron la tendencia. El resto es historia del mercado de valores.

¿Y cómo se explica el mercado bajista de principios de 2000? Lo ha adivinado, los pantalones se pusieron otra vez de moda con el cambio de siglo y las empresarias y políticas más importantes siempre aparecían con traje pantalón. Ahora sabemos quién es el auténtico culpable del mercado bajista de esa época.

Aunque parezca que existen pruebas a favor de esta teoría, no sea demasiado optimista sobre el uso del indicador de la altura de la falda para ayudarle a escoger el momento oportuno en el mercado. Las mujeres ya no son

esclavas del largo de falda. Como señalaba *Vogue* en 2002: puede vestirse como un hombre o una mujer y todos los largos de falda son adecuados. Me temo que esta teoría del mercado de valores ha llegado todo lo lejos que podía.

*El indicador de la Super Bowl*¹⁵

¿Por qué subió el mercado en 2009? Es fácil de responder para un analista técnico que utilice el indicador de la Super Bowl. Éste predice la evolución del mercado en función del equipo que gana la Super Bowl. La victoria de un equipo fundador de la National Football League como los Pittsburgh Steelers en 2009 predice un mercado alcista, mientras que la victoria de un equipo fundador de la American Football League supone malas noticias para los inversores. En 2002 los Patriots (un equipo de la AFL) derrotaron a los Rams (NFL) y el mercado respondió correctamente cayendo repentinamente. Aunque el indicador falla a veces, ha acertado más veces de las que se ha equivocado. Por supuesto, no tiene sentido. Los resultados de la Super Bowl no ilustran nada más que el hecho de que a veces es posible encontrar correlaciones entre dos acontecimientos sin ninguna relación. Efectivamente, Mark Hulbert cuenta que el investigador del mercado David Leinweber descubrió que el indicador con la correlación más próxima al índice S&P 500 era el volumen de producción de mantequilla en Bangladesh.

La teoría de las órdenes pequeñas

Esta teoría mantiene que, excepto el hombre que tiene siempre razón, nadie puede contribuir más a una buena estrategia de inversión que el hombre del que se sabe que se equivoca siempre de forma invariable. La persona que

da órdenes pequeñas («odd-lotter»), según la superstición popular, es precisamente ese tipo de persona. Por tanto, el éxito está asegurado comprando cuando vende la persona de órdenes pequeñas y vendiendo cuando éste compra.

Los compradores de órdenes pequeñas son personas que negocian títulos en paquetes de menos de 100 acciones (llamada unidad de contratación o lote)¹⁶. La mayoría de los aficionados del mercado de valores no se pueden permitir inversiones de 5.000 dólares para comprar un lote (100 acciones) de un título que se venda a 50 dólares la acción. Es más probable que compren 10 acciones en una inversión más modesta de 500 dólares.

Examinando la proporción de compras de picos (el número de acciones que los aficionados compraron en un determinado día) con el número de ventas de picos (el número de acciones que vendieron estos aficionados) y observando los títulos en particular que compran y venden las personas que cursan estas órdenes pequeñas, se supone que se puede ganar dinero. Estos aficionados sin información, que se piensa actúan únicamente movidos por reacciones emocionales y no con perspicacia profesional, son como corderos a los que se conduce al matadero. Están siempre equivocados, según la leyenda.

Resulta que el que cursa órdenes pequeñas no es tan estúpido después de todo. ¿Un poco tonto? Quizá. Existe alguna evidencia de que la rentabilidad obtenida por los que cursan órdenes pequeñas es ligeramente inferior a la de los índices bursátiles. Sin embargo, las pruebas disponibles (que hay que admitir que no llegan a la cantidad acumulada para probar muchas de las otras estrategias técnicas) indican que el conocimiento de sus acciones no es útil para formular ninguna estrategia de inversión.

Los perros del Dow

Esta interesante estrategia se aprovechó de un estilo generalizado de inversión contradictoria de acuerdo con la idea de que las acciones que no están de moda al final cambian de dirección. La estrategia suponía la compra cada año de los diez títulos del índice Dow Jones de 30 valores industriales que tuvieran la mayor rentabilidad del dividendo. La idea era que estos diez títulos eran los que nadie quería, así que tenían bajos múltiplos precio-beneficio y también bajo ratio precio-valor contable. La teoría se atribuye a un gestor de capitales llamado Michael O'Higgins, que hizo publicidad de esta técnica en su libro *Beating the Dow*. James O'Shaughnessy comprobó la teoría hasta los años 20 y vio que los «perros del Dow» habían vencido al índice general en más de 2 puntos porcentuales por año, y añadió que la estrategia no había supuesto ningún riesgo adicional.

El contingente canino de analistas de Wall Street aguzó las orejas y aportó al mercado un gran número de fondos de inversión basados en ese principio. A mediados de los 90, más de 20.000 millones de dólares de fondos de inversión estaban colocados en fondos «perros del Dow» vendidos por sociedades tan prestigiosas como Morgan Stanley, Dean Witter y Merrill Lynch. Y entonces, como se esperaba, cuando muchos inversores empezaban a participar en el juego, el éxito mordió a los perros. Los perros del Dow tuvieron peores resultados que el mercado durante la última mitad de los años 90. En opinión de la estrella «canina» Michael O'Higgins: «La estrategia se hizo demasiado popular» y finalmente autodestructiva. Los perros del Dow ya no cazan.

El efecto enero

Algunos investigadores han descubierto que enero ha sido un mes muy poco usual para los rendimientos de las acciones. Los rendimientos de las acciones han mostrado una tendencia a ser más elevados durante las dos primeras semanas de enero. El efecto parece ser particularmente fuerte en las empresas pequeñas. Incluso después de hacer los ajustes por el riesgo, las compañías pequeñas parecen ofrecer a los inversores unos rendimientos anormalmente generosos, cuya parte extraordinaria se ha producido en buena medida en los primeros días del año. Varios mercados de valores extranjeros han documentado también este efecto. Esto llevó a que en los años 80 se publicara un libro con el provocativo título de *The Incredible January Effect* (*El increíble efecto enero*). Los inversores y sobre todo los intermediarios, con sus fantasías sobre elevadas comisiones, diseñaron estrategias para obtener beneficios siguiendo esta «anomalía» considerada tan fiable.

Una explicación posible para el «efecto enero» es que hay efectos fiscales. Es posible que algunos inversores vendan a final de año para generar minusvalías a corto plazo con el propósito de incluirlas en la declaración de la renta. Si esta presión de venta devalúa los precios de las acciones, la recuperación en la primera semana de enero podría crear unos rendimientos anormales en ese periodo. Aunque este efecto es aplicable a todas las acciones, sería mayor en las empresas pequeñas porque sus acciones son más volátiles y es menos probable que se encuentren en las carteras de los inversores institucionales. Sin embargo, las comisiones de las transacciones de las acciones de empresas pequeñas son sustancialmente más elevadas que las de las empresas más grandes (debido a las mayores diferencias entre tipo comprador y vendedor), y parece que no existe forma de que un inversor normal que pague comisiones pueda explotar esta anomalía. Además, el efecto

no es fiable cada año. En otras palabras, cuesta demasiado recoger la «calderilla» de enero, y algunos años resulta ser un espejismo.

Unos cuantos sistemas más

Seguir con la revisión de los esquemas técnicos pronto produciría rendimientos decrecientes. Probablemente pocas personas creen seriamente que la teoría de las manchas solares de los movimientos del mercado de valores pueden producirles dinero. Pero ¿cree usted que siguiendo el ratio de los títulos que suben en relación con los que bajan en la bolsa de Nueva York puede encontrar un indicador fiable de las cimas del mercado de valores general? Un cuidadoso estudio de ordenador dice que no. ¿Cree usted que el incremento del interés al descubierto (el número de acciones que se vendieron al descubierto de un título) es una señal alcista (puesto que con el tiempo la persona que vendió al descubierto volverá a comprar para recuperar su posición)? Exámenes exhaustivos indican que no existe relación ni con el mercado de valores en su conjunto ni con emisiones individuales. ¿Cree que un sistema de promedio de movimientos (por ejemplo, comprar un título que sube por encima del precio medio de los últimos doscientos días y vender si desciende por debajo del promedio) puede llevarle a obtener beneficios extraordinarios en la bolsa? ¡No, si para ello tiene que pagar comisiones de compra y venta! ¿Cree usted que debería «vender en mayo y marcharse» hasta octubre? En realidad, el mercado suele subir entre mayo y octubre.

Los gurús técnicos del mercado bursátil

Los técnicos quizás no hagan predicciones muy exactas, pero añaden una nota de color. En los años 80, por ejemplo, el gurú más influyente del mercado fue Robert Prechter, quien se interesó por el paralelismo entre la psicología social y el mercado de valores cuando era estudiante en la Universidad de Yale. Después de la universidad, Prechter pasó cuatro años tocando la batería en un conjunto rock, y después entró en Merrill Lynch de analista técnico junior. Allí se tropezó con el trabajo de un contable desconocido, R. N. Elliott, que había desarrollado una teoría misteriosa titulada modestamente «la teoría ondular de Elliott». La premisa de Elliott era que existían olas previsibles en la psicología del inversor que gobernaban el mercado con un flujo y reflujo naturales. Observándolas, Elliott consideraba que se podían predecir los cambios principales en el mercado. Prechter se entusiasmó tanto con este descubrimiento que abandonó Merrill Lynch en 1979 para escribir un boletín de noticias del inversor desde la remota localidad de Gainesville (Georgia).

Las predicciones iniciales de Prechter fueron sorprendentemente exactas. A principios de los años 80 predijo un gran mercado alcista y expectativas de que el Dow subiría hasta el nivel de 3.600. Prechter fue el héroe del día al mantener a sus seguidores con todas sus inversiones bursátiles hasta la «parada provisional» prevista en 2.700.

Tras octubre de 1987 su prestigio quedó empañado. Hay que decir a su favor que afirmó la existencia de «un riesgo del 50 por ciento de un descenso del 10 por ciento» del mercado el 5 de octubre de 1987. Pero aconsejó a los inversores institucionales mantenerse para lograr la meta última del 3.686 en el Dow. Después de la crisis, con el Dow Jones cercano a 2.000, se volvió bajista para el largo plazo y recomendó mantener obligaciones del Tesoro.

Predijo que el «gran mercado alcista probablemente se había terminado» y que el índice Dow Jones se sumergiría por debajo del nivel de 400 a comienzos de los años 90. Prechter se perdió el mercado alcista de los 90. Fue una herida mortal para un gurú de oro. Prechter siguió siendo bajista y consiguió ganancias durante el desplome de principios de 2000. Esto sólo demuestra que si alguien predice todo el tiempo la caída (o subida) del mercado, en algún momento acertará.

A Prechter le sucedió Elaine Garzarelli, que ocupaba una de las vicepresidencias ejecutivas de la firma de inversión Lehman Brothers. Garzarelli no era mujer de un único indicador. Se sumergía en el océano de datos financieros y utilizaba no menos de trece indicadores distintos para predecir el curso del mercado. A Garzarelli siempre le gustó estudiar detalles vitales. Cuando era niña conseguía órganos de animales de la carnicería local y los diseccionaba.

Garzarelli fue la Roger Babson de la crisis de 1987. Se volvió bajista en agosto, y el 1 de septiembre recomendó a sus clientes que se saliesen por completo de la bolsa. Para el 11 de octubre estaba completamente segura de que la crisis era inminente. Dos días más tarde, en una predicción casi aterradoraamente precisa, declaró a *USA Today* que se aproximaba una caída de más de 500 puntos del índice Dow Jones. En una semana sus predicciones se hicieron realidad.

Pero la crisis fue el último hurra de Garzarelli. Justo cuando los medios de comunicación la estaban elevando a los altares como «gurú del lunes negro», y aparecían artículos aduladores en las revistas desde *Cosmopolitan* hasta *Fortune*, se ahogó en su suficiencia, o en su notoriedad. Después de la crisis dijo que no se debía entrar en bolsa y predijo que el índice Dow caería de 200 a 400

puntos. Así que se perdió la recuperación del mercado y además quienes pusieron dinero en sus manos se vieron tristemente desilusionados. Para justificar su falta de consistencia, dio la explicación venerada por todos los técnicos: «No creí en mis propios gráficos».

Quizá los gurús más pintorescos de mediados de los 90 fueron las Beardstown Ladies, unas sencillas abuelas (media de edad de 70 años). Los publicistas las denominaron «las mejores cabezas inversoras de nuestra generación». Estas famosas abuelitas cocinaron beneficios y noticias, vendieron más de un millón de libros y aparecieron frecuentemente en programas de difusión nacional y en revistas. Mezclaban las explicaciones de su éxito como inversoras (las virtudes «fundamentales» del trabajo duro y la práctica religiosa) con deliciosas recetas de cocina (como las madalenas con subida garantizada). En el libro que fue éxito de ventas en 1995, *The Beardstown Ladies Common-Sense Investment Guide*, proclamaban que la rentabilidad de sus inversiones era del 23,9 por ciento anual sobre la década anterior, eclipsando, con diferencia, la rentabilidad anual del 14,9 por ciento del índice S&P 500. Qué historia más bonita: unas abuelas del Medio Oeste que con el sentido común podían derrotar a los profesionales de Wall Street e incluso avergonzar a los fondos sobre índices.

Desgraciadamente, se descubrió que las damas también cocinaban los libros. Aparentemente, el grupo Beardstown contaba los préstamos para inversión como beneficios de bolsa. Price Waterhouse hizo una auditoría y calcularon que la rentabilidad real sobre la inversión de las señoras en una década fue del 9,1 por ciento anual —casi 6 puntos por debajo del mercado. Adiós al hacerse rico adorando ídolos de la inversión.

La moraleja de la historia está clara. Con un gran número de personas haciendo predicciones sobre el mercado, siempre habrá alguna que anuncie el último cambio o incluso alguno más, pero nadie es preciso de forma consistente. Parafraseando la advertencia bíblica: «Aquel que vuelve la vista a las predicciones de los gurús del mercado muere de remordimiento».

¿Por qué se sigue contratando a los técnicos?

Parece claro que bajo el escrutinio científico la lectura de gráficos debe compartir pedestal con la alquimia. Ha habido una uniformidad considerable en las conclusiones de todos los estudios llevados a cabo en todas las variantes de análisis técnico. Ninguna ha superado de forma consistente el placebo de la estrategia de comprar y mantener. Los métodos técnicos no se pueden usar para elaborar estrategias útiles de inversión. Ésta es la conclusión fundamental de la teoría del paseo aleatorio.

Un antiguo colega mío, que consideraba que el sistema capitalista se aseguraría de extirpar los brotes inútiles como el de los florecientes analistas técnicos, estaba convencido de que el culto técnico era simplemente una moda pasajera. «Están contados los días de estos adivinos modernos en Wall Street —decía—. Las sociedades de bolsa aprenderán pronto que pueden prescindir fácilmente de los servicios de los analistas técnicos.»

La permanencia de los chartistas y el hecho de que a través de los años se les ha venido contratando en número creciente sugieren que es posible que el sistema capitalista realice la labor de jardinería como todos nosotros. Nos gusta ver crecer nuestras mejores plantas, pero a medida que el verano va pasando, de alguna manera las malas hierbas se adueñan de lo mejor.

El asunto es que a veces los técnicos desempeñan un papel importante en el florecimiento de las sociedades de bolsa. Los chartistas recomiendan la realización de operaciones, y casi todos los sistemas técnicos suponen en alguna medida operaciones de compra y venta. Las operaciones generan comisiones, y las comisiones son la savia vital del negocio de las sociedades de bolsa. Los analistas técnicos no ayudan a conseguir yates para los clientes, pero ayudan a generar operaciones que proporcionan yates a los intermediarios.

Evaluación del contraataque

Como usted puede imaginarse, la descalificación que la teoría del paseo aleatorio hace del chartismo no es nada popular entre los analistas técnicos. Los defensores académicos de la teoría son recibidos en algunas partes de Wall Street con el mismo entusiasmo que Bernie Madoff dirigiéndose a una reunión del Better Business Bureau desde su celda. Los analistas técnicos consideran que la teoría y sus implicaciones son, en palabras de uno de los profesionales veteranos, «simplemente boberías académicas». Detengámonos, por tanto, y evaluemos el contraataque de los analistas técnicos sitiados.

Quizá la queja más habitual contra la debilidad de la teoría del paseo aleatorio procede de la falta de confianza en las matemáticas y de la concepción errónea de lo que significa la teoría. «El mercado no es aleatorio —continúa la queja—, y ningún matemático me va a convencer.» Hasta un comentarista tan astuto sobre Wall Street como «Adam Smith» muestra esta concepción errónea al escribir:

Sospecho que aunque los partidarios del paseo aleatorio anunciasen una prueba matemática perfecta de la aleatoriedad, seguiría creyendo que el valor

actual influye en los beneficios futuros a largo plazo y que a corto plazo el factor dominante es el carácter de la multitud.

Por supuesto, los beneficios y los dividendos influyen en los precios del mercado, lo mismo que el humor de la multitud. Examinamos unas amplias pruebas de ello en capítulos anteriores de este libro. Pero incluso si los mercados estuviesen dominados temporalmente por el comportamiento irracional de la gente, el paseo aleatorio podría aproximarse al comportamiento de la bolsa. El ejemplo original que ilustra la teoría del paseo aleatorio se refiere a un borracho que va haciendo eses por un campo. No es racional, pero tampoco se puede pronosticar.

Es más, la información fundamental nueva sobre una compañía (una gran huelga de mineros, la muerte del presidente, etc.) tampoco se puede pronosticar. Sucederá de forma aleatoria en el tiempo. De hecho, la sucesión de noticias debe ser aleatoria. Si una de las noticias no fuese aleatoria, si dependiese de una noticia anterior, entonces no sería una noticia. La forma débil de la teoría del paseo aleatorio sólo dice que los precios de las acciones no se pueden predecir en función de los precios de las acciones en el pasado.

El analista técnico también pondrá como ejemplo que el mundo académico no ha examinado todos los esquemas técnicos que se han desarrollado. No existe economista ni matemático, por muy versado que sea, que pueda probar de forma concluyente que los métodos técnicos no pueden funcionar nunca. Todo lo que se puede decir es que la poca información contenida en los esquemas de precio del mercado de valores no ha mostrado ser suficiente para superar las comisiones de corretaje que se derivan de actuar según dicha información.

Cada año gran número de personas ansiosas visitan las salas de juegos de Las Vegas y Atlantic City y examinan los

últimos cientos de números de la rueda de la ruleta en busca de algún esquema que se repita. Generalmente encuentran alguno. Y permanecen allí hasta que lo pierden todo porque no comprueban el esquema¹⁷. Lo mismo es cierto para los técnicos.

Si se examinan las cotizaciones de las acciones en el pasado en un determinado periodo, casi siempre se puede encontrar algún sistema que hubiese funcionado en él. Si se prueban diferentes criterios para seleccionar títulos, con el tiempo se encontrará uno que seleccione los mejores de ese periodo.

El problema real es, por supuesto, si el esquema funciona en un periodo distinto. Lo que la mayoría de los defensores del análisis técnico no hacen generalmente es comprobar los esquemas con los datos del mercado provenientes de otros periodos distintos de los datos del periodo en que se desarrolló el esquema.

Incluso si el técnico sigue mi consejo, comprueba el esquema en distintos periodos y resulta un predictor fiable de los precios del mercado, sigo pensando que el análisis técnico en última instancia no tiene ningún valor. Por continuar la discusión, supongamos que el técnico ha descubierto que existe una tendencia de final de año fiable de acumulación de órdenes de compra, es decir, que cada año los precios del título suben entre Navidad y Año Nuevo. El problema es que una vez que los participantes en el mercado conocen dicha regularidad, la gente actuará de forma que evite que vuelva a suceder en el futuro¹⁸.

Cualquier esquema técnico de éxito en última instancia debe resultar autofrustrante. En el momento en que me dé cuenta de que los precios subirán después de Año Nuevo, empezaré a comprar antes de que se aproxime Navidad. Si la gente sabe que un título subirá mañana, podemos estar seguros de que subirá hoy. Cualquier regularidad que se

pueda descubrir en el mercado y actúe directamente sobre la capacidad de aumentar los beneficios está condenada a destruirse a sí misma. Ésta es la razón fundamental por la que estoy convencido de que nadie puede tener éxito con los métodos técnicos para conseguir unos beneficios por encima de la media en la bolsa.

Implicaciones para el inversor

La historia pasada de los precios de un título no se puede usar para pronosticar el futuro de ninguna forma significativa. Las estrategias técnicas generalmente son divertidas, a veces son alentadoras, pero no tienen un valor real. Ésta es la forma débil de la teoría del paseo aleatorio. Las teorías técnicas sólo enriquecen a la gente que prepara y vende el servicio de análisis técnico o a las sociedades de bolsa que contratan a los analistas técnicos con la esperanza de que sus análisis ayuden a que los inversores realicen más operaciones de compra y venta y generen de esa forma comisiones para la sociedad.

Utilizar el análisis técnico para escoger los momentos oportunos del mercado es especialmente peligroso. Puesto que existe una tendencia al alza a largo plazo en el mercado de valores, puede ser muy arriesgado contar con efectivo. Un inversor que con frecuencia reporta una posición de mucho efectivo para evitar periodos de mercado descendente es muy probable que esté fuera del mercado durante algunos periodos en los que se recupere bien. El profesor H. Negat Seybun de la Universidad de Michigan comprobó que el 95 por ciento de los beneficios importantes del mercado durante un periodo de 30 años se obtuvieron en 90 de los aproximadamente 7.500 días de ejercicio. Para un inversor que se perdiera esos 90 días, algo más de un 1 por ciento del total, se habría evaporado

la generosa rentabilidad a largo plazo de la bolsa. Laszlo Birinyi estudió un periodo más largo en su libro *Master Trader* y calculó que un inversor que hubiera comprado acciones para mantenerlas a principios del año 2013 habría conseguido 290 dólares con el dólar invertido en el índice Dow Jones Industrial en 1900. Si ese inversor hubiera perdido cinco días cada año, el dólar invertido habría valido menos de un céntimo en 2013. La cuestión es que quien intenta escoger el momento oportuno del mercado se arriesga a perder las infrecuentes carreras de gran velocidad que son las que más contribuyen a unos buenos resultados.

Las implicaciones de este análisis son sencillas. Si los precios del pasado no contienen información útil para pronosticar los precios en el futuro, no tiene sentido seguir ninguna regla técnica para escoger la oportunidad de compra y venta de valores. Una sencilla política de comprar y mantener será como mínimo tan buena como cualquier procedimiento técnico. Además, comprar y vender, en la medida en que proporcione beneficios, tiende a producir unas plusvalías que están gravadas con impuestos¹⁹. Si sigue cualquier estrategia técnica, es más probable que realice la mayoría de las plusvalías y pague más impuestos (además de pagarlos antes) de lo que lo haría con una estrategia de comprar y mantener. Por tanto, comprar y mantener una cartera de valores que se ajuste a sus objetivos le permitirá ahorrar gastos de inversión, comisiones de corretaje e impuestos.

¹⁵ La Super Bowl es la final anual del campeonato de fútbol americano, en la que se enfrentan el club campeón de la liga de la National Football League (NFL) y el club campeón de la liga de la American Football League (AFL), y es el evento deportivo que más expectación despierta en Estados Unidos. Se disputa en los primeros meses del año. El equivalente español sería una final de

la Champions League disputada por un club español, o la final del mundial de fútbol disputada por la selección nacional. [N. del R.]

16 En la bolsa de Nueva York, los lotes están formados por 100 acciones. Los intermediarios bursátiles cargan comisiones extra por las órdenes inferiores al lote. Los especialistas de la bolsa se encargan de casar los picos («odd-lots») con los lotes («round lots»). En el mercado español el tamaño del lote está determinado por el nivel en euros de la cotización (hasta 6 euros, 100 acciones; de 6 a 30 euros, 50 acciones; y por encima de 30 euros, 25 acciones). Las órdenes menores van al mercado de picos. [N. del R.]

17 Edward O. Thorp encontró de hecho un método para ganar al blackjack. Thorp lo describió en detalle en *Beat the Dealer*. Desde entonces, los casinos pasaron a utilizar varias barajas para ponérselo más difícil a los que contaban las cartas y, como último recurso, prohibieron la presencia de los contadores de cartas en las mesas de juego.

18 Si dicha regularidad fuese conocida sólo por un individuo, sencillamente se dedicaría a poner en práctica la técnica hasta que se llevase toda la tajada que pudiera. Seguramente no tendría ningún incentivo para compartir un esquema realmente útil poniéndolo al alcance de otros.

19 El autor se refiere a la legislación estadounidense. En la legislación fiscal española, hasta 1991 las plusvalías estaban sujetas en su totalidad al IRPF (gravándose una parte al tipo medio y otra al tipo marginal, según el tiempo que se hubieran detentado las acciones) con la salvedad de la aplicación de un coeficiente corrector para tomar en cuenta una parte de los efectos de la inflación. A partir de 1992, las plusvalías inferiores a 3.000 euros están exentas, y en lugar del coeficiente corrector por inflación hay unos coeficientes reductores previstos, que son función del número de años que media entre la adquisición y la enajenación. [N. del R.]

Capítulo 7

¿En qué medida es válido el análisis fundamental?

«¿Cómo puedo haber estado tan equivocado como para haber confiado en los expertos?»

John F. Kennedy
(después del desastre de bahía de Cochinos)

Al principio era estadístico. Llevaba una camisa blanca almidonada y un traje azul raído. Se ponía en silencio su visera verde, se sentaba a su mesa de oficina y anotaba meticulosamente la información histórica financiera sobre las empresas que él seguía. Resultado: un lumbago de oficinista. Pero entonces comenzó la metamorfosis. Se compró elegantes camisas azules y buenos trajes de franela gris, se quitó la visera y comenzó a hacer salidas para visitar las empresas que anteriormente había conocido sólo como coleccionista de estadísticas financieras. Ahora se llamaba analista financiero.

A medida que pasó el tiempo su salario y complementos llamaron la atención de las cohortes femeninas y ellas también se pusieron traje. Y cualquiera que fuese alguien volaba en primera clase y hablaba de dinero, dinero y dinero. La nueva generación marcaba tendencia y los trajes estaban «out», mientras que los zapatos de Gucci y los pantalones de Armani estaban «in». Eran tan increíblemente geniales y eruditos que los gestores de cartera confiaban en sus recomendaciones y las empresas de Wall Street los contrataban cada vez más para cuidar a los clientes de la banca de negocios. Eran estrellas de la

investigación de valores. Aunque algunos murmuraran cruelmente que eran las putas de la banca de negocios.

Los puntos de vista de Wall Street y del mundo universitario

No importa el título —despectivo o no— que tengan estos individuos tan bien pagados, la inmensa mayoría son partidarios de los fundamentales. Por ello la mayoría de los profesionales no considerarían sorprendentes los resultados de los estudios que arrojan dudas sobre la eficacia del análisis técnico. En el fondo, los profesionales de Wall Street son defensores del análisis fundamental. La cuestión realmente importante es si el análisis fundamental es válido.

Se han adoptado dos puntos de vista opuestos sobre la eficacia del análisis fundamental. El punto de vista de muchos en Wall Street es que el análisis fundamental se está haciendo más poderoso y preciso con el tiempo. El inversor individual no tiene ninguna oportunidad frente a los gestores de carteras de valores profesionales y frente a un equipo de analistas partidarios de los fundamentales.

Una gran parte de la comunidad académica ha adoptado el punto de vista opuesto. Algunos profesores universitarios han llegado a sugerir que un primate con los ojos vendados que arroje los dardos a las cotizaciones de la bolsa puede seleccionar las acciones con tanto éxito como cualquier gestor profesional de carteras de valores. Aseguran que los gestores de fondos y los analistas financieros no lo hacen mejor que un completo aficionado a la hora de seleccionar títulos.

Mi propio punto de vista sobre esta cuestión es algo menos extremo. En cualquier caso, la comprensión del gran volumen de investigación realizado sobre esta cuestión es

esencial para cualquier inversor inteligente. Este capítulo relata la batalla principal de una guerra prolongada que se está librando entre los profesores universitarios y los profesionales del mercado y la importancia que tiene para su cartera.

¿Son fundamentalmente clarividentes los analistas financieros?

La razón de ser del analista de inversión es pronosticar los beneficios futuros. Como dijo *Institutional Investor*: «Lo que importa son los beneficios».

Para pronosticar la dirección futura, el analista suele comenzar observando los movimientos en el pasado. «Una historia demostrada de crecimiento de los beneficios en el pasado es —me dijo un analista— uno de los indicadores más fiables del crecimiento futuro de los beneficios.» Si la directiva de la empresa es realmente eficiente, no existe razón para creer que perderá su toque de Midas en el futuro. Si permanece en el timón el mismo equipo de gestión eficiente, el curso del crecimiento de los beneficios en el futuro debería seguir como lo hizo en el pasado, o por lo menos eso es lo que dice la teoría. Aunque suena sospechosamente como un argumento de los analistas técnicos, los partidarios del análisis fundamental presumen de que está basado en resultados específicos y demostrados de las empresas.

Esta idea se gana un suspenso en el mundo de los profesores universitarios. Los cálculos del crecimiento de beneficios en el pasado no ayudan a pronosticar el crecimiento futuro. Si usted hubiese conocido las tasas de crecimiento de todas las compañías durante, digamos, el periodo 1980-1990, no le hubiese sido de ninguna ayuda para pronosticar el crecimiento que habrían alcanzado en

el periodo de 1990 a 2000. Y el conocer las compañías de crecimiento más rápido de los años 90 no ayuda al analista a saber cuáles serán las compañías de crecimiento más rápido de comienzos del siglo XXI. Los que informaron primero de este resultado asombroso fueron los investigadores británicos para empresas del Reino Unido en un artículo deliciosamente titulado «Higgledy Piggledy Growth». Sabios profesores de Princeton y Harvard aplicaron el estudio británico a las empresas de los Estados Unidos, y, sorpresa!, se descubrió que lo mismo sucedía en ese país.

«IBM», se alzaron enseguida las voces. «Recordad IBM.» Yo me acuerdo de IBM: un crecimiento elevado y estable durante varias décadas. En una época fue una excepción deslumbrante. Pero a partir de mediados de los 80 hasta la poderosa IBM dejó de seguir su esquema de crecimiento fiable. También recuerdo Polaroid, Kodak, Nortel Networks, Xerox y montones de empresas que mostraban tasas de crecimiento altas y consistentes hasta que se derrumbó el techo. Espero que recuerde usted no la excepción, sino la regla: mucha gente en Wall Street no se resigna a aceptar que no se ha descubierto ningún esquema fiable a partir del historial pasado que ayude al analista a predecir el crecimiento futuro. Incluso durante el boom de los años 90, sólo una de cada ocho grandes empresas consiguió un crecimiento anual coherente. Y ni siquiera una siguió creciendo durante los primeros años del nuevo milenio. Los analistas no pueden pronosticar un crecimiento coherente a largo plazo porque no existe.

Un buen analista argumentará, sin embargo, que en la predicción hay más que el simple examen del historial pasado. Algunos llegarán a admitir que el historial no es una medida perfecta. En lugar de considerar cada factor que está incluido en el proceso de la predicción, John

Cragg y yo decidimos centrarnos en el resultado final: la predicción en sí.

Protegidos por nuestra aureola de distanciamiento académico, escribimos a diecinueve de las principales empresas de Wall Street dedicadas al análisis fundamental. Solicitamos sus predicciones de beneficios para períodos de uno y de cinco años de una amplia muestra de empresas del S&P 500. Estas estimaciones, realizadas en varios momentos distintos, se compararon después con los resultados reales para comprobar qué tal predecían los analistas los cambios de los beneficios a corto y a largo plazo. Los resultados fueron sorprendentes.

Dicho de forma contundente, las cuidadosas estimaciones de los analistas de inversión (basadas en estudios del sector, visitas a las plantas, etc.) son muy poco mejores que las que se obtendrían de la simple extrapolación de las tendencias en el pasado, que, como ya hemos visto, no son de ninguna ayuda. De hecho, cuando se comparan con las tasas de crecimiento de los beneficios producidas en la realidad, las estimaciones a cinco años de los analistas financieros resultan ser peores que las previsiones realizadas por varios modelos de predicción ingenuos.

Nuestro método para determinar la eficacia del diagnóstico sobre las compañías realizado por el analista de inversiones es exactamente el mismo que se usó antes para evaluar la medicina de los técnicos. Comparamos los resultados obtenidos según los expertos con los resultados de algún mecanismo ingenuo que no requería para nada a un experto. A veces estos predictores ingenuos funcionan muy bien. Por ejemplo, si quiere pronosticar el tiempo para mañana, tendrá resultados bastante buenos si predice que será exactamente igual que hoy. Resulta que aunque con este sistema se fallan todos los cambios de tiempo, es

bastante fiable para la mayoría de los días. ¿Cuántos meteorólogos piensa usted que lo hacen mejor?

Cuando se les presentan los pobres resultados de sus estimaciones de crecimiento a cinco años, los analistas financieros reconocen honestamente, aunque de forma tímida, que cinco años es demasiado tiempo para hacer unas proyecciones fiables. Aseguran que aunque las proyecciones a largo plazo son sin duda importantes, en realidad se les debería juzgar según su capacidad de proyectar cambios de los beneficios a un año vista. Lo crea o no, resultó que las predicciones a un año fueron incluso peores que las proyecciones a cinco años.

Los analistas se revolvieron resueltamente. Se quejaron de que no es justo juzgar su actuación en una amplia gama de sectores, puesto que los beneficios de las empresas de electrónica y otras compañías «cíclicas» son francamente difíciles de pronosticar. «Pruébenos con los servicios públicos», afirmó un analista con gran confianza en sí mismo. En ese momento se consideraban uno de los grupos de empresas más estables debido a la regulación gubernamental. Así lo hicimos, y no le gustaron los resultados. Incluso las predicciones para un sector tan estable como el de los servicios públicos quedaron lejos de la realidad. Lo que condujo al segundo hallazgo principal de nuestro estudio: no existe un sector fácil de pronosticar.

Más aún, ningún analista demostró ser superior de forma consistente al resto. Por supuesto, cada año algunos analistas lo hicieron mucho mejor que la media, pero no había consistencia en su esquema de actuación. Los analistas que lo hicieron por encima de la media un año no tenían mayor probabilidad que los demás para realizar predicciones superiores el año siguiente.

Estos descubrimientos han sido confirmados por otros investigadores. Por ejemplo, Michael Sandretto, de

Harvard, y Sudhir Milkrishnamurthi, del MIT, realizaron un estudio exhaustivo de las predicciones a un año de las 1.000 empresas más seguidas. La asombrosa conclusión del estudio fue que la media de error anual de los analistas era del 31,3 por ciento durante el periodo de cinco años. La predicción financiera parece ser una ciencia que hace parecer respetable la astrología.

En medio de todas estas acusaciones hay un mensaje tremadamente serio: los analistas financieros tienen gran dificultad en realizar su función básica, que es pronosticar las perspectivas de beneficios de las empresas que siguen. Los inversores que depositan una fe ciega en dichas predicciones para realizar la selección de sus inversiones están expuestos a crudos desengaños.

¿Por qué está empañada la bola de cristal?

Siempre resulta algo molesto saber que un grupo de profesionales altamente cualificados y bien remunerados puede que no sean excesivamente diestros en su profesión. Por desgracia, esto no es poco frecuente. Se pueden realizar descubrimientos similares en la mayoría de los grupos de profesionales. Existe, por ejemplo, un caso típico en medicina. En la época en que la amigdalotomía estaba muy de moda, la American Child Health Association (la Asociación Americana para la Salud Infantil) llevó a cabo una investigación en un grupo de 1.000 niños, de once años de edad, de los colegios públicos de la ciudad de Nueva York, y resultó que 611 habían sido operados de amígdalas. Fueron examinados a continuación los 389 restantes por un grupo de médicos, que seleccionaron a 174 para llevar a cabo la amigdalotomía y declararon que el resto no tenían problemas de amígdalas. Los 215 restantes fueron examinados de nuevo por otro grupo de médicos, que

recomendaron a 99 para la amigdalotomía. Cuando se examinó una tercera vez a los 116 niños «sanos», se aconsejó al mismo porcentaje de ellos que debían ser operados de amígdalas. Después de tres exámenes, sólo quedaron 65 niños que no fueron recomendados para la amigdalotomía. Los niños restantes no fueron examinados de nuevo, ya que se agotaron las existencias de médicos.

Numerosos estudios distintos han arrojado resultados similares. Los radiólogos no han diagnosticado la presencia de enfermedades pulmonares en un 30 por ciento de las placas de rayos X, a pesar de que estaba clara la presencia de la enfermedad en las películas de rayos X. Otro experimento demostró que los equipos de profesionales de los hospitales psiquiátricos no podían distinguir los sanos de los enfermos. La cuestión es que no deberíamos dar por segura la fiabilidad y precisión de ningún criterio, por experto que sea. Cuando uno considera la poca fiabilidad de muchos criterios, no parece demasiado sorprendente que los analistas de inversión, con su trabajo particularmente difícil de realizar predicciones, no sean una excepción.

Existen, creo, cinco factores que ayudan a explicar por qué los analistas tienen tanta dificultad en pronosticar el futuro. Éstos son: 1) la influencia de los sucesos aleatorios; 2) la creación de cuentas de resultados dudosas por medio de procedimientos «creativos» de contabilidad; 3) los errores de los propios analistas; 4) la fuga de los mejores analistas hacia departamentos de ventas o hacia la gestión de carteras, y 5) los conflictos de intereses a los que se enfrentan los analistas en empresas con grandes operaciones de banca de inversión. Cada factor requiere algo de debate.

1. La influencia de los sucesos aleatorios

Muchos de los cambios más importantes que afectan a las perspectivas básicas de los beneficios corporativos son esencialmente aleatorios, es decir, impredecibles. Tomemos el sector de los servicios públicos, al que me he referido anteriormente. Se puede suponer que es uno de los grupos de empresas más estables y fiables. Pero, en realidad, muchos factores impredecibles hicieron muy difícil pronosticar los beneficios incluso para este sector. Una serie imprevista de normas desfavorables de las comisiones de servicios públicos estatales imposibilitaron que el rápido crecimiento de la demanda se tradujera en mayores beneficios. Otros acontecimientos impredecibles agravaron el problema. Errores similares se cometieron en los años 70 y principios de este siglo, cuando los analistas no predijeron los costes en alza del combustible como consecuencia del fuerte incremento del precio internacional del petróleo.

Los problemas de los pronósticos han sido aún más difíciles en otros sectores. Como vimos en el capítulo 4, los errores en las previsiones de crecimiento hechas a principios de 2000 para una amplia gama de empresas de alta tecnología y comunicaciones fueron descomunales. Las decisiones presupuestarias, contractuales y regulatorias del gobierno de los Estados Unidos pueden tener enormes implicaciones en la suerte de las empresas individuales. Lo mismo que sucede con la incapacidad de miembros clave de la gestión, el descubrimiento de un gran producto nuevo, una mancha de petróleo, los ataques terroristas, la aparición de nuevos competidores, las guerras de precios y los desastres naturales como las inundaciones y los huracanes, etc. Es muy difícil hacer pronósticos para la industria biotecnológica. A menudo, nuevos medicamentos populares no superan los ensayos clínicos de fase III porque no disminuyen la mortalidad o por sus inesperados

efectos tóxicos. En 2013, Celsion Corporation anunció que los ensayos de un prometedor medicamento para el cáncer de hígado no habían conseguido superar el criterio primario de evaluación. Sus acciones perdieron rápidamente un 90 por ciento de su valor. Son interminables las historias de sucesos impredecibles que afectan a los beneficios.

2. La creación de cuentas de resultados dudosas por medio de procedimientos «creativos» de contabilidad

La cuenta de resultados de una empresa se puede comparar a un bikini: lo que revela es interesante, pero lo que oculta es vital. Enron, una de las empresas más ingeniosamente corruptas con las que me he tropezado, encabeza el concurso de belleza en este sentido. Desgraciadamente, Enron no era una excepción. Durante el gran mercado alcista de finales de los 90, las empresas utilizaron cada vez con más frecuencia ficciones audaces para reflejar las astronómicas ventas y los beneficios necesarios para impulsar los precios de sus títulos hacia arriba.

En el famoso musical *The Producers*, Leo Bloom decide que puede ganar más dinero con un fracaso que con un éxito. Según dice: «Es una cuestión de contabilidad creativa». Max Bialystock, uno de sus clientes, ve las posibilidades inmediatamente. Max despluma a viudas ricas para financiar un musical de Broadway, *Springtime for Hitler*. Esperando un fracaso total, derrocha el dinero y supone que nadie le pedirá cuentas sobre cómo lo ha gastado.

En realidad, Bloom no empieza a rivalizar con los trucos utilizados por las empresas para inflar los beneficios y engañar a los inversores y a los analistas financieros por

igual. En el capítulo 3 describí cómo el imperio de finales de los 80 de limpieza de alfombras de Barry Minkow, ZZZZ Best, se construyó sobre un mosaico de falsas tarjetas de crédito y contratos ficticios. Pero los abusos contables parecen más frecuentes durante los años 90 y principios del siglo xxi. Puntocom en bancarrota, líderes de la alta tecnología e incluso grandes empresas de la vieja economía intentaron inflar los beneficios y confundir a la comunidad inversora.

Éstos son algunos ejemplos de cómo las empresas han estirado las reglas contables como goma de mascar para engañar a los analistas y al público en lo referente a la situación real de sus operaciones.

- En septiembre de 2001, Enron y Qwest tenían que demostrar que tanto los ingresos como los beneficios seguían creciendo rápidamente. Idearon una forma magnífica de que sus balances indicaran que los negocios iban bien. Intercambiaron capacidad de fibra óptica a un valor exagerado de 500 millones de dólares y cada empresa registró la transacción como una venta. Esto infló los beneficios y enmascaró la deteriorada situación de ambas empresas. Qwest ya tenía un exceso de capacidad, y, con una saturación de fibra en el mercado, el valor adjudicado al negocio no tenía justificación.
- Motorola, Lucent y Nortel reactivaron las ventas y los beneficios prestando grandes cantidades a sus clientes. Muchas de estas cuentas fueron incobrables y tuvieron que ser eliminadas posteriormente.
- Xerox aumentó sus beneficios a corto plazo permitiendo a sus filiales de Europa y Latinoamérica, así como de Canadá, registrar como ingreso en una sola vez todo el efectivo que iba a ser cobrado en

varios años por el alquiler a largo plazo de las fotocopiadoras.

- «Chainsaw Al» Dunlap, consejero delegado de Sunbeam, necesitaba un empujón durante el trimestre del invierno para satisfacer la necesidad de Wall Street de beneficios crecientes. Dio con la ingeniosa idea de convencer a los tenderos de comprar barbacoas en pleno invierno. Chainsaw endulzó el negocio diciendo que el tendero no tendría que pagar realmente las barbacoas hasta más adelante y, por tanto, todas las compras quedarían en los almacenes de Sunbeam. Al final se quedó sin trucos y Dunlap voló, dejando una ruina que al final fue a la bancarrota.
- Diamond Foods (fabricante de aperitivos como las palomitas para microondas Pop Secret) declaró unos costes menores retrasando los pagos a proveedores a años posteriores. De esta forma la empresa pudo superar los cálculos de los analistas y conseguir un precio de 90 dólares por acción. Además la alta dirección consiguió sustanciosas bonificaciones. Cuando la Comisión del Mercado de Valores descubrió el fraude, denunció al Director General y al Director Financiero y obligó a Diamond a corregir los beneficios de 2012. El valor de las acciones cayó a 12 dólares.
- Groupon, el servicio de cupones en línea que ofrece promociones en restaurantes, compras al por menor y servicios, tuvo una oferta pública de venta (OPV) en noviembre de 2011 y subió rápidamente casi un 35 por ciento respecto al precio de la oferta. Pero sólo unos meses después la empresa anunció una «debilidad importante» en el control de su contabilidad que había provocado una sobrevaloración de los ingresos y los

beneficios. A mediados de 2014 las acciones habían perdido un 80 por ciento del valor posterior a la OPV.

- Tenemos además el gabinete de pensión. Muchas empresas a finales de los 90 estimaron que sus planes de pensiones tenían demasiados fondos y eliminaron la contribución de la empresa a los planes, aumentando los beneficios. A menudo estas ganancias se escondían en notas al pie. Cuando el mercado sufrió una repentina bajada a principios de 2000, las empresas descubrieron que sus planes no tenían suficientes fondos y que lo que los inversores suponían beneficios continuos resultaron ser transitorios.

El problema principal que tiene el analista a la hora de interpretar los beneficios actuales y para proyectar los futuros es la tendencia de las empresas a apuntar los denominados beneficios proforma en lugar de los beneficios reales contabilizados de acuerdo con los principios contables generalmente aceptados. En los beneficios proforma, las empresas deciden hacer caso omiso de ciertos costes que se consideran poco habituales; de hecho, no hay reglas ni principios. Los beneficios proforma se denominan a menudo «beneficios antes de todo lo malo» y otorgan a las empresas licencia para excluir cualquier gasto que consideren «especial», «extraordinario» y «no repetitivo». Dependiendo de los gastos que se decida ignorar, las empresas pueden contabilizar un importante aumento de los ingresos. No es de extrañar que los analistas financieros tengan tantas dificultades a la hora de calcular los futuros beneficios.

3. Los errores de los propios analistas

Para decirlo todo con sinceridad, muchos analistas financieros no son particularmente perceptivos ni críticos y a menudo cometan errores mayúsculos. Me di cuenta de ello muy pronto, cuando era un joven empleado de Wall Street en periodo de prueba. Tratando de aprender las técnicas de los profesionales avezados, intenté reproducir el trabajo analítico realizado por un especialista en metales llamado Louie. Éste había llegado a la conclusión de que por cada centavo de aumento en el precio del cobre, los beneficios de un determinado productor de cobre se incrementarían en 1 dólar por acción. Como esperaba un aumento de 1 dólar en el precio del cobre, llegaba a la conclusión de que esta acción en particular era «un candidato a compra extraordinariamente atractivo».

Al rehacer los cálculos, descubrí que Louie había bailado una coma. Un aumento de un centavo en el precio del cobre incrementaría los beneficios en 10 centavos, no en 1 dólar. Cuando se lo indiqué a Louie (seguro de que quería corregir el error de inmediato), simplemente se encogió de hombros y declaró: «Bueno, la recomendación parece más convincente si dejamos el informe como está». Sin duda, la atención al detalle no era el fuerte de este analista.

La falta de atención al detalle de Louie indicaba la falta de conocimiento del sector que estaba analizando. Pero no era el único. En un artículo escrito para *Barron's*, el doctor Lloyd Kriezer, un cirujano plástico, examinó algunos informes escritos por analistas de biotecnología. Kriezer prestó particular atención a la opinión de los analistas sobre las empresas biotecnológicas que estaban creando piel artificial para uso en heridas y quemaduras crónicas. Le pareció que los diagnósticos de los analistas quedaban muy lejos de la realidad. En primer lugar indicaba las suposiciones que se hacían de la cuota de mercado prevista para empresas competidoras. La cuota de mercado prevista

para cinco empresas biotecnológicas que competían por el mercado de la piel artificial sumaba más del 100 por ciento. Además, la predicción del analista del tamaño absoluto del mercado potencial tenía poco que ver con el número real de quemados, aunque los datos exactos eran fáciles de conseguir. Además, al examinar los informes de distintos analistas sobre las empresas, el doctor Kriezer llegaba a la conclusión de que: «Estaba claro de que no habían entendido el sector». Recuerdo una frase del legendario manager de béisbol Casey Stengel: «¿Es que nadie sabe jugar a este juego?».

Muchos analistas, sin embargo, emulan a Louie. Son en general demasiado vagos para hacer sus propias previsiones de beneficios y prefieren copiar las de otros analistas o tragarse las publicadas por los directivos de las empresas sin ni siquiera digerirlas. Es entonces muy fácil saber a quién hay que echarle la culpa cuando algo va mal. Y es mucho más fácil estar equivocado cuando todos tus colegas profesionales estaban de acuerdo contigo. Como dijo Keynes: «La sabiduría mundana nos enseña que es mejor para la reputación equivocarse de forma convencional que acertar de forma no convencional».

Los analistas siguen cometiendo tremendos errores de pronóstico. Apollo Group, propietario de la Universidad de Phoenix, era uno de los favoritos de Wall Street a principios de 2012. Los analistas hablaban con entusiasmo del enorme potencial de beneficios de este líder del sector de las universidades con ánimo de lucro y preveían grandes rentabilidades para los inversores. Hicieron oídos sordos a los informes sobre los numerosos impagos de los préstamos de los estudiantes, el bajo porcentaje de graduados y las prácticas predatorias de contratación. Pero estos problemas se confirmaron en un informe del Congreso que tuvo una gran difusión. La proporción de alumnos

matriculados cayó en picado debido a la publicidad negativa y a las nuevas leyes del gobierno a raíz de este caso y las acciones de Apollo perdieron un 80 por ciento de su valor.

No quisiera inducir a la conclusión de que la mayoría de los analistas de Wall Street se limitan a repetir lo que los directivos les dicen. Lo que quiero decir es que el analista medio es sólo eso: una persona bien pagada y normalmente muy inteligente que tiene un trabajo extraordinariamente difícil y que lo hace de forma bastante mediocre. Con frecuencia los analistas son inducidos a error, a veces son descuidados, quizás se dan demasiada importancia y a veces son sensibles a las mismas presiones que el resto de la gente. En suma, son, de verdad, seres muy humanos.

4. La fuga de los mejores analistas hacia el departamento de ventas, de gestión de carteras de valores o fondos de alto riesgo

Mi cuarto razonamiento contra la profesión es paradójico: a muchos de los mejores analistas de inversión no se les paga por analizar títulos. Son o bien vendedores institucionales de altos vuelos o eficientes conseguidores de nuevos negocios, que logran traer nuevas operaciones de suscripción de acciones a sus empresas; o consiguen ser promocionados hasta convertirse en prestigiosos gestores de cartera.

Las sociedades de bolsa que se enorgullecen de sus capacidades de investigación envían a un analista financiero para que supervise al vendedor corriente en sus visitas a las instituciones financieras. Los inversores institucionales gustan de oír las nuevas ideas de inversión de boca de sus artífices; así que el vendedor corriente suele pasar a segundo plano y deja que sea el analista el que

haga la exposición. De esta forma, la mayoría de los mejores analistas pasan su tiempo con los clientes institucionales, no con los informes financieros.

Durante la primera década del siglo XXI muchos analistas abandonaron la investigación para ocupar cargos bien remunerados en sociedades de bolsa o fondos de alto riesgo. Uno de los analistas más conocidos de Wall Street, Barton Biggs, dejó Morgan Stanley en 2003 para establecer su propio fondo de alto riesgo. En *Hedgehogging* relata lo atractivo de la experiencia. Es mucho más excitante y está mejor remunerado «llevar dinero» en la posición directiva de gestor de carteras que sólo aconsejar en la posición inferior de analista financiero. No es de extrañar que muchos de los analistas más respetados no permanezcan en su trabajo durante mucho tiempo.

5. Los conflictos de intereses entre los departamentos de investigación y de banca de inversiones

El objetivo del analista es que la caja registradora suene tantas veces como sea posible, y las cajas más llenas se encuentran en la división de banca de inversión. No siempre fue así. En los años 70, antes de la desaparición de las comisiones fijas y la introducción de las agencias de valores con «descuento», la operación de corretaje de particulares pagaba las cuentas y los analistas sentían que realmente trabajaban para sus clientes —los inversores particulares e institucionales. Pero ese centro de beneficios perdió importancia con las comisiones competitivas, y la única mina de oro que quedó fue la suscripción de nuevos valores para agencias nuevas o existentes (en las que las comisiones pueden ser de cientos de millones de dólares) y aconsejar a las agencias sobre las posibilidades de préstamo, reestructuración, adquisiciones, etc. Y a partir

de entonces «que suene la caja registradora» pasó a significar ayudar a la agencia de valores a obtener y cuidar a los clientes de banca. Y de ese modo surgió el conflicto. Los salarios y primas de los analistas venían determinados en parte por su papel en el departamento de suscripciones. Cuando dichas relaciones se daban, los críticos afirmaban que el analista se convertía en nada más que una herramienta para la división de la banca de inversión.

Una señal de la estrecha relación entre los analistas de valores y sus operaciones de banca de inversión es la falta de recomendaciones de venta. Siempre ha existido una desviación en la relación de recomendaciones de compra y venta, ya que los analistas no quieren ofender a las empresas que estudian. Pero desde el momento en que los ingresos de la banca de inversión se convirtieron en la mayor fuente de beneficios para las principales firmas de valores, se pagó cada vez más a los analistas financieros para que fueran alcistas en lugar de escrupulosos. En un conocido incidente, un analista que tuvo la osadía de recomendar que se vendieran los bonos Taj Mahal de Trump porque no iban a pagar intereses fue despedido fulminantemente por su empresa después de recibir amenazas de represalias legales del propio «The Donald». (Más tarde el bono suspendería pagos.) No es de extrañar que la mayoría de los analistas hayan purgado su prosa de comentarios negativos que pudieran ofender a clientes actuales o futuros de la banca de inversión. En los años 90, la relación compra a venta creció de 100 a 1, especialmente en las agencias de valores con grandes negocios en la banca de inversión.

Ciertamente, cuando un analista dice «comprar» puede querer decir «mantener», y cuando dice «mantener» probablemente sea un eufemismo de «deshazte de esa basura lo antes posible». Pero los inversores no deberían

necesitar un curso de semántica desconstructiva para entender las recomendaciones, y desdichadamente la mayoría de inversores particulares se tomaron las recomendaciones de los analistas al pie de la letra durante la burbuja de Internet.

Hay pruebas convincentes de que las recomendaciones de los analistas están viciadas por las fructíferas relaciones de las agencias de valores con la banca de inversión. Varios estudios han comprobado la precisión de la selección de títulos de los analistas. Brad Barber de la Universidad de California estudió el comportamiento de las recomendaciones «buena compra» de los analistas de Wall Street y lo encontró un absoluto «desastre». Ciertamente, las recomendaciones de compra del analista tuvieron peores resultados que el mercado en un 3 por ciento mensual, mientras que sus recomendaciones de venta se portaron mejor que el mercado en un 3,8 por ciento mensual. Y lo que es peor, investigadores de Dartmouth y Cornell descubrieron que las recomendaciones de títulos de las agencias de Wall Street sin relaciones con la banca de inversión se portaron mucho mejor que las agencias de valores que tenían relaciones provechosas de banca de inversión con las empresas que analizaban. Un estudio de Investors.com mostró que los inversores perdían más del 50 por ciento cuando seguían los consejos de un analista empleado en una agencia de Wall Street que gestionaba o cogestionaba la oferta pública de venta del valor recomendado. Básicamente, se pagaba a los analistas financieros para que recomendaran el título de los clientes de la banca. Y los analistas lamían las manos de los que les daban de comer.

En 2002, el fiscal general del estado de Nueva York, Eliot Spitzer, encontró pruebas fehacientes. Mientras que Henry Blodgett y otros analistas de Merrill Lynch

recomendaban oficialmente una serie de títulos de Internet y de la nueva economía, los mismos analistas se referían a ellos de forma despectiva en correos electrónicos como «basura», «chicharros» o epítetos menos cariñosos. Merrill no reconoció su culpabilidad, pero llegó a un acuerdo con Nueva York y otros estados por 100 millones de dólares. Merrill también prometió ciertas reformas, como que el salario de los analistas no dependiera directamente de los ingresos de la banca de inversión, aclarando sus recomendaciones y revelando los posibles conflictos de interés. Otras agencias como Goldman Sachs y Smith Barney se adhirieron con presteza a los propósitos de Merrill.

La situación ha mejorado actualmente. Las recomendaciones rotundas de «venta» se han hecho más habituales, aunque sigue existiendo la tendencia a «comprar» consejos. Pero la legislación Sarbanes-Oxley promulgada tras los escándalos asociados con la burbuja de Internet ha dificultado el trabajo de los analistas limitando la forma en que los directivos financieros de las empresas pueden hablar con los analistas de Wall Street. La SEC (Comisión de Valores y Bolsa) ha promulgado una ley de «revelación leal» por la que la información importante de las empresas debe publicarse inmediatamente y ponerse en conocimiento del mercado. Si bien esta política puede ayudar a que la bolsa sea más eficiente, muchos analistas contrariados calificaron la situación de «confidencial». Los analistas de bolsa dejaban de tener acceso a información privilegiada. Por eso no hay motivos para creer que las recomendaciones de los analistas vayan a mejorar en el futuro.

Los conflictos de intereses y la falta de independencia de los analistas no desaparecieron después de Sarbanes-Oxley. En 2010, inmediatamente después de que se

conociera la explosión y el vertido de petróleo de la plataforma de prospección Deepwater Horizon de British Petroleum, sus acciones cayeron 10 puntos, pasando de 60 a 50 dólares por acción. No obstante, el veredicto unánime de la comunidad de analistas de Wall Street fue que el precio de las acciones había reaccionado de forma exagerada y que BP estaba gritando «cómprame». Como dijo un analista, la caída fue «desproporcionada para los costes probables para la empresa (calculados en 450 millones de dólares), incluso en el caso de que se reclamaran daños». De los 34 analistas que evaluaron el valor, 27 lo calificaron como «comprar». Los otros siete decidieron «mantenerlo». No hubo ni una sola recomendación de «vender». Hasta el hiperactivo presentador de televisión Jim Cramer le dijo a los espectadores que su fundación benéfica iba a comprar acciones de BP. Las acciones cayeron finalmente hasta los 20 dólares, una pérdida de casi 100.000 millones de dólares en valor de mercado. (En febrero de 2013 BP había hecho pagos y provisiones de 42.200 millones de dólares y los costes seguían subiendo. Ese mismo mes, el diario británico *The Telegraph* calculaba el coste definitivo en uno 90.000 millones de dólares.)

La omnipresencia del error indica que los conflictos de interés no habían desaparecido. BP es uno de los principales emisores de valores que genera grandes comisiones de suscripción para Wall Street. A los analistas les sigue influyendo el miedo de que los comentarios muy negativos sobre una empresa pueda conllevar la pérdida del negocio de la suscripción en el futuro.

Por último, la capacidad de los gestores profesionales de fondos para tomar decisiones correctas a la hora de convertir el efectivo o los bonos en acciones partiendo de sus previsiones de las condiciones económicas ha sido de

una deficiencia flagrante. Los niveles más altos en las posiciones de caja de los fondos de inversión han solido coincidir con los baches del mercado.

¿Seleccionan los analistas financieros las mejores empresas? La actuación de los fondos de inversión

Mientras escribo estas palabras, casi puedo oír un coro de fondo diciendo algo como esto: la verdadera prueba de un analista está en los resultados de las acciones que recomienda. Quizá Louie el Descuidado, el analista del sector del cobre, se equivocó en sus predicciones de beneficios por una coma mal colocada; pero si las acciones que recomendó ganaron dinero para sus clientes, se le puede perdonar sin duda su falta de atención al detalle. «Analice los resultados de la inversión —dice el coro—, no las previsiones de beneficios.»

Afortunadamente, hay un grupo de profesionales, los gestores de fondos de inversión, cuyo historial de resultados está disponible para todo el mundo. Y lo que es aún mejor para mi argumento, muchos de los hombres y mujeres que gestionan fondos de inversión son los mejores analistas y gestores de cartera del negocio. Según ellos mismos, pueden claramente conseguir rendimientos por encima de la media. Como decía recientemente un gestor de inversiones: «Pasarán muchos años antes de que el nivel general de competencia se eleve lo suficiente como para hacer palidecer la sorprendente ventaja del gestor de inversiones emprendedor de hoy».

Frases como éstas eran demasiado tentadoras para las mentes encumbradas de los profesores universitarios. Dada la abundancia de datos disponibles, el tiempo dispuesto para llevar a cabo tal investigación y el tremendo deseo de demostrar la superioridad académica en tales asuntos, era

natural que los académicos se concentrasen en la actuación de los fondos de inversión.

De nuevo, las pruebas aportadas por diversos estudios son notablemente uniformes. Los inversores no han obtenido mayor rentabilidad con el fondo de inversión medio de la que habrían obtenido comprando y manteniendo un índice bursátil amplio no gestionado profesionalmente. En otras palabras, a lo largo de períodos prolongados, las carteras de los fondos de inversión no han tenido mejores resultados que grupos de acciones seleccionadas aleatoriamente. Aunque los fondos pueden haber tenido muy buenos resultados para ciertos períodos cortos, no suele haber una actuación superior de forma consistente y no hay forma de predecir cómo se portarán los fondos en el futuro.

El cuadro siguiente muestra las retribuciones provenientes del fondo de inversión medio en acciones en diferentes períodos hasta el 31 de diciembre de 2013. Para establecer una comparación, el Índice Standard & Poor's 500 se utiliza en representación del mercado. Se han hallado resultados similares en períodos diferentes tanto en fondos de pensiones como de inversión gestionados por profesionales. A un gestor profesional de cartera de valores le resulta muy difícil superar la simple compra y mantenimiento de acciones de un índice de mercado amplio.

COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN RESPECTO AL ÍNDICE DEL MERCADO

<i>20 años hasta el 31 de diciembre de 2013</i>	
Índice S&P 500	9,22%
Fondo de inversión medio	8,36%
Ventaja del índice (puntos porcentuales)	0,86%

Además de las pruebas científicas acumuladas, diversos tests menos formales han verificado este resultado. Por ejemplo, a principios de los años 90, el *Wall Street Journal* hizo un concurso de dardos en el que cada mes la selección de cuatro expertos se comparaba con la selección de los dardos. El *Journal* me dejó amablemente tirar los dardos en el primer concurso. A principios de 2000, los expertos iban un poco por delante de los dardos. Sin embargo, si se medía la selección de los expertos desde el día en que sus selecciones y su publicidad adjunta se anunciaban en el *Journal* (en lugar del día anterior), los dardos iban un poco por delante. ¿Significa esto que la muñeca es más poderosa que la mente? Quizá no, pero creo que los editores de *Forbes* plantearon una pregunta muy válida cuando escribieron: «Una combinación de suerte y de inercia vence a la mente». ¿Cómo puede ser esto? Cada año uno lee los rankings de actuación de los fondos de inversión. Éstos siempre muestran muchos fondos que están por encima de la media, algunos por cantidades significativas. El problema es que no hay consistencia en las actuaciones. Lo mismo que el crecimiento de beneficios en el pasado no se puede utilizar para pronosticar los beneficios en el futuro, tampoco se pueden pronosticar los resultados futuros con la actuación de los fondos en el pasado. Los gestores de los fondos también están sujetos a sucesos aleatorios: pueden

volverse obesos, hacerse perezosos o disgregarse. Un enfoque de inversión que funciona muy bien en un periodo con facilidad puede que no sea tan bueno para el siguiente. Uno está tentado de llegar a la conclusión de que un factor muy importante para determinar la clasificación de rentabilidad es nuestra vieja amiga la Suerte.

Ésta no es una conclusión reciente. Ha venido sucediendo durante los últimos 40 años, un periodo de grandes cambios en el mercado y en la proporción de público en general con acciones en bolsa. Una y otra vez los fondos estrella del pasado se convertían en los desastres de hoy. A finales de los años 60, los fondos agresivos y sus gestores los «jóvenes pistoleros» tuvieron resultados espectaculares, y los gestores de fondos se hicieron tan famosos como los astros del deporte. Pero cuando el siguiente mercado bajista irrumpió entre 1969 y 1976, fue sálvese el que pueda. Los mejores fondos de 1968 tuvieron una actuación completamente desastrosa en los siguientes años.

Mates Fund, por ejemplo, fue número uno en 1968. A finales de 1974, Mates Fund había perdido el 93 por ciento del valor que tenía en 1968 y finalmente Fred Mates arrojó la toalla. A continuación abandonó la comunidad inversora para comenzar un negocio con el que alimentar una nueva moda. Abrió un bar de copas en Nueva York, llamado de forma muy apropiada «Mates» (compañeros). En realidad, la mayoría de los principales fondos de finales de los 60 habían desaparecido a mediados de los 70.

En la primera edición de este libro aparecía un ejemplo de finales de los años 60. Pueden hallarse otros similares para los años siguientes. El cuadro siguiente presenta la clasificación durante las décadas de 1980 y 1990 de los veinte primeros fondos del periodo comprendido entre 1970 y 1980. Una vez más, no existe consistencia. Muchos

de los primeros fondos se clasificaron cerca de los últimos durante la década siguiente. No obstante, vuelve a haber una excepción sorprendente. El Magellan Fund, gestionado por Peter Lynch, tuvo un comportamiento ejemplar tanto en los 70 como en los 80. Pero Lynch se retiró en 1990 a la avanzada edad de cuarenta y seis años y nunca sabremos si habría seguido superando a la bolsa.

**COMPORTAMIENTO DE LOS 20 PRIMEROS FONDOS DE ACCIONES
DE LOS AÑOS 70 DURANTE LOS AÑOS 80**

	<i>Retribución media anual</i>	
	<i>años 70</i>	<i>años 80</i>
20 primeros fondos de los 70	+ 19,0%	+ 11,1%
Media general de los fondos de acciones	+ 10,4%	+ 11,7%

En el caso de que crea que la situación cambió durante la década de los 90, el cuadro muestra los 20 fondos de inversión principales de la década de los 80 y cómo se deterioró su comportamiento en la década siguiente. Los resultados son penosamente similares. Las revistas y periódicos financieros seguirán cantando las alabanzas de los gestores de fondos que han conseguido recientemente beneficios por encima de la media. Mientras haya medias, habrá gestores que las superen. Pero el buen comportamiento en un periodo no pronostica un buen comportamiento en el próximo.

COMPORTAMIENTO DE LOS 20 PRIMEROS FONDOS DE ACCIONES DE LOS AÑOS 80 DURANTE LOS AÑOS 90

	<i>Retribución media anual</i>	
	<i>años 80</i>	<i>años 90</i>
20 primeros fondos de los 80	+ 18,0%	+ 13,7%
Índice S&P 500	+ 14,1%	+ 14,9%

De forma similar, los fondos de inversión con mejores resultados durante los años 90 tuvieron peor comportamiento que el mercado durante el periodo 2000-2009, una década que he bautizado como los «naughties»²⁰. Los veinte primeros tuvieron retribuciones durante los años 90 que estaban muy por encima de la retribución del mercado. Eran estos gestores de fondos los entrevistados como genios en la CNBC y los protagonistas de artículos en las revistas de inversión. Realmente, estos fondos habían saturado sus carteras con acciones de la nueva economía. Dispararon la burbuja de Internet, pero cuando la burbuja estalló, también se hundieron. Por término medio, durante los seis primeros años de la década del nuevo siglo, los mismos fondos tuvieron resultados mucho peores que el mercado en general. Los inversores aprendieron que si un año conseguían un 100 por ciento y al siguiente perdían un 50 por ciento, se quedaban como estaban al principio.

**COMPORTAMIENTO DE LOS 20 PRIMEROS FONDOS DE ACCIONES
DE LOS AÑOS 90 DURANTE LA PRIMERA DÉCADA DEL 2000**

	<i>Retribución anual media</i>	
	<i>1990-1999</i>	<i>2000-2009</i>
20 primeros fondos de los 90	+ 18,0%	- 2,2%
Índice S&P 500	+ 14,9%	- 0,9%

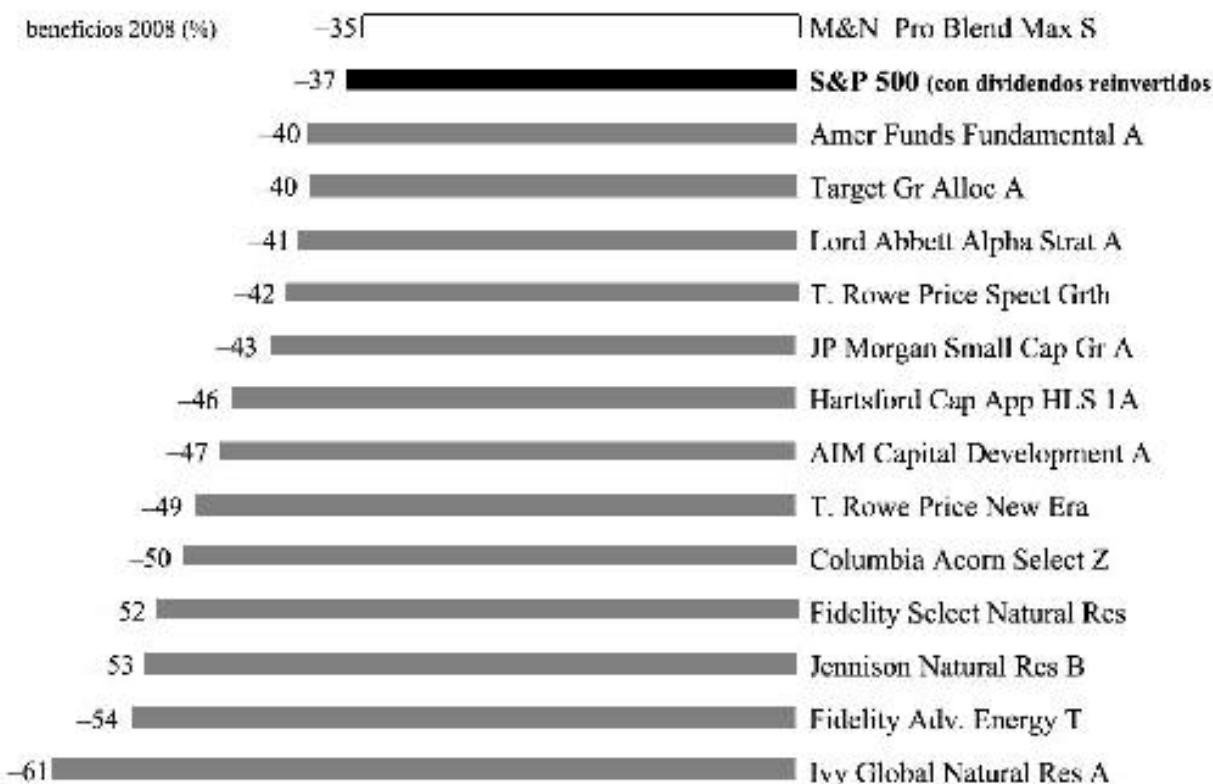
Además, los fondos de inversión mundiales más rentables de los años 2000-2009, solían tener rentabilidades medias bastante bajas durante la década de 2010. Naturalmente, algunos fondos han tenido rentabilidades por encima de la media en esas dos décadas. Pero son casos contados y las cifras no son superiores a las que cabría esperar según las leyes del azar.

Quizá se deberían ilustrar las leyes del azar. Participemos en un concurso de lanzamiento de moneda. Serán declarados ganadores los que saquen cara de forma consistente. Empieza el concurso, y tiran las monedas 1.000 participantes. Como cabía esperar por azar, 500 de ellos sacan cara, y a estos ganadores se les permite pasar a la siguiente fase del concurso y lanzan de nuevo las monedas. Como cabría esperar, 250 sacan cara. Según las leyes del azar, habrá 125 ganadores en la tercera fase, 63 en la cuarta, 31 en la quinta, 16 en la sexta y 8 en la séptima.

A estas alturas, la multitud empieza a concentrarse para observar la sorprendente habilidad de los lanzadores expertos de moneda. A los ganadores se les abruma con adulaciones. Se les da la consideración de genios en el arte de lanzar monedas, se escriben sus biografías y la gente ansía su consejo. Después de todo, había 1.000 participantes y sólo 8 sacaron cara de forma consistente.

Sigue el juego y están los que todavía sacan cara nueve y diez veces consecutivas²¹. El punto central de esta comparación no es indicar que los gestores de los fondos de inversión es posible que realicen o deberían realizar sus decisiones lanzando monedas, sino que las leyes del azar efectivamente funcionan y pueden explicar algunas sorprendentes historias de éxitos.

GRÁFICO 13
LE TOCA A UNO



Fuente: *The Wall Street Journal*, 5 de enero de 2009.

En tanto existan medias, habrá personas que las superen. Con un gran número de jugadores en el juego del dinero, el azar puede explicar, y de hecho lo hace, algunas actuaciones excepcionales. La gran publicidad que se le da al éxito ocasional en la selección de acciones me recuerda la historia famosa del médico que aseguró que había

conseguido curar el cáncer en los pollos. Anunció con orgullo que en el 33 por ciento de los casos examinados se observó una gran mejoría. En un tercio de los casos, admitía que parecía no haberse observado ningún cambio. Y a continuación añadía con timidez: «y me temo que el tercer pollo se escapó».

El *Wall Street Journal* publicó un interesante artículo en 2009 en el que mostraba lo fugaz que puede ser una inversión extraordinaria. El periódico señalaba que 14 fondos de inversión habían superado el S&P durante nueve años consecutivos hasta 2007. Pero sólo uno continuó con la racha en 2008, como se muestra en la tabla siguiente. Es sencillamente imposible contar con que un gestor de fondos o de inversiones vaya a superar al mercado constantemente, incluso cuando su historial indique una habilidad para invertir fuera de lo normal.

Las pruebas a favor de la inversión en índices bursátiles son cada vez más sólidas. Standard & Poor's publica todos los años informes en los que compara todos los fondos de inversión con distintos valores del índice Standard & Poor's 500. A continuación se puede ver el informe de 2014. Cuando se analiza un periodo de cinco años, más de dos tercios de los gestores de fondos son superados por sus índices de referencia. Cada año pasa más o menos lo mismo. Cada vez que reviso este libro, los resultados son similares. El comportamiento del índice bursátil no es mediocre, sino que supera los resultados del típico gestor activo. Sucede tanto para grandes y pequeños valores, nacionales e internacionales. Además, se obtiene el mismo resultado si se observan un periodo de diez o veinte años. No sólo sucede en el mercado de valores, sino en el de bonos. La inversión en índices bursátiles es una inversión inteligente.

COMPARACIÓN DE LOS ÍNDICES STANDARD & POOR'S CON FONDOS ACTIVOS

Porcentaje de fondos activos superados por el índice de referencia

	<i>Un año</i>	<i>Tres años</i>	<i>Cinco años</i>
Todos los fondos de gran capitalización respecto a S&P 500	55,8	80,0	72,7
Todos los fondos de pequeña capitalización respecto a S&P Small Cap 500	52,8	80,4	71,7
Fondos globales respecto a S&P Global 1200	54,1	71,8	66,2
Fondos de mercados emergentes respecto a S&P IFCI Composite	57,5	60,9	80,0

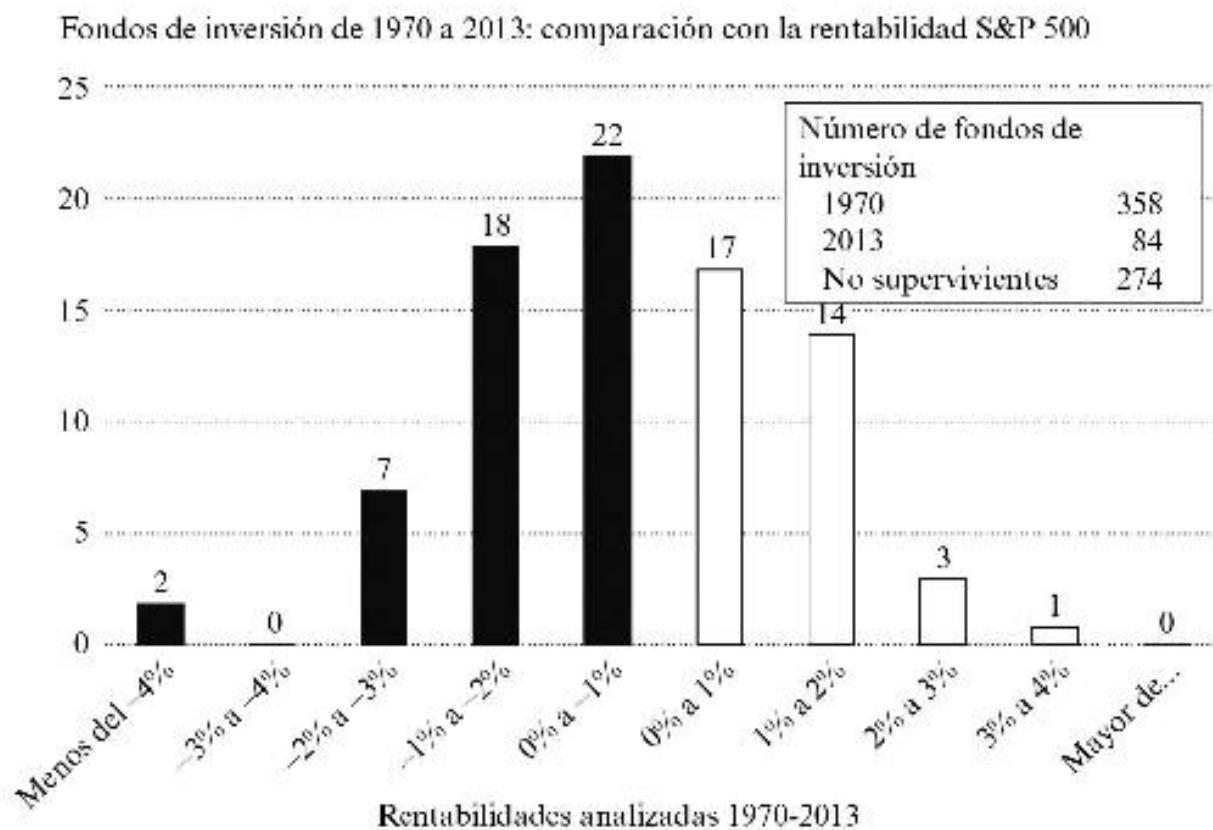
Fuente: Informe SPIVA de S&P, marzo de 2014.

No estoy dando a entender que sea imposible superar al mercado. Pero es muy improbable. Una forma interesante de demostrar este resultado consiste en examinar los registros de todos los fondos de inversión que existían en 1970 (cuando empecé a trabajar en este libro) y ver su comportamiento hasta 2013. El resultado de este experimento se muestra en el gráfico 14.

En 1970 había 358 fondos de inversión (en la actualidad hay miles). Podemos medir los registros a largo plazo de sólo 84 de los fondos originales porque 274 han desaparecido. Es decir, los datos del gráfico adolecen de «desviación de supervivencia». Puede tener la seguridad de que los fondos supervivientes son los que tienen los mejores históricos. En el sector de los fondos de inversión existe el triste rumor de que si tienes un fondo que no va bien, esto repercute negativamente en los gestores del conjunto de fondos de inversión. Por ello, los fondos con un peor comportamiento se suelen fusionar con otros mejores para acabar con los que les dejan en mal lugar. Los fondos supervivientes que aparecen en el gráfico son los que han

tenido un mejor comportamiento. Pero incluso con la desviación de supervivencia de los datos, se puede observar qué pocos fondos originales tenían un historial notable. Se pueden contar con los dedos de una mano el número de fondos de los 358 originales que superaron al índice del mercado en dos o más puntos porcentuales.

GRÁFICO 14
LAS PROBABILIDADES DE ÉXITO: RENTABILIDAD DE LOS FONDOS SUPERVIVIENTES



Fuente: Lipper.

La cuestión es que es altamente improbable superar al mercado. Es tan raro como encontrar una aguja en un pajar. Una estrategia que posiblemente resultaría más adecuada sería comprar todo el pajar: es decir, comprar un fondo bursátil, un fondo que sencillamente compre y

mantenga todas las acciones en un amplio índice de mercado de valores. Afortunadamente, esto es lo que hacen cada vez más inversores. Durante 2014, aproximadamente un tercio del dinero invertido por particulares e instituciones se invirtió en fondos bursátiles. Este porcentaje sigue creciendo año tras año.

Aunque toda la argumentación se ha centrado en los fondos de inversión, no se debe suponer que los gestores de los fondos son los peores de todos los gestores de inversión. En realidad, los fondos de inversión han tenido una actuación algo mejor que muchos otros inversores profesionales. Se han estudiado las historias de las compañías de seguros de vida, las compañías de seguros de accidentes y propiedad, los fondos de pensiones, las fundaciones, los bancos de gestión de patrimonios y las cuentas individuales manejadas por consejeros de inversión. Este estudio sugiere que no existe diferencia mensurable en la actuación en inversión de estos inversores profesionales o entre estos grupos y el mercado en su conjunto. Hay algunas excepciones, pero son también muy raras. No se han reunido todavía pruebas científicas que indiquen que los rendimientos de las carteras de valores gestionadas profesionalmente como grupo hayan sido mejores que los logrados por las carteras de valores seleccionados aleatoriamente.

Las formas semifuerte y fuerte de la hipótesis del mercado eficiente (EMH)

La comunidad académica pronunció su veredicto. El análisis fundamental no es mejor que el análisis técnico a la hora de ofrecer a los inversores la oportunidad de obtener beneficios por encima de la media. Sin embargo, dada la propensión que tienen a tirarse de los pelos, los profesores

universitarios empezaron pronto a pelearse sobre la definición precisa de la información fundamental. Algunos decían que era lo que se conoce ahora; otros decían que llegaba hasta el porvenir. Fue en este momento cuando lo que comenzó como la forma fuerte de la hipótesis del mercado eficiente se dividió en dos. La forma «semifuerte» dice que ninguna información publicada ayuda al analista a seleccionar títulos que se encuentren por debajo de su valor. El razonamiento en este caso es que la estructura de los precios de mercado ya tiene en cuenta cualquier información pública que se contenga en los balances de situación, las cuentas de resultados, las declaraciones de dividendos, etc.; los análisis profesionales de estos datos son, como mucho, inútiles. La forma «fuerte» dice que nada de lo que se conoce o se pueda conocer sobre una empresa beneficia al analista fundamental. No sólo la noticia que es pública está ya reflejada en el precio del título, sino también toda la información que es posible conocer acerca de la empresa. Según la forma fuerte de la teoría, ni siquiera la información «privilegiada» es de ayuda para los inversores.

La forma fuerte de la EMH es sin duda una aseveración muy exagerada. No admite la posibilidad de obtener ganancias de la información interna. Nathan Rothschild hizo millones en el mercado cuando sus palomas mensajeras le llevaron las primeras noticias de la victoria de Wellington en Waterloo antes de que otros comerciantes lo supieran. Pero hoy las autopistas de información transportan noticias mucho más deprisa que las palomas mensajeras. Y la FD (Fair Disclosure: información fiel) obliga a las empresas a anunciar públicamente cualquier información que pueda afectar al precio de sus acciones. Además, las personas enteradas que se benefician en el comercio mediante información no pública quebrantan la

ley. El premio Nobel Paul Samuelson resume la situación de la siguiente forma:

Si la gente inteligente está continuamente buscando las mejores acciones, vendiendo los títulos que considera que van a resultar sobrevalorados y comprando los que espera que en ese momento se encuentren por debajo de su valor, el resultado de las actuaciones de los inversores inteligentes será tener precios de títulos ya existentes que llevan ya incluido un descuento por las perspectivas de futuro. Por tanto, al inversor pasivo que no se dedica a buscar situaciones sobrevaloradas o devaluadas se le presenta un esquema de precios que hace que un título sea tan bueno para comprarlo como cualquier otro. Para ese inversor pasivo, el azar en sí mismo sería un método de selección tan bueno como otro cualquiera.

Ésta es una afirmación de la hipótesis o del mercado eficiente. La forma «estrecha» (débil) de la hipótesis afirma que el análisis técnico (observar los precios en el pasado) no es de ayuda para los inversores. Las formas «amplias» (semifuerte y fuerte) afirman que el análisis fundamental tampoco es de ayuda: todo lo que se sabe en relación con el crecimiento esperado de los beneficios y los dividendos de la empresa, todas las evoluciones posibles favorables y desfavorables que podrían afectar a la empresa que pueden ser estudiadas por el analista fundamental, están ya reflejadas en el precio de las acciones de la empresa. Por tanto, arrojando los dardos a las páginas de cotizaciones bursátiles se puede construir una cartera de la que cabe esperar que tenga tan buenos resultados como cualquier cartera gestionada por los analistas de inversión profesionales.

La hipótesis del mercado eficiente no afirma, como han asegurado algunos críticos, que los precios de los títulos se mueven a la deriva y de forma caprichosa y que son insensibles a los cambios en la información fundamental. Por el contrario, el punto de vista de la teoría del paseo aleatorio es justo el opuesto: el mercado es tan eficiente (los precios se mueven tan rápidamente cuando llega

información nueva) que nadie puede comprar o vender de forma consistente lo bastante rápido como para obtener beneficios. Y la información real evoluciona aleatoriamente, es decir, imprevisiblemente. No puede predecirse estudiando información técnica ni fundamental del pasado.

Incluso el legendario Benjamin Graham, proclamado padre del análisis de inversión fundamental, de mala gana llegó a la conclusión de que ya no se puede contar con éste para obtener mayores beneficios de inversión. Poco después de morir, en 1976, se le citó en una entrevista en el *Financial Analysts Journal* de la siguiente forma:

Ya no soy defensor de las técnicas elaboradas del análisis de inversión para encontrar mejores oportunidades para los valores. Ésta era una actividad gratificante hace unos cuarenta años, cuando se publicó por primera vez el Graham y Dodd²²; pero la situación ha cambiado [... En la actualidad] dudo que esfuerzos tan amplios produzcan una selección superior que justifique los costes [...] Estoy de parte de la escuela de pensamiento del «mercado eficiente».

Y Peter Lynch, justo después de retirarse de la gestión del Magellan Fund, así como el legendario Warren Buffett, admitieron que a la mayoría de los inversores les iría mejor en un fondo de inversión en índices bursátiles en lugar de invertir en un fondo de inversión de acciones gestionado por profesionales.

Un apunte sobre la negociación de alta frecuencia (HFT)

Flash Boys, un libro popular publicado en 2014, arrojó luz sobre la negociación de alta frecuencia y desencadenó una tormenta de críticas contra esta técnica. Se ha dicho que la negociación de alta frecuencia (HFT) otorga a un grupo selecto de corredores una ventaja desleal respecto al

público e incluso los inversores institucionales como los fondos de inversión y de pensiones.

La HFT consiste en colocar ordenadores de alta velocidad muy cerca de los servidores de las bolsas de valores para dar a algunos participantes la capacidad de comprar y vender acciones en un abrir y cerrar de ojos. En cierto sentido, se trata tan solo de un avance que responde al creciente apetito de los inversores por la velocidad. De gritar las órdenes desde los edificios de oficinas a los corredores que se apostaban bajo un platanero de Wall Street en 1792, la tecnología ha mejorado espectacularmente la eficacia de la negociación, reduciendo los costes de las transacciones y aumentando la liquidez de todos los inversores. También ha servido para garantizar que las noticias que afectan al mercado se reflejen en los precios de las acciones lo más deprisa posible.

Es fácil despertar los temores frente a este tipo de negociación, pero la mayor parte del volumen del mercado de valores se gestiona en estas redes de alta velocidad. Tanto si compras 100 como 100.000 acciones, se participa de forma directa o indirecta. Ahora todos somos corredores de alta frecuencia.

Otra gran ventaja de la HFT es que garantiza que los fondos bursátiles amplios, que yo recomiendo a los inversores particulares, tienen un precio adecuado. Cualquier discrepancia entre el precio de los fondos de índice cotizados (ETF) y las acciones subyacentes se puede evitar mediante el arbitraje. Por lo tanto, la HFT, en lugar de perjudicar a los inversores particulares, de hecho les beneficia asegurándoles que los ETF tengan un precio justo.

Esto no significa que la HFT sea totalmente benigna. Ahora mismo, tal como señalan los críticos, los corredores

que tengan una posición óptima pueden ver las órdenes de los demás antes de que se ejecuten. Pueden hacer una compra justo antes que los demás y subir el precio un poco embolsándose la diferencia. Este tipo de especulación, denominada «inversión ventajista» (*front-running*) es una forma de tráfico de información privilegiada y debería ser ilegal negociar con dicha información. La SEC debe corregir estas prácticas y encontrar soluciones normativas. Pero los críticos de la HFT se equivocan cuando afirman que esta práctica ha perjudicado a los inversores particulares. Los inversores grandes y pequeños siempre han contado con los avances tecnológicos para mejorar su liquidez, negociar a mejores precios y acelerar el proceso de contratación. La HFT hace que los mercados sean más eficientes y consolida la ventaja de la inversión en índices bursátiles.

20 «Naughties»: juego de palabras con «naught» (nada, cero) y «naughty» (travieso, malo) [N. de la T.]

21 Si hubiésemos permitido que siguieran jugando los perdedores (como hacen los gestores de los fondos de inversión, incluso después de un mal año), nos habríamos encontrado otros cuantos participantes que habrían conseguido ocho o nueve caras de diez y se les habría considerado, por tanto, lanzadores expertos.

22 Se refiere al manual de Graham y Dodd *Security Analysis*, que es una de las biblias del análisis fundamental, y bien conocido en Estados Unidos. [N. de la T.]

Tercera parte

LA NUEVA TECNOLOGÍA DE LA INVERSIÓN

Capítulo 8

Unos zapatos de paseo nuevos: la teoría moderna de cartera

«Los hombres pragmáticos que se creen exentos de toda influencia intelectual generalmente son esclavos de algún economista ya difunto. Los partidarios incontrolados de la autoridad, que escuchan voces etéreas, exudan su frenesí de algún escritorzuelo universitario de unos años antes.»

J. M. Keynes,
Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero

A lo largo de este libro he intentado explicar las teorías que usan los profesionales —simplificadas como la teoría de la base firme y la teoría de los castillos en el aire— para predecir la valoración de las acciones. Como ya hemos visto, muchos profesores de universidad han logrado su fama atacando estas teorías y manteniendo que no son fiables para obtener beneficios extraordinarios.

A medida que las universidades seguían bruñiendo generaciones de jóvenes y brillantes economistas, se hicieron tan numerosos los profesores dedicados a los ataques que hasta a ellos les parecía obvio que era necesaria una nueva estrategia. En consecuencia, la comunidad académica se aplicó con gran dedicación a establecer sus propias teorías de valoración del mercado bursátil. A eso es a lo que se dedica esta parte del libro: el juego de los profesionales universitarios denominado «nueva tecnología de la inversión». Una hipótesis —la teoría moderna de cartera (MPT)— es tan elemental que casi todo el mundo la sigue en Wall Street. Las otras siguen

siendo controvertidas y generan material para los estudiantes de doctorado y sustanciosos honorarios por clases para sus directores de tesis.

En este capítulo describo la teoría moderna de cartera, con la que podrá reducir el riesgo y posiblemente obtener un rendimiento mayor. En el capítulo 9 vuelvo a los académicos que han dicho que los inversores pueden incrementar sus rendimientos asumiendo un determinado tipo de riesgo. A continuación, en los capítulos 10 y 11, trato de los argumentos de algunos académicos y profesionales que afirman que es la psicología y no la racionalidad la que rige el mercado y que no existe el paseo aleatorio. Afirman que los mercados no son eficientes y que se pueden seguir muchas estrategias de inversión para «ganar al mercado». Entre estas se encuentran unas cuantas estrategias de «smart beta» que han ganado popularidad en Wall Street. Por último, demuestro que, a pesar de todas las publicaciones y eruditas conferencias los fondos de inversión tradicionales siguen siendo los ganadores en el paseo más rentable por el mercado.

La función del riesgo

La hipótesis del mercado eficiente explica por qué es posible el paseo aleatorio. Sostiene que el mercado de valores se ajusta con tanta precisión a la nueva información que nada ni nadie puede predecir el curso futuro que seguirá de una forma absoluta. Y debido a la actuación de los profesionales, los precios de las acciones individuales reflejan rápidamente toda la información de que se dispone. Por ello, las posibilidades de seleccionar las mejores acciones o de anticiparse a la orientación general del mercado están niveladas. Sus conjeturas son tan válidas como las del mono, su agente de bolsa o incluso las mías.

¡Hummmmm! «Me huele a gato encerrado», escribió Samuel Butler hace tiempo. Se hace dinero en el mercado; algunas acciones actúan mejor que otras. El sentido común nos dice que algunas personas son capaces de adelantarse al mercado, y lo hacen de hecho. No es cuestión de suerte. Muchos académicos están de acuerdo, pero aseguran que la forma de adelantarse al mercado no es un acto supremo de clarividencia, sino asumir mayor riesgo. El riesgo, y nada más que el riesgo, determina el grado en que los rendimientos están por encima o por debajo de la media.

Definición del riesgo: La dispersión de los rendimientos

El riesgo es uno de los conceptos más escurridizos y esquivos. Es difícil que los inversores (y no digamos nada de los economistas) se pongan de acuerdo en una definición exacta. El *American Heritage Dictionary* define el riesgo como la posibilidad de sufrir un daño o pérdida²³. Si compro letras del Tesoro a un año para obtener un rendimiento del 2 por ciento y las mantengo hasta el vencimiento, tengo la certeza virtual de obtener unos rendimientos monetarios del 2 por ciento, antes de impuestos. La contingencia de pérdida es tan nimia como para considerar que no existe. Si durante un año tengo acciones de la empresa de suministro eléctrico local en función de una rentabilidad de dividendos anticipados del 5 por ciento, es mayor la probabilidad de pérdida. Puede que se recorten los dividendos de la empresa, y, lo que es más importante, el precio de mercado al final del año puede ser muy inferior, por lo que padecería unas graves pérdidas netas. El riesgo es la posibilidad de que no se materialice el rendimiento esperado de los valores y, en particular, de que bajen de precio los valores que se poseen.

Una vez que los académicos aceptaron la idea de que para los inversores el riesgo es la posibilidad de decepción en la consecución del rendimiento esperado de los valores, automáticamente surgió una medida natural: la variabilidad o dispersión probables del rendimiento futuro. Por tanto, el riesgo financiero se ha solidado definir como la varianza o desviación típica de los rendimientos. Abundando más en ello, utilizamos el siguiente ejemplo para ilustrar lo que queremos decir. Se dice que un valor no comporta riesgo o comporta el riesgo mínimo cuando sus rendimientos no es probable que se desvíen mucho, en caso de que lo hagan, del rendimiento medio (o esperado). Un valor cuyos rendimientos de un año a otro es probable que sean bastante volátiles (por lo que algunos años son típicas grandes pérdidas) se dice que es arriesgado.

Ejemplo: El rendimiento esperado y la varianza: medidas de recompensa y de riesgo

Este sencillo ejemplo ilustrará el concepto de rendimiento esperado y varianza y cómo se miden. Suponga que usted compra una acción de la que espera obtener los siguientes rendimientos en conjunto (incluyendo tanto los dividendos como los cambios de precios) bajo distintas condiciones económicas:

<i>Condiciones económicas</i>	<i>Probabilidad de ocurrencia</i>	<i>Rendimiento esperado</i>
Condiciones económicas «normales»	1 de cada 3	10%
Rápido crecimiento en términos reales	1 de cada 3	30%
Recesión con inflación (estanflación)	1 de cada 3	10%

Si, en promedio, un tercio de los años anteriores han sido «normales», otro tercio se caracterizó por un rápido crecimiento y el último tercio se distinguió por una «estanflación», sería razonable tomar las frecuencias relativas de los hechos del pasado y considerarlas las mejores predicciones (probabilidades) de realización de las condiciones en el futuro del negocio. Se podría decir entonces que el rendimiento esperado del inversor es de un 10 por ciento. La tercera parte del tiempo el inversor obtiene el 30 por ciento, otra tercera parte consigue el 10 por ciento, y el resto del tiempo padece una pérdida del 10 por ciento. Esto significa que, en promedio, el rendimiento anual será del 10 por ciento.

$$\text{Rendimiento esperado} = \frac{1}{3} (0,30) + \frac{1}{3} (0,10) + \frac{1}{3} (-0,10) = 0,10.$$

Sin embargo, los rendimientos anuales serán bastante variables, pasando desde un 30 por ciento de ganancias hasta un 10 por ciento de pérdidas. La «varianza» es la medida de dispersión de los rendimientos. Se define como la media de las desviaciones al cuadrado de cada uno de los posibles rendimientos respecto al valor medio (o esperado), que, como acabamos de ver, es del 10 por ciento.

$$\begin{aligned}\text{Varianza} &= \frac{1}{3} (0,30 - 0,10)^2 + \frac{1}{3} (0,10 - 0,10)^2 + \frac{1}{3} (-0,10 - 0,10)^2 \\ &= \frac{1}{3} (0,20)^2 + \frac{1}{3} (0,00)^2 + \frac{1}{3} (-0,20)^2 = 0,0267.\end{aligned}$$

La raíz cuadrada de la varianza se denomina desviación típica. En este ejemplo la desviación típica es igual a 0,1634.

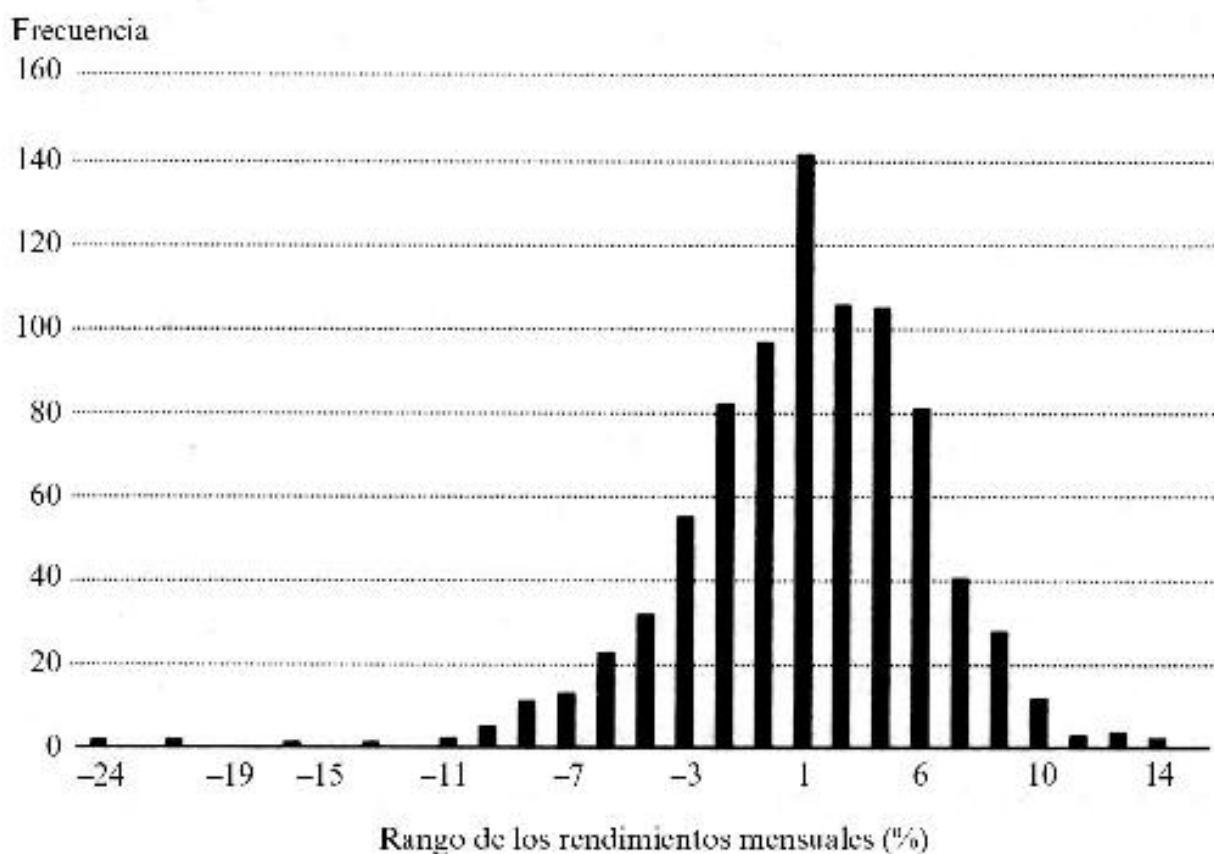
Las medidas del riesgo basadas en la dispersión como la varianza y la desviación típica no satisfacen a todo el mundo. «Seguramente el riesgo no está relacionado con la

varianza en sí misma», dicen los críticos. «Si la dispersión es el producto de sorpresas agradables (es decir, de que los resultados sean mejor de lo esperado), ningún inversor en su sano juicio lo llamaría riesgo.»

Por supuesto, es bastante cierto que sólo constituye riesgo la posibilidad de decepciones desagradables. En cualquiera de los casos, en plan práctico, en la medida en que la distribución de rendimientos sea simétrica, es decir, mientras que las posibilidades de unas ganancias extraordinarias sean aproximadamente las mismas que las probabilidades de pérdidas y rendimientos decepcionantes, la dispersión o la medida de la varianza serán suficientes como medida del riesgo. Cuanto mayor es la dispersión o la varianza, mayores son las posibilidades de decepción.

Aunque la distribución de los rendimientos históricos de los valores individuales no ha sido por regla general simétrica, los rendimientos de las carteras de acciones bien diversificadas parece que se distribuyen de forma simétrica. El gráfico 15 muestra la distribución durante un periodo de más de setenta años de los rendimientos mensuales de una cartera de inversión en acciones del índice S&P 500. Se realizó dividiendo el grado de rendimientos en intervalos iguales (de aproximadamente el 1 1/4 por ciento) y seguidamente anotando la frecuencia (el número de meses) con la que coincidía cada intervalo. Según la media, la cartera rindió casi el 1 por ciento mensual o el 11 por ciento anual. Sin embargo, en los periodos en que el mercado cayó fuertemente, la cartera también se zambulló, perdiendo hasta el 20 por ciento en un solo mes.

GRÁFICO 15
 DISTRIBUCIÓN DE LOS RENDIMIENTOS MENSUALES
 PARA UNA CARTERA DE TÍTULOS DEL ÍNDICE S&P 500
 (enero 1940-mayo 2014)



Fuente: Global Financial Data.

Existe una regla aproximada para las distribuciones simétricas de este tipo, y es que dos tercios de los rendimientos mensuales suelen estar menos de una vez en la desviación típica de la media de rendimientos y el 95 por ciento de los rendimientos se encuentran dentro de las dos desviaciones típicas. Recordemos que el rendimiento medio de la distribución se encontraba por debajo del 1 por ciento mensual. La desviación típica (la medida que hemos adoptado de riesgo de cartera) resulta ser del 4 1/2 por ciento mensual. Por tanto, durante dos tercios de los

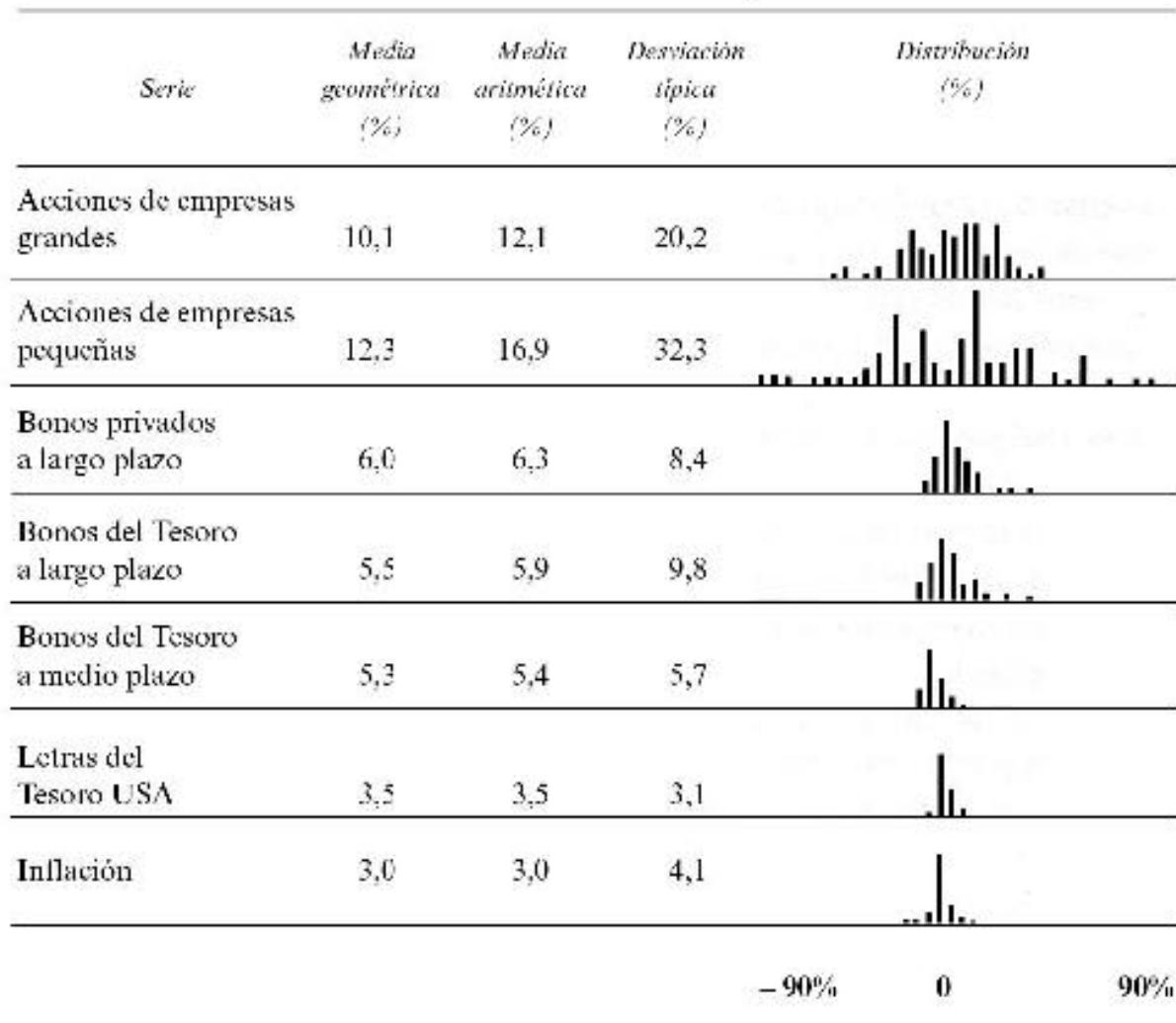
meses, los rendimientos de esta cartera estuvieron entre el +5 1/2 y el -3 1/3 por ciento, y el 95 por ciento de los rendimientos se encontraba entre el 10 y el -8 por ciento. Es obvio que cuanto más elevada sea la desviación típica (cuanto más dispersos sean los rendimientos), más probable es que (hay mayor riesgo de que) al menos en algunos momentos se lleve usted un auténtico chapuzón en el mercado. Por eso es por lo que una medida de la variabilidad como la desviación típica se utiliza y justifica con tanta frecuencia como un indicador del riesgo.

Documentación del riesgo: Un estudio a largo plazo

Una de las proposiciones mejor documentadas en el campo de las finanzas es que, en promedio, los inversores han recibido mayores tasas de rendimiento cuanto más elevado ha sido el riesgo que han asumido. Ibbotson Associates han realizado el estudio más minucioso. Los datos que utilizaron abarcan el periodo que va de 1926 a 2013. Los resultados son los que se muestran en el gráfico 16. Lo que hicieron Ibbotson Associates fue tomar varias formas distintas de inversión (acciones, bonos y letras del Tesoro), así como el índice de precios al consumo, y medir cada año el porcentaje de aumento o baja de cada una de las muestras tomadas. Entonces se erigió un rectángulo en la base para indicar el número de años en que los rendimientos se encontraron entre el 0 y el 5 por ciento; otro rectángulo indicaba la cantidad de años en que los rendimientos se encontraron entre el 5 y el 10 por ciento; y así sucesivamente, tanto para los rendimientos positivos como para los negativos. El resultado es el gráfico que muestra la dispersión de los rendimientos a partir del cual se puede calcular la desviación típica.

Una rápida ojeada muestra que en períodos largos, las acciones, en promedio, han proporcionado unas generosas tasas de rendimiento totales. Estos rendimientos, entre los que se incluyen los dividendos y las ganancias de capital, han superado por un margen sustancial a los rendimientos de las obligaciones de empresas. Los rendimientos de las acciones también tuvieron tendencia a superar la tasa de inflación medida por la tasa anual de aumento de los precios al consumo. Por tanto, las acciones también muestran una tendencia a proporcionar unas tasas de rendimiento «reales» (es decir, los rendimientos después de limpiar los efectos de la inflación) positivas. Sin embargo, los datos muestran que los rendimientos de las acciones son muy variables, como queda indicado en la desviación típica y en la amplitud de los rendimientos anuales que se muestran en las columnas adyacentes del gráfico. Los rendimientos de los títulos han abarcado desde unas ganancias en torno al 50 por ciento (en 1933) hasta unas pérdidas de una magnitud casi igual (en 1931). Resulta claro que los rendimientos extra que los inversores han obtenido de las acciones han sido a costa de asumir un riesgo considerablemente más elevado. Fíjese que las acciones de las empresas pequeñas han proporcionado una tasa de rendimiento incluso más elevada desde 1926, pero la dispersión (la desviación típica) de los rendimientos ha sido incluso mayor que en los títulos en general. Nuevamente vemos cómo los rendimientos más elevados están asociados con los riesgos más altos.

GRÁFICO 16
SERIE BÁSICA: ESTADÍSTICAS SELECCIONADAS
DE RENDIMIENTO ANUAL TOTAL, 1926-2013



Datos de 1926 a 2013.

* La rentabilidad total de las acciones de empresas pequeñas en 1933 fue del 142,9%.

Han existido varios períodos de cinco años o incluso más extensos en los que las acciones han producido tasas de rendimiento negativas. El periodo 1930-1932 fue de extremada pobreza para los inversores del mercado de valores. A principios de los años 70 también se produjeron rendimientos negativos. La caída de un tercio en los índices bursátiles en octubre de 1987 es el cambio más espectacular que padecieron los precios de las acciones en

un breve periodo desde los años 30. Y los inversores saben muy bien lo mal que se portaron las acciones en la primera década del siglo XXI. A pesar de todo, los inversores han sido recompensados a largo plazo con elevados rendimientos por asumir mayor riesgo. Sin embargo, existen formas en que los inversores pueden reducir el riesgo que asumen. Lo que nos sitúa en el ámbito de la moderna teoría de cartera, que ha revolucionado la concepción de los profesionales sobre la inversión.

La reducción del riesgo: La moderna teoría de cartera (MPT)

La teoría de cartera parte de la premisa de que todos los inversores son como mi esposa: contrarios al riesgo. Desean elevados rendimientos y resultados garantizados. La teoría cuenta a los inversores cómo combinar las acciones en las carteras de forma que les proporcionen el menor riesgo posible en relación con los rendimientos que desean. También proporciona una justificación rigurosamente matemática de la máxima de inversión consagrada a lo largo del tiempo de que la diversificación es una estrategia razonable para los sujetos que desean reducir el riesgo.

Harry Markowitz inventó la teoría en los años 50 y por esta contribución fue galardonado con el premio Nobel de Economía en 1990. Su libro *Portfolio Selection* fue el resultado de su tesis doctoral en la Universidad de Chicago. Markowitz es un erudito universitario amante de los ordenadores y con una amplia y diversa formación. Su experiencia abarca desde la docencia en UCLA hasta el diseño de un lenguaje de ordenador en RAND Corporation. También ha gestionado un fondo de cobertura, en el cargo de presidente de Arbitrage Management Company. Lo que

descubrió Markowitz fue que las carteras de acciones arriesgadas (volátiles) se podían combinar de manera que la cartera en su conjunto fuese en realidad menos arriesgada que cualquiera de las acciones por las que estaba compuesta.

La matemática de la moderna teoría de cartera (conocida también como MPT) es intrincada y prohibitiva; llena revistas y, de paso, mantiene ocupados a muchos profesionales universitarios, lo que supone ya de por sí un logro no despreciable. Por suerte no hay necesidad de pasearle a usted por el laberinto de la programación cuadrática para que pueda entender la esencia de la teoría. Será suficiente un simple ejemplo para que quede claro todo el asunto.

Supongamos que tenemos una economía de isla con dos únicos negocios. El primero es un centro turístico playero, con pistas de tenis y un campo de golf. El segundo es un fabricante de paraguas. La climatología afecta a la fortuna de ambos. En la temporada soleada, el centro turístico tiene un florecimiento de su negocio, mientras que caen en picado las ventas de paraguas. En las temporadas lluviosas, al dueño del centro turístico le va bastante mal, mientras que el fabricante de paraguas goza de grandes ventas y pingües beneficios. El cuadro siguiente muestra unos rendimientos hipotéticos de los dos negocios en estaciones diferentes:

	<i>Fabricante de paraguas</i>	<i>Centro turístico</i>
Temporada lluviosa	50%	– 25%
Temporada soleada	– 25%	50%

Supongamos que, en promedio, la mitad de las estaciones son soleadas y la otra mitad son lluviosas (es

decir, la probabilidad de una estación soleada o una estación lluviosa es de $\frac{1}{2}$). Un inversor que comprara acciones del fabricante de paraguas se encontraría con que la mitad del tiempo ganaría unos rendimientos del 50 por ciento y la mitad del tiempo perdería el 25 por ciento de su inversión. En promedio, obtendría un rendimiento del 12 $\frac{1}{2}$ por ciento. Esto es lo que hemos denominado rendimiento esperado del inversor. De manera similar, la inversión en el centro turístico produciría los mismos resultados. Invertir en cualquiera de los negocios sería bastante arriesgado, ya que los resultados son bastante variables y podría haber varias estaciones consecutivas lluviosas o soleadas.

Supongamos, sin embargo, que en lugar de comprar sólo un título, un inversor con dos dólares diversificara y pusiera la mitad de su dinero en el negocio del fabricante de paraguas y la otra mitad en el negocio del propietario del centro turístico. En las estaciones soleadas, una inversión de un dólar en el centro turístico produciría un rendimiento de 50 centavos, mientras que la inversión de un dólar en el fabricante de paraguas produciría una pérdida de 25 centavos. El rendimiento total del inversor sería de 25 centavos (50 centavos menos 25 centavos), que es el 12 $\frac{1}{2}$ por ciento de su inversión total de dos dólares.

Téngase en cuenta que en las estaciones lluviosas sucede exactamente lo mismo; lo único que se cambian son los nombres. La inversión en el fabricante de paraguas produce unos buenos rendimientos del 50 por ciento, mientras que la inversión en el centro turístico pierde el 25 por ciento. Sin embargo, de nuevo el inversor diversificado obtiene un rendimiento del 12 $\frac{1}{2}$ por ciento de su inversión total.

Este sencillo ejemplo nos muestra la ventaja básica de la diversificación. Sea cual fuere el tiempo y, por tanto, la economía de la isla, mediante la diversificación de la

inversión en ambas compañías el inversor se asegura obtener un rendimiento del 12 ½ por ciento anual. Lo que hace posible que el truco funcione es que mientras que las dos empresas eran arriesgadas (los beneficios eran variables de un año para otro), éstas eran afectadas de forma distinta por las condiciones atmosféricas. (En términos estadísticos, las dos empresas tenían una covarianza negativa²⁴.) Siempre que no exista cierto paralelismo en la suerte que corra en la economía cada empresa, la diversificación reducirá el riesgo.

En el ejemplo que estamos tratando, en el que existe una total relación negativa entre la suerte que corren las dos empresas (a una siempre le va bien cuando a la otra le va mal), la diversificación puede eliminar totalmente el riesgo.

Por supuesto, existe siempre un obstáculo, y la dificultad en este caso es que la suerte de la mayoría de las fortunas se mueve de forma bastante paralela. Cuando hay una recesión y la gente se queda sin trabajo, es probable que ni vayan de vacaciones de verano ni compren paraguas. Por tanto, en la práctica no se debe esperar eliminar el riesgo de forma tan nítida como se ha mostrado aquí. No obstante, como la suerte de las empresas no se mueve por completo de forma paralela, la inversión en una cartera de acciones diversificada es probable que sea menos arriesgada que la efectuada en un único título o dos.

Es sencillo transportar la lección sacada de este ejemplo a la formación real de una cartera. Suponga que usted está considerando combinar en una cartera de acciones las de Ford Motor Company junto con las de la empresa que es la principal suministradora de neumáticos nuevos. ¿Es posible que la diversificación le redujera mucho el riesgo? Probablemente no. Si las ventas de Ford se hunden de improviso, comprará menos neumáticos nuevos al

fabricante. En general, la diversificación no es de gran ayuda si existe una elevada covarianza entre los rendimientos de las dos empresas.

Por otro lado, si se combinase Ford con un concesionario del gobierno en una zona deprimida, la diversificación podría reducir el riesgo de forma sustancial. Si el gasto del consumidor baja (o si los precios del petróleo se disparan), es probable que las ventas y beneficios de la Ford bajen y ascienda la tasa de desempleo del país. Ahora bien, si el gobierno convierte en práctica habitual en épocas de desempleo elevado proporcionar contratos a las zonas deprimidas (para aliviar allí algunas de las miserias del desempleo), muy bien pudiera ser que los rendimientos de Ford y los del concesionario no sigan un movimiento en fase. Es posible que las dos acciones tuvieran una covarianza muy pequeña o, mejor aún, que tuviesen una covarianza negativa.

EL COEFICIENTE DE CORRELACIÓN Y LA CAPACIDAD DE LA DIVERSIFICACIÓN PARA REDUCIR EL RIESGO

<i>Coefficiente de correlación</i>	<i>Efecto de la diversificación sobre el riesgo</i>
+1,0	No es posible reducir el riesgo.
+0,5	Es posible una moderada reducción del riesgo.
0	Es posible una considerable reducción del riesgo.
-0,5	Se puede eliminar la mayoría del riesgo.
-1,0	Se puede eliminar todo el riesgo.

Este ejemplo puede parecer un poco forzado, y la mayoría de los inversores se darán cuenta de que cuando el mercado golpea sin piedad, bajan prácticamente todas las acciones. De todos modos, en determinadas épocas, algunas acciones se mueven contra la corriente del mercado; es decir, tienen una covarianza negativa o, lo que es lo mismo, tienen una correlación negativa.

Viene ahora la verdadera astilla; la correlación negativa no es necesaria para conseguir los beneficios de la reducción del riesgo derivada de la diversificación. La gran contribución de Markowitz para la economía de los inversores fue su demostración, nada menos, de que la correlación positiva podía reducir el riesgo. Sus investigaciones llevaron a los resultados presentados en el cuadro anterior. Como vemos, demuestra el papel fundamental del coeficiente de correlación para determinar si al incorporar un tipo de acciones o de obligaciones se puede reducir el riesgo.

La diversificación en la práctica

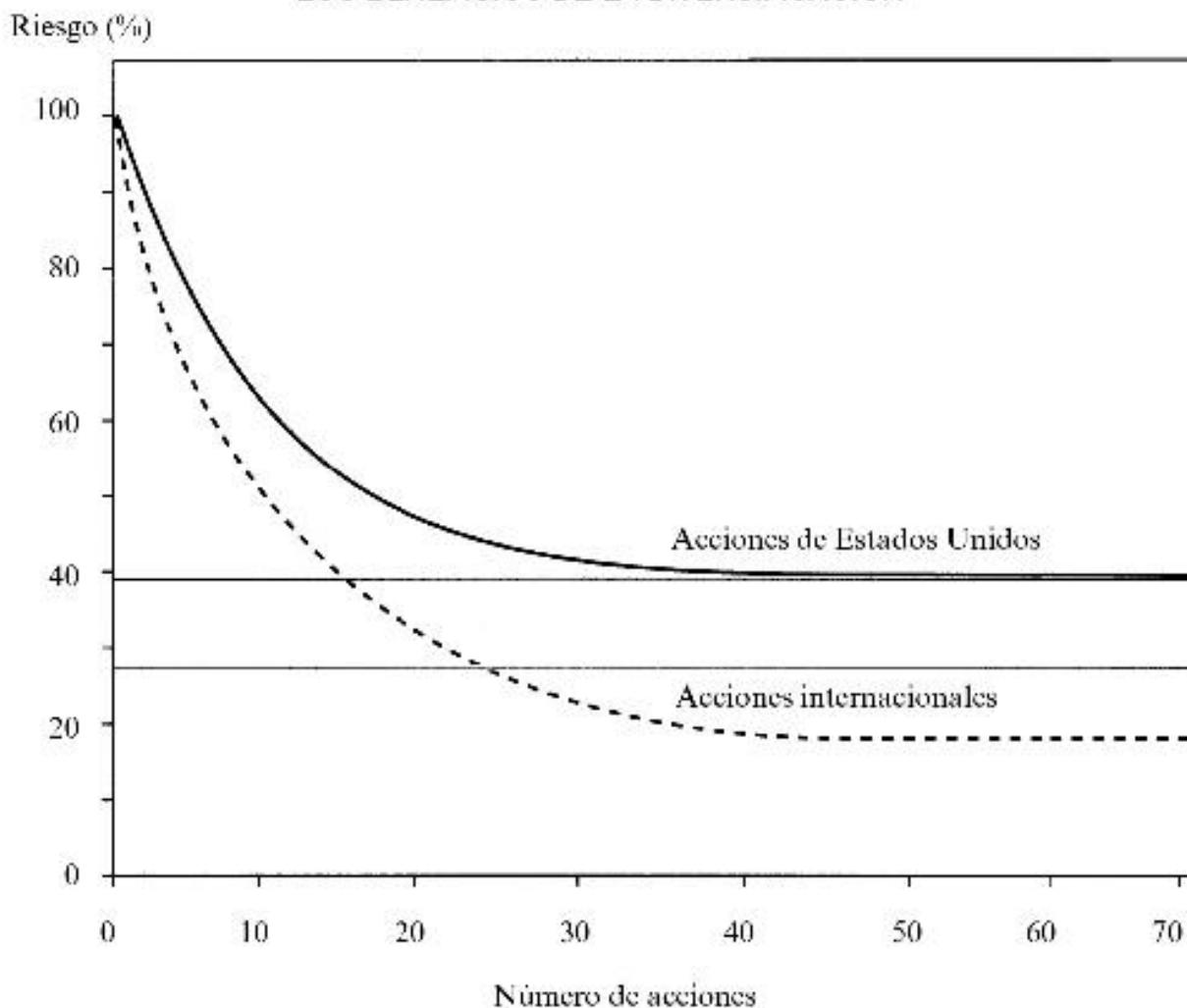
Parafraseando a Shakespeare: ¿puede haber demasiado de algo bueno? En otras palabras: ¿existe un punto en el que la diversificación ya no sea la varita mágica que salvaguarde la retribución? Numerosos estudios han demostrado que la respuesta es sí.

Como se ve en el gráfico 17, el número de oro para los xenófobos americanos —los que tienen miedo de mirar fuera de nuestras fronteras— es al menos 50 acciones de Estados Unidos del mismo volumen y bien diversificadas (resulta evidente que 50 acciones de petróleo o 50 de compañías eléctricas no producirían una cantidad equivalente de reducción del riesgo). Con una cartera así, el riesgo total se reduce por encima del 60 por ciento. Y hasta ahí las buenas noticias, puesto que los incrementos posteriores en el número de acciones no producen una mayor reducción del riesgo.

Aquellos con unas miras más amplias —los inversores que reconocen que el mundo ha cambiado mucho desde que Markowitz enunció su teoría— pueden conseguir una mayor protección puesto que el movimiento de las

economías extranjeras no está siempre sincronizado con el de la economía de los Estados Unidos, especialmente en los mercados emergentes. La crisis del petróleo de los años 70, por ejemplo, tuvo un efecto mucho más devastador en Europa y Japón, que carecen de recursos de petróleo, que en los Estados Unidos, que al menos parcialmente es autosuficiente. Por otra parte, la subida del precio del petróleo tuvo un efecto muy positivo en Indonesia y los países productores de petróleo de Oriente Próximo. Del mismo modo, las subidas en los precios de los minerales y otras materias primas tienen efectos positivos en los países ricos en recursos naturales como Australia y Brasil.

GRÁFICO 17
LOS BENEFICIOS DE LA DIVERSIFICACIÓN



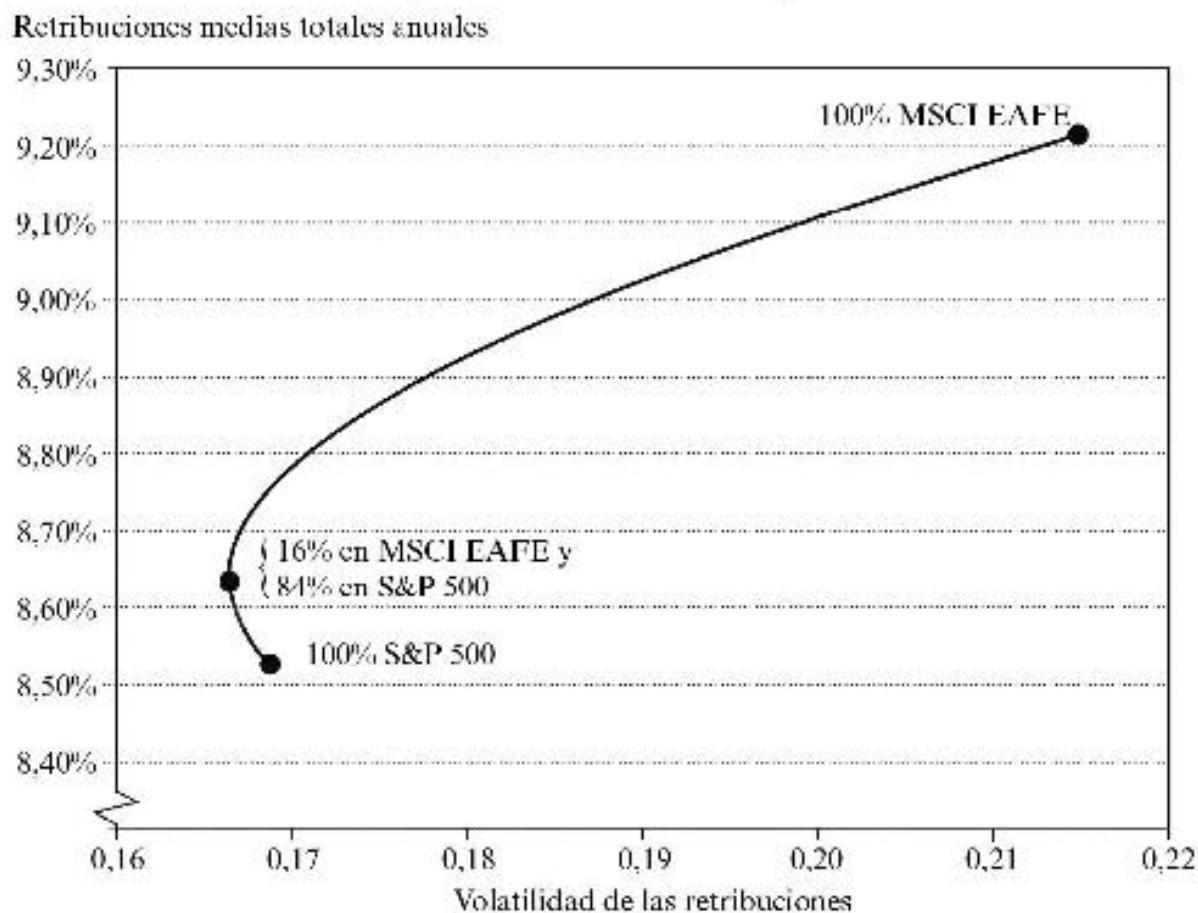
Resulta que 50 es también el número de oro para los inversores globales. Sin embargo, estos inversores obtienen mayor protección para su dinero, como se muestra en el gráfico 17. Aquí, las acciones no son sólo del mercado estadounidense, sino también de los mercados internacionales. Según lo previsto, la cartera diversificada internacional suele tener menos riesgo que una del mismo volumen con acciones de los Estados Unidos exclusivamente.

Los beneficios de la diversificación internacional se han documentado bien. El gráfico 18 muestra los beneficios obtenidos durante un periodo de más de 40 años desde 1970 hasta 2013. Durante este tiempo, los títulos extranjeros (medidos por el índice EAFFE [Europa, Australia y Extremo Oriente] de Morgan Stanley para países extranjeros desarrollados) tenían una retribución media anual ligeramente superior a la de las acciones estadounidenses del índice S&P 500. Sin embargo, las acciones estadounidenses eran más seguras, puesto que las retribuciones anuales eran menos volátiles. La correlación entre las retribuciones de los dos índices durante este periodo fue aproximadamente de 0,5 —positiva, pero sólo moderadamente alta—. El gráfico 18 muestra las diferentes combinaciones de retribución y riesgo (volatilidad) que podían obtenerse si un inversor hubiera tenido distintas combinaciones de acciones U.S. y EAFFE. A la derecha del gráfico, vemos una mayor retribución y un mayor nivel de riesgo (mayor volatilidad) que se habría conseguido con una cartera de acciones EAFFE exclusivamente. A la izquierda, la retribución y el riesgo de una cartera con acciones estadounidenses solamente. La línea continua indica las diferentes combinaciones de retribución y volatilidad que resultarían de las diferentes distribuciones de las carteras entre títulos internos y extranjeros.

Obsérvese que a medida que la cartera pasa de un 100 por ciento de acciones interiores a otra con incorporación gradual de títulos extranjeros, la retribución tiende a aumentar puesto que las acciones EAFFE produjeron una retribución ligeramente superior en dicho periodo. Lo importante, sin embargo, es que al incorporar algunos títulos más volátiles se reduce de hecho el nivel de riesgo de la cartera —al menos durante un tiempo. Sin embargo, finalmente si se sigue incorporando una proporción cada

vez mayor de las acciones EAFE con más riesgo, el riesgo global aumenta con la retribución total.

GRÁFICO 18
DIVERSIFICACIÓN DE LAS ACCIONES ESTADOUNIDENSES
Y DE PAÍSES EXTRANJEROS DESARROLLADOS
(enero 1970-diciembre 2013)



Fuente: DATASTREAM.

El resultado paradójico de este análisis es que el riesgo de toda la cartera se reduce si se incorpora una pequeña cantidad de acciones extranjeras más volátiles. Por ejemplo, las buenas retribuciones de los fabricantes de automóviles japoneses contrarrestaron los pobres resultados de los fabricantes nacionales en una época en la que creció la participación japonesa en el mercado

estadounidense. Por otra parte, las buenas retribuciones de los fabricantes estadounidenses compensaron los malos resultados de los fabricantes extranjeros cuando el dólar se hizo más competitivo y Japón y Europa siguieron en recesión mientras la economía americana estaba en expansión. Precisamente fueron estos movimientos de compensación los que redujeron la volatilidad general de la cartera.

Resulta que la cartera con menor riesgo tenía un 17 por ciento de acciones extranjeras y un 83 por ciento de acciones estadounidenses. Además, si se añadía un 17 por ciento de acciones EAFE a una cartera interna, se aumentaba la retribución de la cartera. La diversificación internacional proporcionaba lo más parecido a una comida gratis en el mundo de los mercados de valores. Cuando se pueden conseguir mayores retribuciones con menor riesgo incluyendo acciones extranjeras, ningún particular ni gestor de cartera puede pasarlo por alto.

Algunos gestores de cartera sostienen que la diversificación no ha seguido dando el mismo nivel de beneficio que antes. La globalización ha producido un aumento en los coeficientes de correlación entre el mercado estadounidense y los mercados extranjeros así como entre las acciones y las materias primas. Los gráficos 19, 20 y 21 indican cómo han aumentado los coeficientes de correlación en la primera década de 2000. Los gráficos muestran los coeficientes de correlación calculados para períodos de 24 meses entre las acciones estadounidenses (medidas por el índice S&P 500) y el índice EAFE de las acciones de países extranjeros desarrollados, entre las acciones estadounidenses y el índice amplio (MSCI) de las acciones de países emergentes, y entre las acciones estadounidenses y el índice Goldman Sachs (GSCI) de una serie de materias primas como el petróleo, metales y

similares. Para los inversores es especialmente preocupante que las correlaciones hayan sido muy altas cuando los mercados caían. Durante la crisis crediticia mundial de 2007-2009 todos los mercados cayeron al unísono. Aparentemente no había dónde refugiarse. No es sorprendente que algunos inversores creyeran que la diversificación ya no era una estrategia eficaz para reducir el riesgo.

GRAFICO 19
CORRELACIÓN BIANUAL DEL ÍNDICE S&P 500 CON EL MSCI EAFE

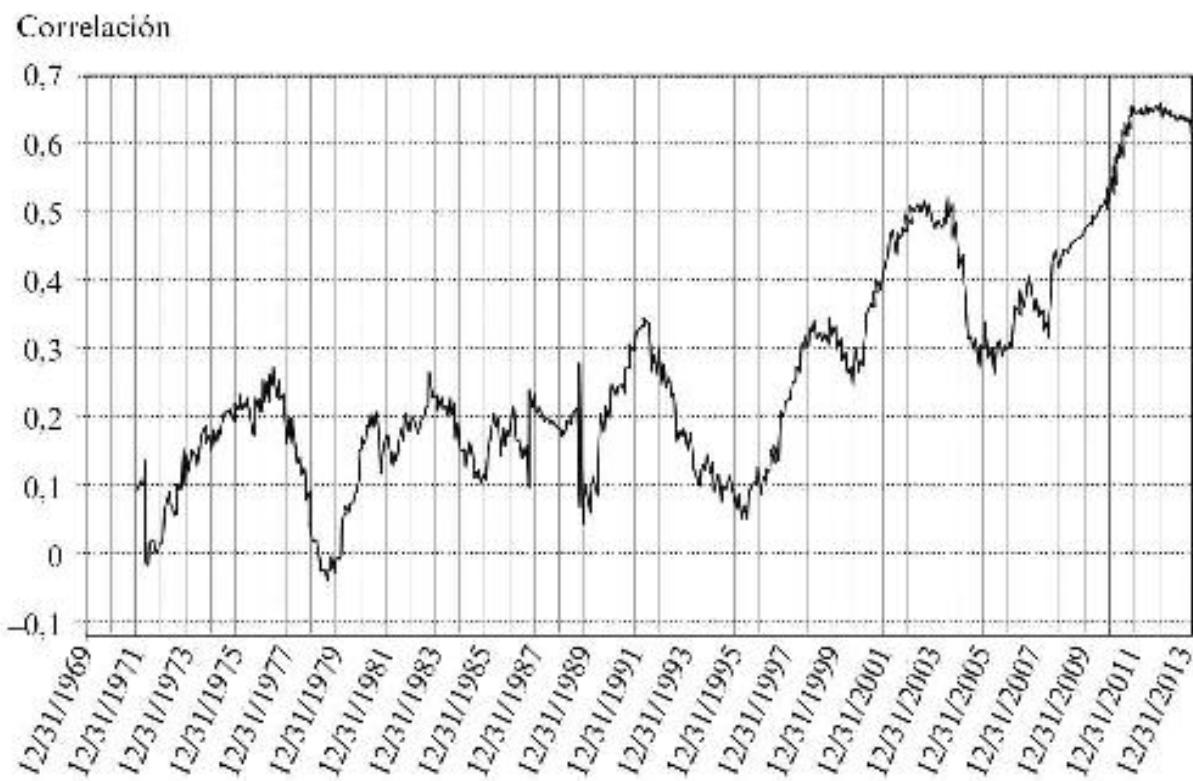


GRAFICO 20
CORRELACIÓN BIANUAL DEL ÍNDICE S&P 500 CON EL MSCI
DE MERCADOS EMERGENTES

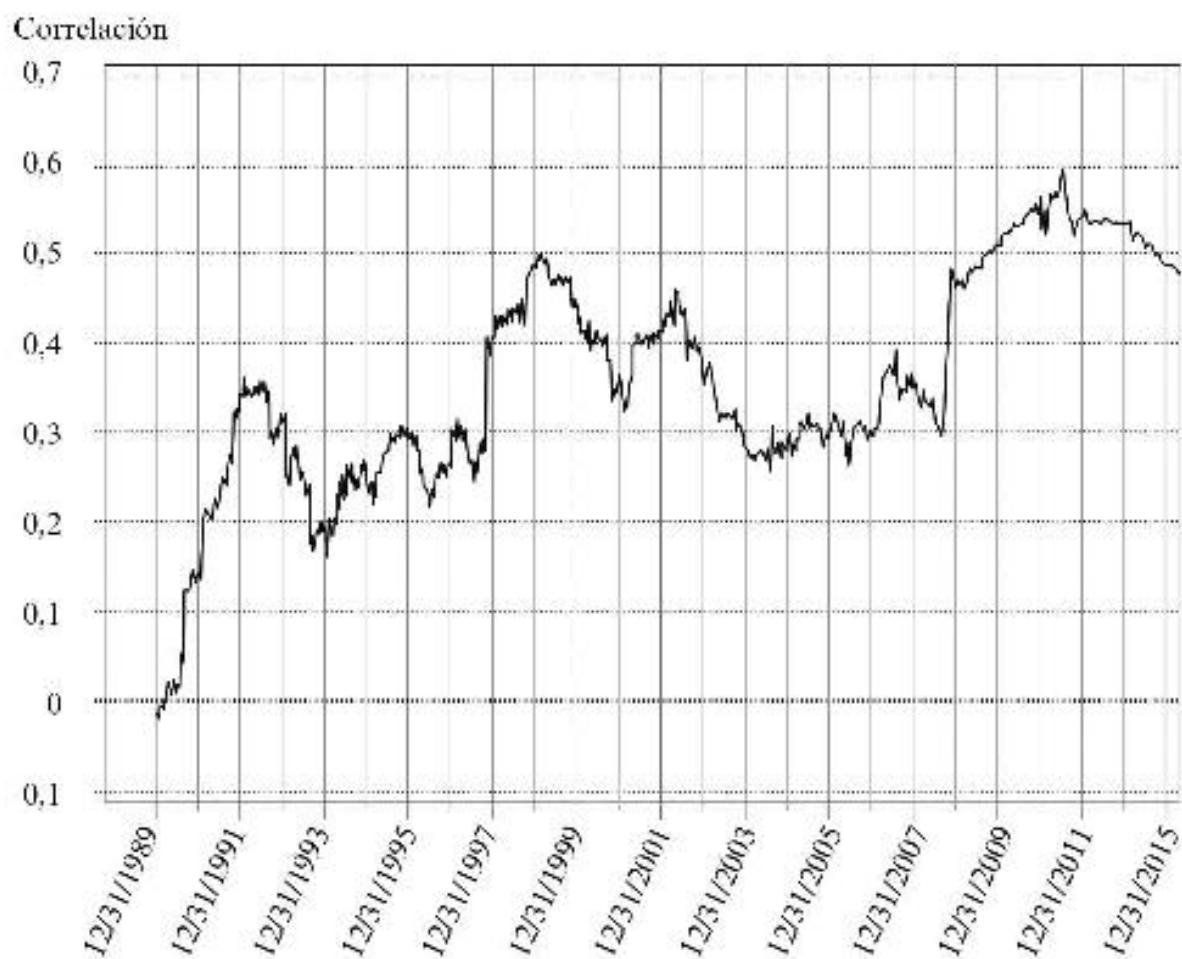
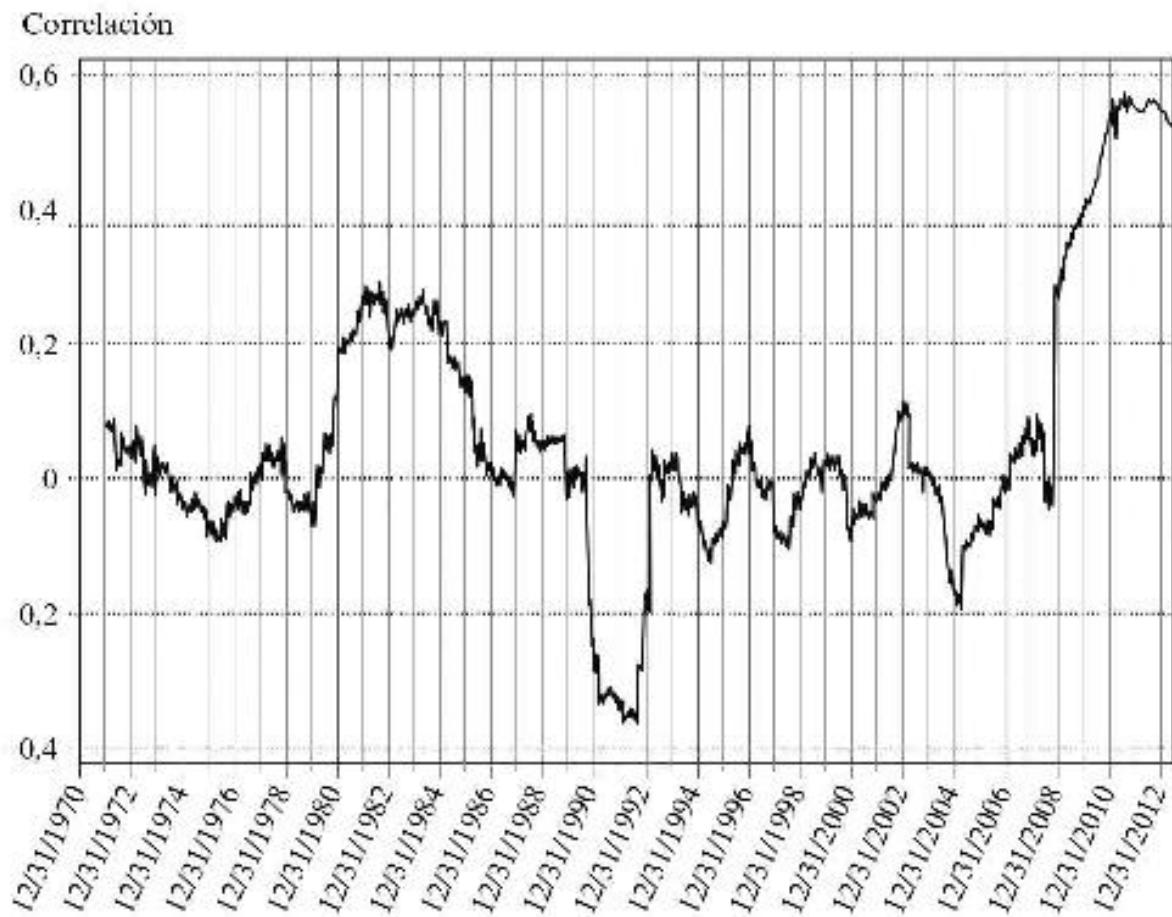


GRÁFICO 21
CORRELACIÓN BIANUAL DEL ÍNDICE S&P 500 CON EL GSCI DE MATERIAS PRIMAS

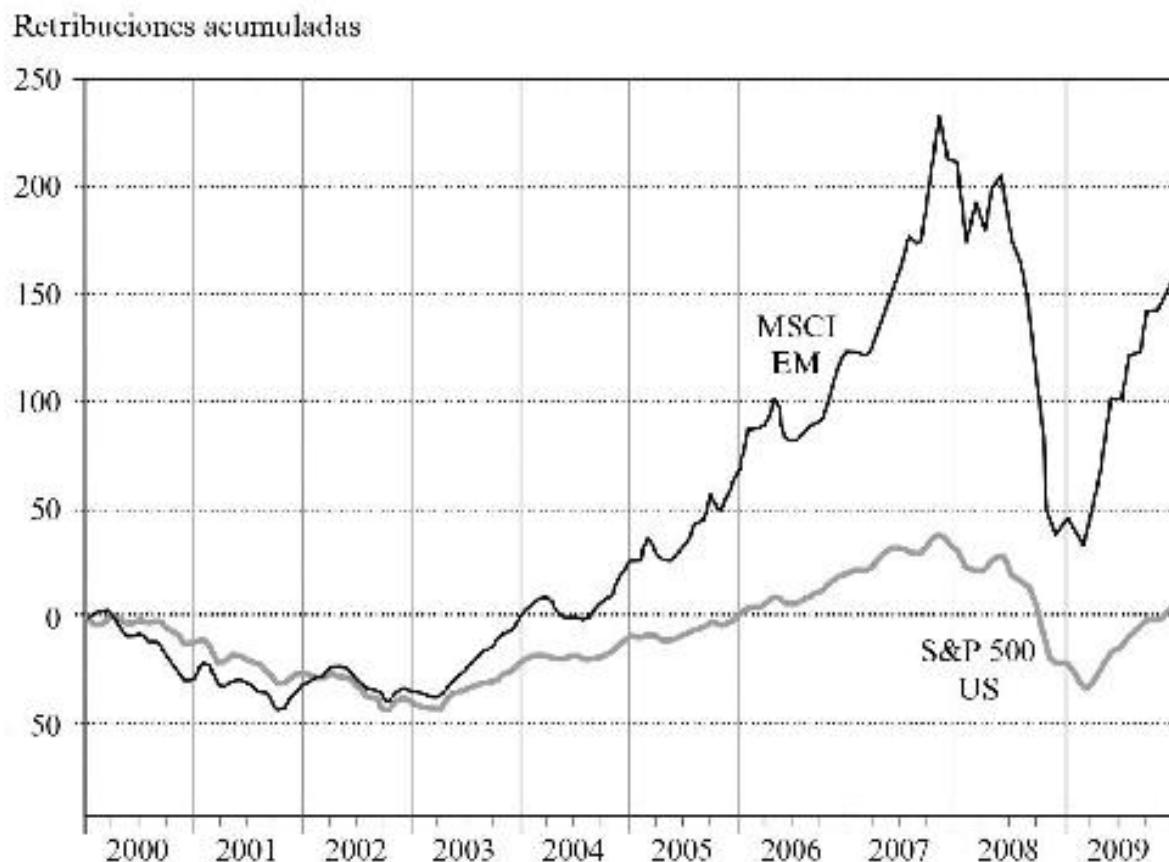


Hay que tener en cuenta que aunque las correlaciones entre mercados hayan aumentado, siguen estando muy lejos de una correlación perfecta y una diversificación amplia seguirá tendiendo a reducir la volatilidad de una cartera. Incluso en periodos en los que los distintos mercados de valores suelen dar tumbos a la vez, la diversificación seguía proporcionando importantes beneficios. Pensemos en la primera década del siglo XXI, que a menudo se denomina la «década perdida» para los accionistas estadounidenses. Los mercados de los países desarrollados —Estados Unidos, Europa y Japón— terminaron la década en el mismo nivel con el que la

empezaron o por debajo del mismo. Los inversores que limitaron su cartera a acciones de economías desarrolladas no obtuvieron una rentabilidad satisfactoria. Pero en esa misma década, los inversores que habían incluido valores de mercados emergentes (que se podían conseguir fácilmente a través de fondos de inversión baratos en mercados emergentes muy diversificados) quedaron muy satisfechos con los resultados de su inversión.

El gráfico 22 muestra que una inversión en el índice S&P 500 no ganó dinero en la primera década de los años 2000. Pero la inversión en un índice de mercados emergentes tuvo una rentabilidad bastante satisfactoria. Y la inversión en BRIC (Brasil, Rusia, India y China) obtuvo retribuciones muy generosas. La diversificación internacional habría sido enormemente beneficiosa para los inversores estadounidenses, incluso durante la «década perdida».

GRÁFICO 22
 LA DIVERSIFICACIÓN EN MERCADOS EMERGENTES AYUDÓ
 DURANTE LA «DÉCADA PERDIDA»: RETRIBUCIONES ACUMULADAS
 DE MERCADOS ALTERNATIVOS



Fuente: Vanguard, Datastream, Morningstar.

Además, los bonos seguros demostraron su utilidad para reducir el riesgo. El gráfico 23 muestra la caída de los coeficientes de correlación entre los bonos del Tesoro y los títulos de gran capitalización de Estados Unidos durante la crisis financiera de 2008-2009. Incluso en el peor momento de la bolsa en 2008, una cartera de bonos diversificada invertida en el índice de bonos amplio de Barclays Capital tuvo una rentabilidad del 5,2 por ciento. Había sitios donde refugiarse durante la crisis financiera. Los bonos (y otros

valores semejantes de los que hablaremos en la Cuarta parte) demostraron su valor para diversificar eficazmente.

En resumen, las lecciones intemporales de la diversificación son tan válidas ahora como en el pasado. En la cuarta parte del libro utilizaré este argumento de la teoría de cartera para aconsejar cómo invertir en diferentes valores según el grupo de edad y la tolerancia al riesgo.



Fuente: Vanguard.

23 El *Diccionario de la Lengua Española* de la Real Academia Española define «riesgo», en su primera acepción, como «la contingencia o proximidad de un daño». [N. de la T.]

24 Los estadísticos utilizan el término «covarianza» para medir lo que yo he denominado el grado de paralelismo entre los rendimientos de dos títulos. Si **R** es el rendimiento del centro turístico, **R̄** es el rendimiento medio o esperado, **U** es el rendimiento del fabricante de paraguas y **Ū** es el rendimiento medio, definiremos la covarianza entre **U** y **R** [o COVUR] de la siguiente forma:

$$\text{COVUR} = \text{Prob. de lluvia } (\mathbf{U}, \text{ si llueve } -\mathbf{U}) (\mathbf{R}, \text{ si llueve } -\mathbf{R}) + \text{Prob. de sol } (\mathbf{U}, \text{ si hace sol } -\mathbf{U}) (\mathbf{R}, \text{ si hace sol } -\mathbf{R})$$

Tomando la tabla anterior de rendimientos y de probabilidades asumidas, podemos sustituir por números:

$$\text{COVUR} = 1/2(0,50 - 0,125)(-0,25 - 0,125) + 1/2(-0,25 - 0,125)(0,50 - 0,125) = -0,141.$$

Como quiera que los rendimientos de los dos títulos se mueven en tandem (cuando sube uno, el otro siempre sube), la cifra de la covarianza será una cifra positiva alta. Si los rendimientos están completamente en desfase, como en este ejemplo, se dice que los dos títulos tienen covarianzas negativas.

Capítulo 9

La recompensa por aumentar el riesgo

«Las teorías que sólo aciertan el 50 por ciento de las veces son menos económicas que el lanzamiento de una moneda.»

George J. Stigler, *La teoría de los precios*

Como cualquier lector debe saber a estas alturas, el riesgo tiene su recompensa. Así, tanto en el ámbito académico como en Wall Street, ya hace tiempo que se producen escaramuzas para utilizar el riesgo como forma de conseguir mayores beneficios. De eso trata este capítulo: la creación de herramientas analíticas para medir el riesgo y, con esos conocimientos, cosechar mayores beneficios.

Comenzaremos puliendo la moderna teoría de cartera. Como mencioné en el capítulo 8, la diversificación no puede eliminar todo el riesgo, como lo hacía en la economía mítica de la isla, porque las acciones tienden a subir o bajar al unísono. Por ello, la diversificación en la práctica reduce parte, pero no todo el riesgo. Tres académicos —el antiguo catedrático de Stanford William Sharpe y los difuntos especialistas en finanzas John Lintner y Fischer Black— centraron su energía intelectual para determinar qué parte del riesgo de un título se podía eliminar mediante la diversificación y qué parte era imposible eliminar. El resultado se conoce como el modelo de valoración de activos financieros. Sharpe recibió el premio Nobel por su contribución a la vez que Markowitz en 1990.

La idea básica del modelo de valoración de activos financieros es que no hay compensación por soportar un riesgo que se puede diversificar. Por tanto, para obtener una mayor tasa de retribución media a largo plazo en una cartera, tendrá que incrementar el nivel de riesgo de la cartera que no puede diversificarse. De acuerdo con esta teoría, los inversores avisados pueden obtener mejores resultados que el mercado general y ganar la carrera de los beneficios con sólo ajustar sus carteras mediante una medida del riesgo llamada beta.

Beta y el riesgo sistemático

¿Beta? ¿Cómo salió una letra griega en la conversación? ¿Puede usted imaginarse a un agente de bolsa diciendo: «Podemos describir de forma razonable el riesgo total de cualquier título (o cartera) como la variabilidad total (varianza o desviación típica) de los rendimientos de un título»? Probablemente ahuyentaría a los pocos clientes particulares que aún le quedasen. Pero los que nos dedicamos a la enseñanza no tenemos ese tipo de restricciones y decimos con frecuencia cosas similares. Incluso llegamos a decir que aparte del riesgo total o variabilidad se le puede denominar *riesgo sistemático*, y que se produce por la variabilidad básica de los precios de las acciones en general y la tendencia que tienen todas las acciones a moverse en la misma dirección que lo hace el mercado general, al menos en cierta medida. El resto de la variabilidad de los rendimientos de una acción se denomina *riesgo no sistemático*, y resulta de los factores peculiares de cada empresa; por ejemplo, una huelga, el descubrimiento de un producto nuevo y demás.

El riesgo sistemático, también denominado riesgo de mercado, encierra la reacción de las acciones individuales

(o carteras) hacia los cambios del mercado general. Algunas acciones y carteras tienden a ser muy sensibles a los movimientos del mercado. Otras son más estables. Esta volatilidad relativa o sensibilidad a los movimientos del mercado se puede estimar tomando como referencia el historial del pasado, y se conoce de forma popular con el nombre de la letra griega beta.

En este momento está usted a punto de aprender todo lo que siempre quiso saber sobre la beta pero nunca se atrevió a preguntar. Básicamente, la beta es la descripción numérica del riesgo sistemático. A pesar de las manipulaciones matemáticas que entraña, la idea básica que se encuentra tras la medida beta es la de asignar ciertos números precisos a los sentimientos subjetivos que siempre han tenido los gestores del dinero. El cálculo de la beta es en esencia una comparación entre los movimientos de una acción individual (o cartera) y los movimientos del mercado en su totalidad.

El cálculo comienza concediendo a beta un valor de 1 para un índice de mercado amplio. Si una acción tiene una beta de 2, en ese caso en promedio tiene una oscilación del doble que la del mercado. Si el mercado sube un 10 por ciento, la acción sube el 20 por ciento. Si un título tiene una beta del 0,5, tenderá a subir o bajar el 5 por ciento cuando el mercado suba o baje el 10 por ciento. Los profesionales llaman a las acciones con una beta elevada inversiones agresivas, y a las acciones con una beta baja, inversiones defensivas.

Lo que debe tenerse en cuenta es que el riesgo sistemático no se puede eliminar mediante la diversificación. Precisamente porque todas las acciones se mueven más o menos de forma paralela (una gran parte de la variabilidad es sistemática), incluso las carteras de acciones diversificadas son arriesgadas. En efecto, si se

diversifica perfectamente comprando una participación del índice de mercado total (que tiene por definición una beta de 1), todavía se obtendrían unos beneficios bastante variables (arriesgados), ya que el mercado en su conjunto fluctúa de forma amplia.

El riesgo no sistemático es la variabilidad de los precios de las acciones (y, por tanto, de los rendimientos de las acciones) que resulta de los factores peculiares de una empresa particular. La firma de un gran contrato nuevo, el hallazgo de recursos minerales, las dificultades laborales, el descubrimiento de que el director de tesorería de una sociedad ha estado haciendo un desfalco, todo ello puede hacer que el precio de una acción se mueva de manera independiente al mercado. El riesgo asociado con esta variabilidad es precisamente del tipo que puede reducir la diversificación. El meollo de la teoría de cartera es que, en la medida en que las acciones no se muevan de forma paralela, las variaciones que se puedan producir en los rendimientos de cualquier título tenderán a ser eliminadas mediante la variación complementaria de los rendimientos de otros títulos.

El gráfico 24, similar al 16, ilustra la importancia de la relación entre la diversificación y el riesgo total. Supongamos que seleccionamos unos títulos de forma aleatoria para nuestra cartera que según la media tienden a ser tan volátiles como el mercado (la media de las betas de los títulos de la cartera siempre será igual a 1). El gráfico muestra que a medida que añadimos cada vez más títulos, baja el riesgo total de nuestra cartera, en especial al comienzo.

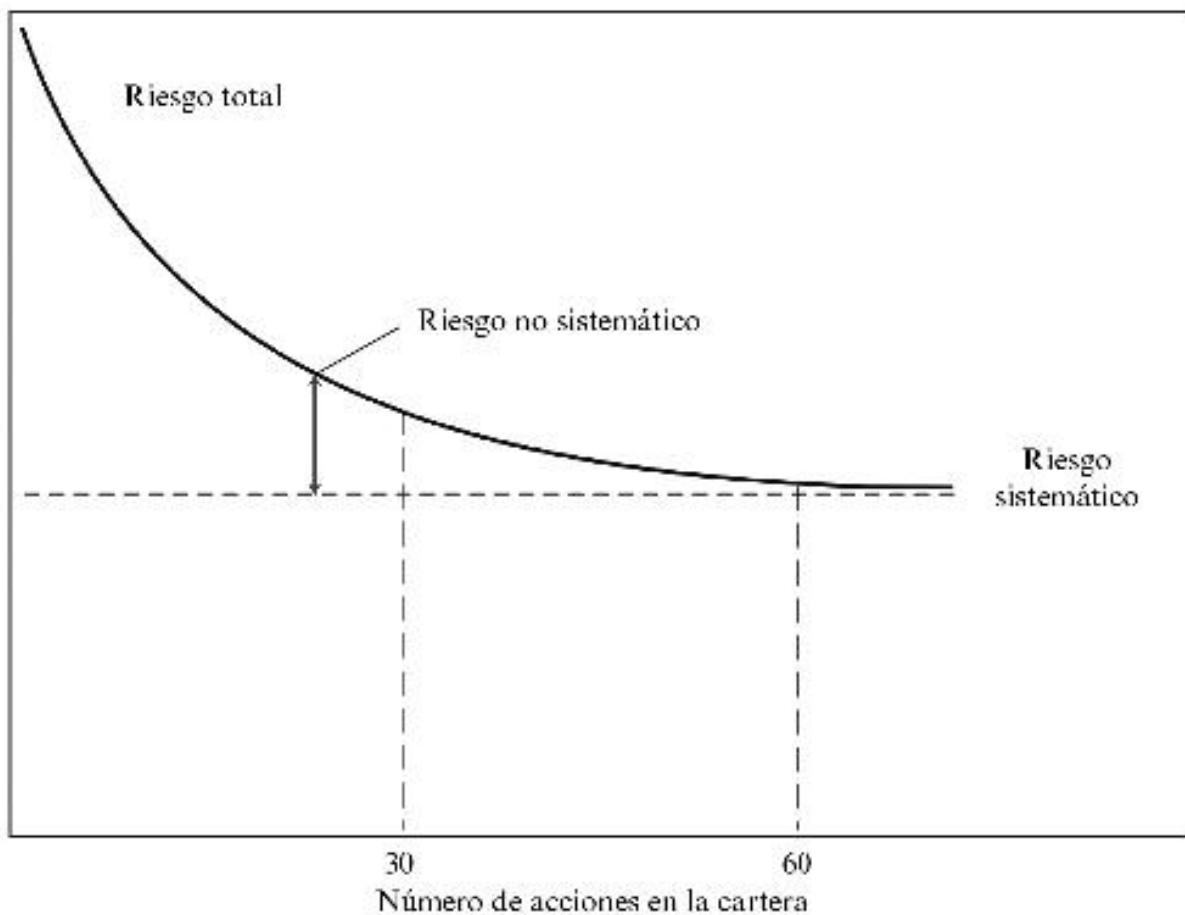
Cuando se seleccionan 30 títulos para nuestra cartera, queda eliminado gran parte del riesgo no sistemático, y una diversificación adicional produce una mínima reducción del riesgo posterior. Para cuando tengamos en la cartera 60

títulos bien diversificados, el riesgo no sistemático ha quedado eliminado de forma sustancial y la cartera (con una beta de 1) tenderá a subir y bajar de forma paralela al mercado. Por supuesto, podríamos realizar el mismo experimento con acciones cuyo valor medio de beta sea de 1 1/2. De nuevo nos encontraríamos con que la diversificación reduce rápidamente el riesgo no sistemático, pero el resto del riesgo sistemático sería mayor. Una cartera de 20 acciones o más con un valor medio de beta del 1 1/2 tendería a ser el 50 por ciento más volátil que el mercado.

Y ahora llega el paso clave del argumento. Tanto los teóricos financieros como los que se dedican a la práctica están de acuerdo en que los inversores deberían ser recompensados por asumir mayor riesgo mediante un rendimiento esperado más elevado. Los precios de las acciones deben, por tanto, ajustarse para ofrecer unos rendimientos más elevados allí donde se perciba más riesgo, para asegurar que todos los títulos son adquiridos. Obviamente, los inversores adversos al riesgo no comprarían títulos más arriesgados sin tener expectativas de conseguir una recompensa extra. Pero no todo el riesgo de los títulos particulares es relevante para determinar la prima por asumirlo. La parte no sistemática del riesgo total queda fácilmente eliminada mediante una diversificación adecuada. Por tanto, no hay razón para pensar que los inversores sean compensados con una prima de riesgo por asumir el no sistemático. La única parte del riesgo total por la que los inversores serán pagados por asumirlo es por el riesgo sistemático, el que no puede paliarse con la diversificación. Por tanto, el modelo de valoración de activos financieros dice que los rendimientos (y, por ello, las primas de riesgo) para cualquier acción (o cartera)

estarán relacionados con la beta, el riesgo sistemático que no se puede diversificar.

GRÁFICO 24
CÓMO REDUCE EL RIESGO LA DIVERSIFICACIÓN
RIESGO DE LA CARTERA
(Desviación típica del rendimiento)



El modelo de valoración de activos financieros (CAPM)

La propuesta de que el riesgo y la recompensa están relacionados no es nueva. Los especialistas financieros han estado de acuerdo durante muchos años en que los

inversores necesitan ser compensados por asumir un mayor riesgo. Lo que es distinto en la nueva tecnología de la inversión es la definición y la medida del riesgo. Antes de la llegada del modelo de valoración de activos financieros se creía que el rendimiento de cada título estaba relacionado con el riesgo total inherente al mismo. Se creía que el rendimiento del título variaba con la inestabilidad de la actuación de ese título en particular, es decir, con la variabilidad o desviación típica de los rendimientos que producía. La nueva teoría dice que el riesgo total de cada título particular carece de importancia. Lo único relevante para la valoración es el componente sistemático de la inestabilidad total.

Aunque la prueba matemática de esta proposición es aborrecible, la lógica que la sostiene es bastante sencilla. Considere usted un caso en el que existen dos grupos de títulos: el grupo I y el grupo II, con 60 títulos cada uno. Suponga que el riesgo sistemático (beta) de cada uno es de 1; es decir, cada uno de los títulos de los dos grupos tiende a subir y bajar a la vez que lo hace el mercado general. Suponga ahora que, debido a los factores peculiares de los títulos particulares del grupo I, el riesgo total de cada uno de los títulos es sustancialmente más elevado que el riesgo total de cada título del grupo II. Imagínese, por ejemplo, que, además de ser susceptibles a los factores generales del mercado, los títulos del grupo I lo son también en especial a las variaciones atmosféricas, a los movimientos de los tipos de cambio y a los desastres naturales. El riesgo específico para cada uno de los títulos del grupo I será, por consiguiente, muy elevado. El riesgo específico para cada uno de los títulos del grupo II, sin embargo, se da por sentado que es muy bajo y, por consiguiente, el riesgo total de cada uno de ellos será muy bajo. De forma esquemática, aparece de la siguiente forma:

<i>Grupo I (60 títulos)</i>	<i>Grupo II (60 títulos)</i>
Riesgo sistemático (beta) = 1 para cada título	Riesgo sistemático (beta) = 1 para cada título
Riesgo específico alto para cada título	Riesgo específico bajo para cada título
Riesgo total alto para cada título	Riesgo total bajo para cada título

Según la antigua teoría, aceptada de forma general antes de la llegada del modelo de valoración de activos financieros, los rendimientos de una cartera compuesta por títulos del grupo I deberían ser más elevados ya que cada título del grupo I tiene un riesgo total más elevado, y el riesgo, como ya sabemos, tiene sus recompensas. Con la llegada de la nueva tecnología de la inversión cambió esta forma de pensar. Según el modelo de valoración de activos financieros, los rendimientos de ambas carteras deberían ser iguales. ¿Por qué?

En primer lugar, recordemos el gráfico 24. (El olvidadizo puede echar otra ojeada.) En él veíamos que a medida que el número de títulos de la cartera se aproximaba a 60, el riesgo total de ésta se reducía hasta el nivel sistemático. Los lectores meticolosos se darán cuenta ahora de que en la ilustración esquemática el número de títulos de cada cartera era de 60. Esto quiere decir que el riesgo no sistemático había sido esencialmente eliminado: un desastre atmosférico inesperado quedaba compensado con un tipo de cambio favorable, etc. Lo que queda es solamente el riesgo sistemático de cada acción de la cartera, que viene dado por su valor beta. Pero en estos dos grupos cada una de las acciones tiene un valor beta de 1. Por tanto, la actuación de una cartera con títulos del grupo I y una cartera con valores del grupo II será exactamente igual en relación con el riesgo (desviación típica), aunque las acciones del grupo I muestren un riesgo total más elevado que las acciones del grupo II.

En este momento el punto de vista antiguo y el punto de vista nuevo se enfrentan. Según el antiguo sistema de valoración, se consideraba que los títulos del grupo I ofrecían un rendimiento más elevado debido a su riesgo más alto. El modelo de valoración de activos financieros dice que no existe mayor riesgo al ser titular de valores del grupo I si se encuentran en una cartera diversificada. En efecto, si los títulos del grupo I ofreciesen rendimientos más elevados, en ese caso todos los inversores racionales los preferirían en lugar de los títulos del grupo II e intentarían reorganizar sus valores para captar los rendimientos más elevados del grupo I. Pero, por el mismo proceso, harían subir los precios de los títulos del grupo I y harían que bajasen los precios de los títulos del grupo II hasta que, al conseguir un equilibrio (cuando los inversores ya no deseasen cambiar de unos títulos a otros), la cartera de cada uno de los grupos tuviese unos rendimientos idénticos, que guardarían relación con el componente sistemático del riesgo (beta) en lugar de hacerlo con el riesgo total (incluyendo las partes no sistemáticas o específicas). Ya que se pueden combinar las acciones en las carteras para eliminar el riesgo específico, solamente el riesgo sistemático o no diversificable sería el que demandaría una prima por riesgo. Los inversores no serían remunerados por asumir riesgos que pueden ser eliminados mediante la diversificación. Ésta es la lógica básica tras el modelo de valoración de activos financieros.

En pocas palabras, la prueba del modelo de valoración de activos financieros (a partir de ahora lo llamaremos CAPM, ya que a los economistas nos encanta utilizar las siglas²⁵) se puede formular de la siguiente manera: si los inversores obtuviesen un rendimiento extra (una prima por riesgo) por asumir un riesgo no sistemático, resultaría que las carteras diversificadas, compuestas por acciones de

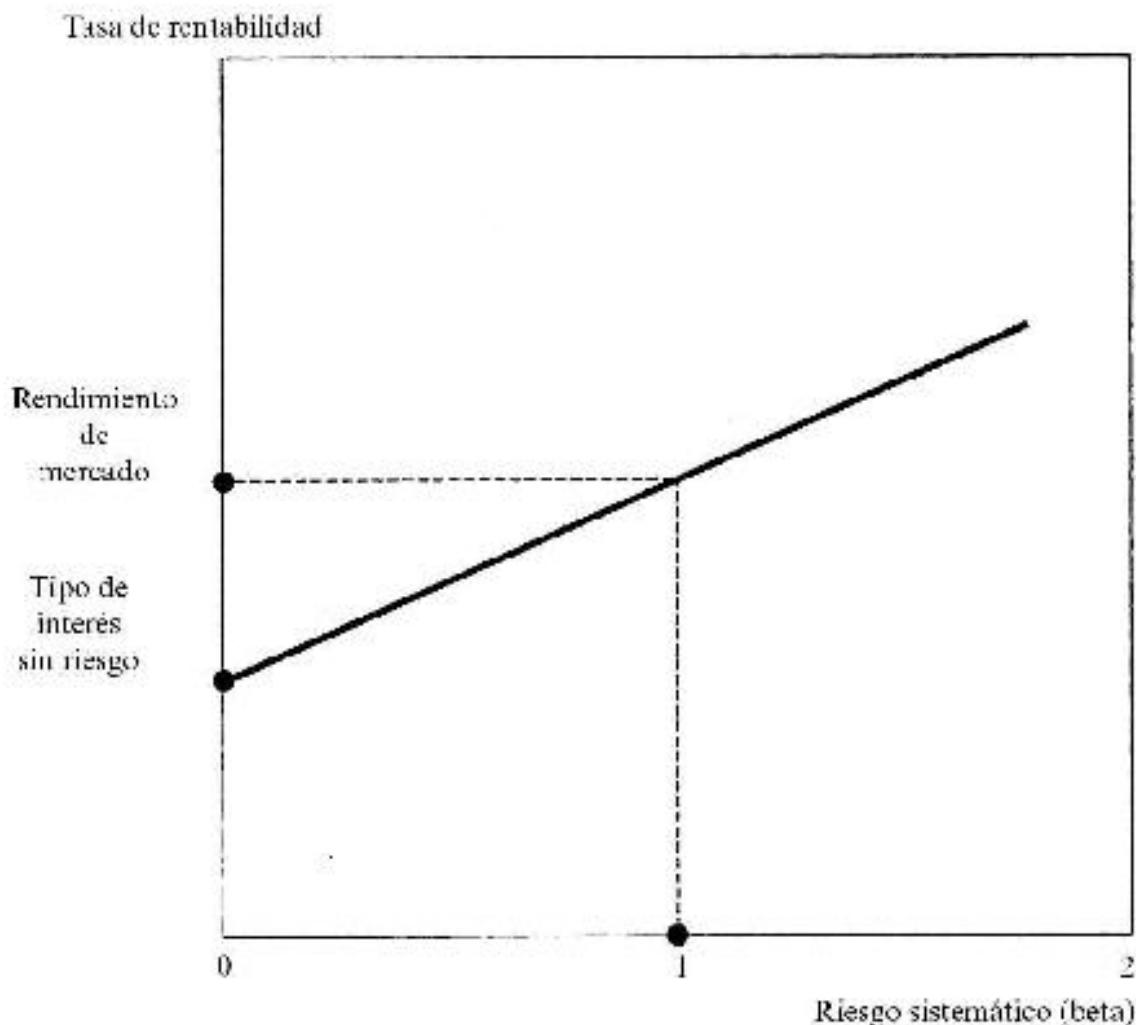
grandes cantidades de riesgo no sistemático, darían mayores rendimientos que las carteras de riesgo similar compuestas por acciones de menor riesgo sistemático. Los inversores reaccionarían bruscamente ante la oportunidad de conseguir rendimientos más elevados, pujando al alza los precios de las acciones que tuviesen un riesgo no sistemático más alto y vendiendo las acciones que tuviesen betas equivalentes, pero un riesgo no sistemático más bajo. Este proceso seguiría hasta que se igualasen las perspectivas de rendimientos de las acciones con betas idénticas y no se pudiese obtener ninguna prima por riesgo por asumir el riesgo no sistemático. Cualquier otro resultado sería incoherente con la existencia de un mercado eficiente.

La relación clave de la teoría se muestra en el gráfico 25. A medida que aumenta el riesgo sistemático (beta) de una acción particular o cartera, también aumenta el rendimiento que puede esperar un inversor. Si la cartera de un inversor tiene una beta de valor cero, como sería el caso si tuviese invertidos todos sus fondos en una libreta de ahorros bancaria (la beta sería cero, ya que los rendimientos de la libreta no variarían para nada con las oscilaciones de la bolsa), el inversor recibiría una modesta tasa de rendimiento, que suele denominarse tipo de interés libre de riesgo. Sin embargo, a medida que el individuo asume un riesgo mayor, el rendimiento debería aumentar. Si el inversor es titular de una cartera con un valor de beta de 1 (como, por ejemplo, si tiene participaciones de las acciones que componen uno de los fondos de inversión de índices bursátiles), su rendimiento será igual al rendimiento general de las acciones. Este rendimiento, en extensos periodos, ha excedido al tipo de interés libre de riesgo, pero la inversión es arriesgada. En determinadas épocas, el rendimiento es muy inferior al tipo de interés

libre de riesgo y supone unas pérdidas sustanciales. Como ya hemos dicho, esto es precisamente lo que significa riesgo.

El gráfico muestra que es posible un determinado número de distintos rendimientos esperados mediante el ajuste de la beta de la cartera. Por ejemplo, suponga que el inversor pone la mitad de su dinero en una libreta de ahorros y la otra mitad en una participación en las acciones de un fondo de inversión que representa al mercado bursátil amplio. En este caso recibiría un rendimiento que se encontraría a mitad de camino entre el rendimiento libre de riesgo y el rendimiento del mercado, y la cartera tendría un valor medio de beta del 0,5²⁶. El CAPM afirma en ese caso de forma sencilla que para obtener una tasa de rendimiento media más elevada a largo plazo usted sólo debería aumentar el valor de beta de su cartera. Un inversor puede conseguir una cartera con una beta mayor de 1 bien comprando acciones con un valor de beta elevado, bien comprando una cartera con una volatilidad media a crédito. (Véanse el gráfico 25 y el cuadro de la página siguiente.)

GRÁFICO 25
RIESGO Y RENDIMIENTO SEGÚN EL MODELO DE VALORACIÓN
DE ACTIVOS FINANCIEROS*



* Los que recuerden su álgebra del colegio se acordarán de que toda línea recta se puede escribir como una ecuación. La ecuación del gráfico es:

Tasa de rentabilidad = Tipo de interés sin riesgo + Beta (Rendimiento del mercado - Tipo de interés sin riesgo).

Alternativamente, la ecuación puede escribirse con una expresión de la prima de riesgo, esto es, la tasa de rentabilidad obtenida en la acción o cartera que está por encima del tipo de interés sin riesgo.

Tasa de rentabilidad - Tipo de interés sin riesgo = Beta (Rendimiento del mercado - Tipo de interés sin riesgo).

La ecuación dice que la prima de riesgo que se obtiene en una acción o cartera aumenta proporcionalmente con el valor de beta que suponemos. Agunos lectores se preguntarán qué relación tiene la beta con el concepto de covarianza que fue tan esencial en nuestra discusión de la teoría de cartera. La beta de un título es esencialmente lo mismo que la covarianza entre ese título y el índice de mercado, medida sobre la base de la experiencia pasada.

Lo mismo que las acciones tuvieron sus modas, la beta se puso de moda a principios de los años 70. *Institutional Investor*, la revista de prestigio que utilizaba la mayor parte de sus páginas para realizar las crónicas de elogio de los gestores profesionales del dinero, le dio su imprimáutur al movimiento resaltando en la portada las letras BETA sobre un templo a la vez que incluía como artículo principal «¡El culto a la Beta! La nueva forma de medir el riesgo». La revista señalaba que los hombres del dinero, cuyas matemáticas apenas iban más allá de las divisiones largas, se dedicaban ahora a «lanzar betas por todas partes con el abandono de doctorandos en teoría estadística». Incluso la Comisión del Mercado de Valores dio su aprobación a la beta como medida del riesgo en su *Institutional Investors Study Report*.

EJEMPLO DE CONSTRUCCIÓN DE CARTERA^a

Beta deseada	Composición de la cartera	Rendimiento esperado de la cartera
0	1\$ en el activo sin riesgo	10%
1/2	0,50\$ en el activo sin riesgo 0,50\$ en la cartera de mercado	1/2(0,10) + 1/2(0,15) = 0,125, o 12 1/2% ^b
1	1\$ en la cartera de mercado	15%
1 1/2	1,50\$ en la cartera de mercado, tomando prestado 0,50\$ al tipo de interés supuesto del 10%	1 1/2(0,15) – 1/2(0,10) = 0,175, o 17 1/2%

^a Suponiendo un rendimiento de mercado esperado del 15 por ciento y un tipo de interés sin riesgo del 10 por ciento.

^b También podemos deducir la cifra del rendimiento esperado usando directamente la fórmula que acompaña al gráfico 25:

$$\text{Tasa de rendimiento} = 0,10 + 1/2 (0,15 - 0,10) = 0,125, \text{ o } 12 1/2\%.$$

En Wall Street, los primeros partidarios de la beta se jactaban de que podían conseguir unas tasas de rendimiento a largo plazo más elevadas sólo con comprar

unas acciones con valores de beta elevados. Los que creyeron que podían adelantarse al mercado pensaron que tenían una idea mejor. Comprarían acciones con valores de beta elevados cuando creyeran que el mercado estaba subiendo y se cambiarían a acciones de betas bajas cuando temiesen que el mercado podía bajar. Para acomodarse al entusiasmo por esta nueva idea de inversión, proliferaron entre las sociedades de bolsa los servicios de medida de beta, y para una sociedad de bolsa resultaba un símbolo de carácter progresista proporcionar sus propias estimaciones de beta. Actualmente se pueden obtener las estimaciones de beta de intermediarios como Merrill Lynch y de servicios de asesoría de inversión como Value Line y Morningstar. Los impulsadores de la beta en Wall Street exageraron las excelencias de su producto con un desenfreno que hubiese sorprendido hasta a los escritorzueros universitarios más entusiastas dedicados a difundir el evangelio de la beta.

Miremos el expediente

En la obra *Enrique IV*, de Shakespeare, Glendower se jacta ante Hotspur: «Puedo invocar a los espíritus de las profundidades». «¡Toma!, y yo, y todo el mundo», contesta Hotspur sin quedar impresionado, «pero ¿vienen cuando los invocas?». Cualquiera puede elaborar teorías sobre el funcionamiento del mercado de valores, y el modelo de valoración de activos financieros no deja de ser otra teoría más. Lo que debe tenerse en cuenta es si funciona.

Sin duda, muchos inversores institucionales han abrazado el concepto de beta, aunque sólo sea en un intento de restar importancia a los ostentosos excesos del pasado. La beta, después de todo, es una creación académica. ¿Qué puede ser más sobrio? Creado

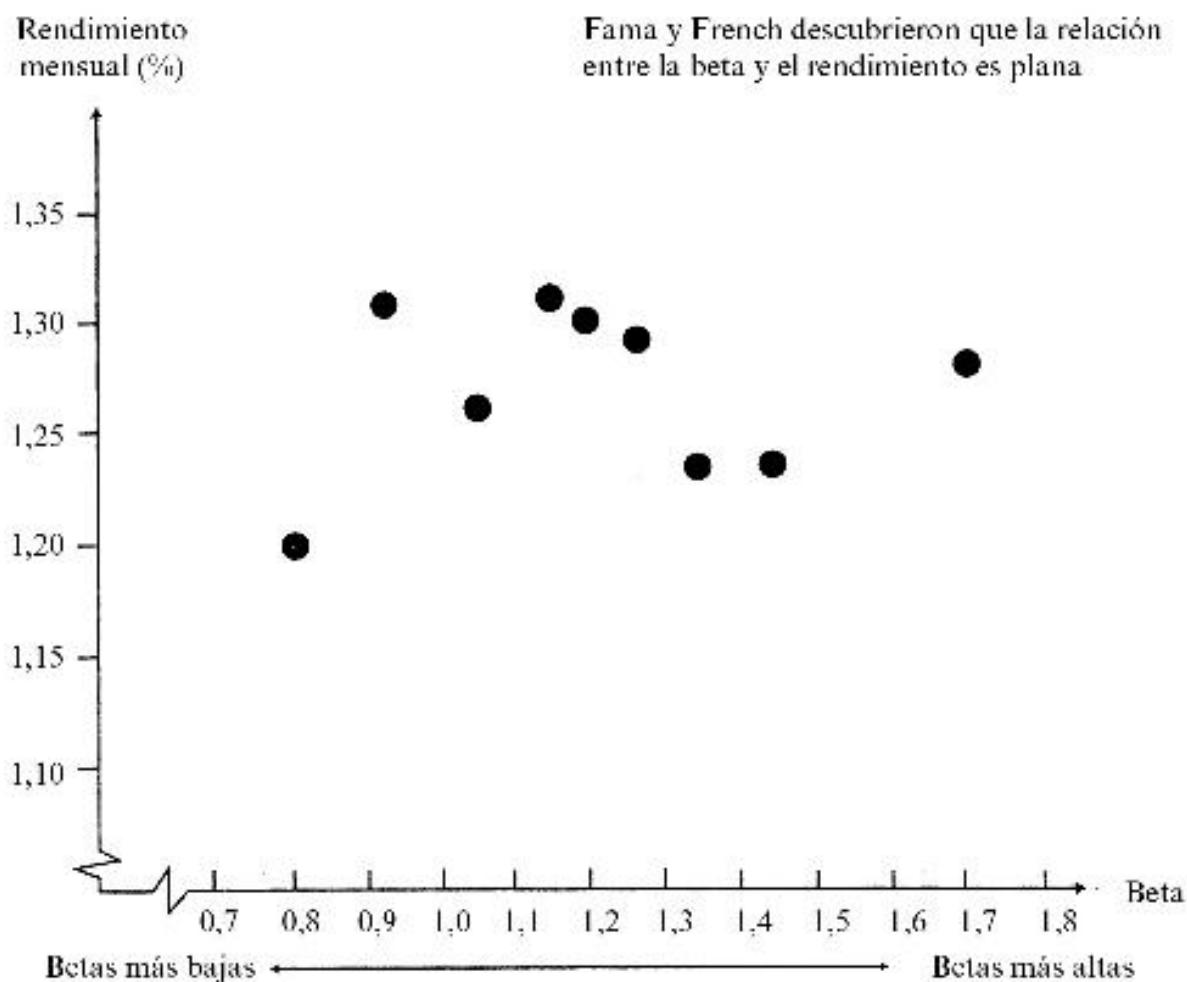
simplemente como un número que describe el riesgo de un título, parece casi estéril por naturaleza. Es cierto que requiere una gran inversión en programas de ordenadores, pero a los chartistas de salón les encanta. Aun cuando no se crea en la beta, ha de usarse su lenguaje, ya que en las universidades de todo el país mis colegas y yo nos hemos dedicado a la producción de una extensa gama de doctores y licenciados del MBA que declaman su terminología. Ahora utilizan la beta como método para evaluar la actuación de los gestores de carteras. Si el rendimiento realizado es superior a la predicción del número beta global de la cartera, se dice que el gestor ha obtenido un alfa positivo. Enormes cantidades de dinero en el mercado estaban a la búsqueda del gestor que pudiese suministrar el alfa más elevada.

¿Pero es en realidad la beta una medida útil del riesgo? ¿Es cierto que las carteras con un valor elevado de beta proporcionan mayores rendimientos a largo plazo que las que tienen valores bajos de beta, como se asegura en el modelo de valoración de activos financieros? ¿El valor de beta por sí solo resume el riesgo sistemático total de un valor o necesitamos tener también en cuenta otros factores? En resumen, ¿se merece la beta en realidad un alfa? Todo ello es materia de intensos debates entre los profesionales y los profesores universitarios.

En un estudio publicado en 1992, Eugene Fama y Kenneth French dividieron todos los valores negociados en diez carteras basadas en sus niveles de beta para el periodo 1963-1990. El decil 1 contenía el 10 por ciento de todas las acciones con las betas más bajas; el decil 10 contenía el 10 por ciento con las betas más altas. El sorprendente resultado, que se muestra en el gráfico 26, es que no hay prácticamente ninguna relación entre el rendimiento de estas carteras y sus betas. He encontrado

un resultado similar para la relación entre el rendimiento y la beta para los fondos de inversión. No había relación entre los rendimientos de las acciones o de las carteras y la medida beta de su riesgo.

GRÁFICO 26
RETRIBUCIÓN MEDIA MENSUAL FRENTA A BETA: 1963-1990
(ESTUDIO DE FAMA Y FRENCH)



Puesto que su amplio estudio abarcaba un periodo de casi treinta años, Fama y French concluyeron que la relación entre la beta y el rendimiento es esencialmente plana. La beta, la herramienta analítica clave del modelo de valoración de activos financieros, no es una medida útil

para hallar la relación entre riesgo y rendimiento. Y, de este modo, a mediados de los años 90, no sólo los profesionales, sino muchos académicos también, estaban ya dispuestos a arrojar la beta al montón de los desperdicios. La prensa financiera, que antes había narrado el influjo creciente de la beta, ahora presentaba artículos principales con títulos como «La muerte de la beta», «Adiós, beta» y «La beta, derrotada». El *Institutional Investor* citaba una carta que la revista acababa de recibir de un escritor conocido sólo como «Deep Quant»²⁷. La carta comenzaba: «Está empezando a correr la historia entre los que gestionan el dinero de que el modelo de valoración de activos financieros está muerto». La revista continuaba citando a un «cuanti renegado» de la siguiente forma: «La matemática avanzada se convertirá para los inversores en lo que el *Titanic* fue para la navegación», y de esta forma todo el conjunto de instrumentos que formaban la nueva tecnología de la inversión, incluida incluso la moderna teoría de cartera (MPT), se puso bajo una nube de sospecha.

Valoración de las pruebas

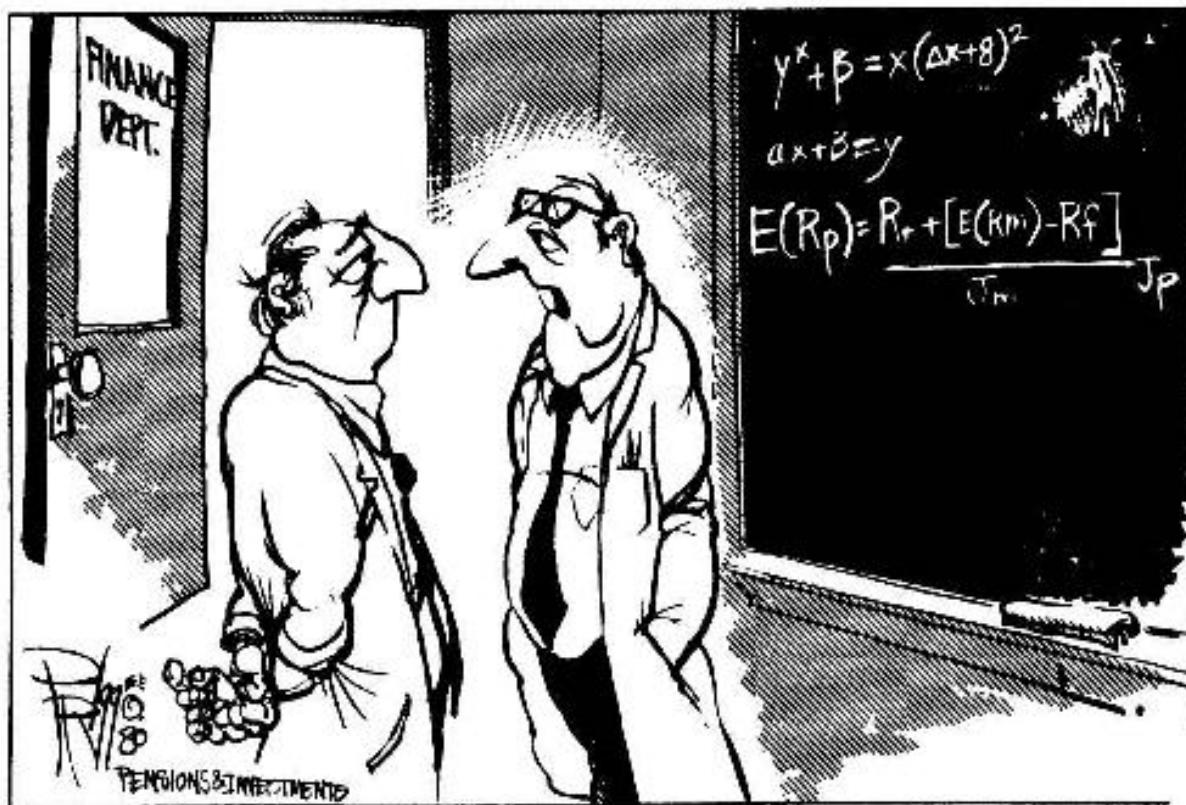
Mi conjectura propia es que el «cuanti renegado» está equivocado. El descubrimiento de serias grietas en el CAPM no conduce al abandono de los instrumentos matemáticos en el análisis financiero y a la vuelta al análisis tradicional de valores. La comunidad financiera no está dispuesta a escribir en este momento una necrológica para la beta. Creo que existen varias razones para evitar un juicio precipitado.

En primer lugar, resulta importante recordar que los rendimientos estables son preferibles, es decir, menos arriesgados, a los muy volátiles. Es evidente que si se

pudiera obtener sólo la misma tasa de rendimientos en las prospecciones petroleras que la que pudiera lograrse por unos valores gubernamentales sin riesgo, sólo quienes amen el juego en sí mismo buscarían petróleo. Si en realidad a los inversores no les preocupara en absoluto la volatilidad, los mercados billonarios de valores de derivados no medrarían como lo hacen. Por tanto, la medida de beta de la volatilidad relativa recoge al menos algunos aspectos de lo que solemos considerar riesgo. Y las betas de una cartera de valores del pasado hacen una labor razonablemente buena en la predicción de la volatilidad relativa del futuro.

En segundo lugar, como ha señalado el profesor Richard Roll de la UCLA, debemos tener en mente que es muy difícil (en realidad probablemente imposible) valorar la beta con alguna precisión. El Índice Standard & Poor 500 no es «el mercado». El mercado de valores total contiene muchos miles de acciones más de los Estados Unidos y miles más de países extranjeros. Además, el mercado total incluye bonos, propiedades inmobiliarias, materias primas y activos de todas clases, incluido uno de los más importantes que todos tenemos: el capital humano construido por la educación, el trabajo y las experiencias vitales. Según se mida exactamente el «mercado», se pueden obtener muy diferentes valores de beta. La propia conclusión sobre el modelo de valoración de activos financieros y la utilidad de beta como medida del riesgo dependen mucho de cómo se mida la beta. Dos economistas de la Universidad de Minnesota, Ravi Jagannathan y Zhenyu Wang, descubrieron que cuando el índice de mercado (sobre el que valoramos la beta) se redefine para incluir el capital humano y cuando se permite a las betas variar con fluctuaciones cíclicas en la economía, el apoyo al

CAPM y la beta como predictora de rendimientos es bastante fuerte.



«¿No te preocupa que cuando dices MPT deprisa suene como «empty» [vacío]?»

© Milt Priggee / Pensions & Investments. www.miltpriggee.com. Reproducido con permiso.

Por último, los inversores deben tener en cuenta que incluso si la relación a largo plazo entre la beta y el rendimiento fuera plana, la beta puede seguir siendo un útil instrumento para gestionar la inversión. Si de hecho fuera el caso que las acciones con beta baja obtuvieran fielmente tasas de rendimiento al menos tan altas como las acciones con betas elevadas (una condición enorme, sin duda), entonces la beta como instrumento de inversión es aún más valiosa de lo que lo sería si se sostuviera el modelo de valoración de activos financieros. Los inversores deberían

recoger las acciones con betas bajas y obtener rendimientos tan atractivos como el mercado en su conjunto, pero con un riesgo mucho menor. Y los inversores que deseen buscar rendimientos más elevados asumiendo un riesgo mayor deberían comprar al margen y mantener acciones con betas bajas, con lo que aumentarían su riesgo y beneficios. En el capítulo 11 veremos que algunas estrategias de «smart beta» están diseñadas para ejecutar exactamente dicha estrategia. Sin embargo, lo que está claro es que la beta, como suele medirse, no resulta fiable como un simple predictor de rendimientos futuros a largo plazo.

La búsqueda del cuanti para obtener mejores medidas del riesgo: La teoría de valoración por arbitraje

Si la beta está muy deteriorada como una efectiva medida cuantitativa del riesgo, ¿hay algo que tome su puesto? Uno de los pioneros en el campo de la medida del riesgo es Stephen Ross, quien ha desarrollado una nueva teoría de valoración en los mercados de capital llamada «APT», o teoría de valoración por arbitraje. Para comprender la lógica del trabajo APT más reciente sobre la medida del riesgo hay que recordar la percepción implícita del CAPM: el único riesgo por cuya asunción deben ser compensados los inversores es el que no se puede eliminar con la diversificación. Sólo el riesgo sistemático exigiría una prima de riesgo en el mercado. Pero los elementos sistemáticos de riesgo en las acciones particulares y en las carteras pueden ser demasiado complicados para ser plasmados mediante una medida de la beta, la tendencia de las acciones a moverse más o menos que el mercado. Sobre todo porque cualquier índice bursátil es un representante bastante imperfecto del mercado general. Por tanto, en la

actualidad muchos cuantis sienten que la beta puede dejar de plasmar una cantidad importante de elementos sistemáticos de riesgo.

Echemos una ojeada a varios de estos elementos sistemáticos de riesgo. Los cambios en la renta nacional, por ejemplo, pueden afectar indudablemente a los rendimientos de las acciones individuales de una forma sistemática. Esto quedó demostrado en el ejemplo de la economía sencilla de la isla, en el capítulo 8. También los cambios en la renta nacional reflejan los cambios de la renta individual de las personas, y la relación sistemática entre los rendimientos de los valores y la renta salarial se puede esperar que tenga un efecto significativo en el comportamiento individual. Por ejemplo, al trabajador de una fábrica de Ford le parecerá que tener acciones ordinarias de ésta es particularmente arriesgado, ya que puede que se den al mismo tiempo despidos y bajos rendimientos de las acciones de Ford. Es posible que los cambios en la renta nacional reflejen también los cambios de otras formas de renta de la propiedad y, por tanto, pueden ser relevantes también para los gestores institucionales de carteras.

Los cambios de los tipos de interés también afectan de forma sistemática a los rendimientos de las acciones particulares y son elementos importantes de riesgo no diversificables. En la medida en que las acciones tienden a sufrir a medida que los tipos de interés suben, son una inversión arriesgada, y las acciones que son particularmente vulnerables a las subidas del nivel general de los tipos de interés son especialmente arriesgadas. Por tanto, muchas acciones e inversiones de renta fija tenderán a moverse de forma paralela, y estas acciones no serán útiles para reducir el riesgo de una cartera de bonos. Puesto que los valores de renta fija son una parte

importante de las carteras de muchos inversores institucionales, el factor de riesgo sistemático es particularmente acusado para algunos de los inversores más importantes del mercado.

Los cambios de la tasa de inflación tenderán, de forma similar, a tener una influencia sistemática en los rendimientos de las acciones ordinarias. Esto es debido, al menos, a dos razones. La primera, el incremento de la tasa de inflación tiende a aumentar los tipos de interés y, por tanto, tiende a bajar los precios de las acciones, como acabamos de ver. La segunda, el aumento de la inflación puede estrechar el margen de beneficios en determinados grupos de empresas: los servicios públicos, por ejemplo, que, con frecuencia, se dan cuenta de que el aumento de tarifas se queda por detrás del aumento de los costes. Por otra parte, la inflación puede beneficiar a los precios de las acciones en los sectores de recursos naturales. Por tanto, de nuevo existen importantes relaciones sistemáticas entre los rendimientos de las acciones y las variables económicas que quizás no queden captadas adecuadamente por una sencilla medida del riesgo como la beta.

Las pruebas estadísticas sobre la influencia en los rendimientos de los valores de distintas variables sistemáticas de riesgo han mostrado algunos resultados prometedores. Se pueden obtener mejores explicaciones que las dadas por el CAPM para la variación de los rendimientos entre distintos valores usando, además de la tradicional medida del riesgo de beta, un cierto número de variables del riesgo sistemático, como la sensibilidad a los cambios de la renta nacional, a los tipos de interés y a la tasa de inflación. Por supuesto, las pruebas que apoyan los modelos de factores de riesgo múltiples de valoración de títulos sólo se están empezando a acumular, y las medidas

APT del riesgo se ven sitiadas por algunos de los mismos problemas enfrentados por la medida de beta de CAPM.

El modelo de tres factores de Fama-French

Eugene Fama y Kenneth French han propuesto un modelo de factores, como la teoría de valoración por arbitraje, para explicar el riesgo. Además, de beta, se utilizan otros dos factores para describir el riesgo. Estos factores derivan de sus trabajos empíricos que demuestran que el rendimiento depende del tamaño de la empresa (medida en capitalización del mercado) y de la relación de su precio en el mercado y su valor contable. Fama-French sostienen que las empresas más pequeñas son relativamente peligrosas. Una explicación podría ser que tendrán más dificultades para mantenerse durante períodos de recesión y pueden tener por tanto un mayor riesgo sistemático en relación con las fluctuaciones de PIB. Fama-French alegan además que las acciones con precios de mercado bajos en relación con su valor contable pueden tener cierta «angustia financiera». Estas opiniones se han discutido con vehemencia y no todo el mundo está de acuerdo en que los factores de Fama-French midan el riesgo. Pero si miramos a principios de 2009, cuando las acciones de los principales bancos se vendieron a precios muy bajos en relación a su valor contable, resulta difícil sostener que los inversores no pensaran que tenían el riesgo de quebrar. Incluso aquellos que defienden que las acciones con un valor en el mercado inferior al valor contable dan mayor rentabilidad por la irracionalidad de los inversores encuentran útiles los factores de Fama-French.

FACTORES DE RIESGO DE FAMA-FRENCH

Beta: del modelo de valoración de activos financieros (CAPM).

Tamaño: medido por la capitalización total de las acciones en el mercado.

Valor: medido por la relación del valor contable con el valor en el mercado.

Algunos analistas añadirían otras variables al modelo de riesgo de tres factores de Fama-French. Se podría añadir un factor de momento de inercia para captar la tendencia de las acciones al alza o a la baja a seguir moviéndose en la misma dirección. Además también se podría añadir un factor de liquidez que reflejara el hecho de que los inversores tienen que cobrar una prima de remuneración para inducirles a conservar valores de escasa liquidez. Otro factor que se ha propuesto es el de la «calidad» de la empresa, indicada por la estabilidad en sus beneficios y en el crecimiento de sus ventas y su bajo nivel de endeudamiento. Actualmente los modelos de factores se utilizan mucho para medir el rendimiento de las inversiones y para diseñar carteras de «smart beta», tal como veremos en el capítulo 11.

Recapitulación

Los capítulos 8 y 9 han sido un ejercicio académico sobre la moderna teoría de los mercados de capital. El mercado bursátil parece ser un mecanismo eficiente que se ajusta con bastante rapidez a la información nueva. Ni el análisis técnico, que analiza los movimientos de precios en el pasado de las acciones, ni el análisis fundamental, que analiza la información más básica sobre las perspectivas de las empresas particulares y la economía, parece que produzcan unos beneficios consistentes. Parece que la

única forma de obtener unos rendimientos más elevados de inversión a largo plazo es aceptar mayores riesgos.

Por desgracia, no existe una medida perfecta del riesgo. La beta, la medida del riesgo del modelo de valoración de activos financieros, parece precisa a primera vista. Es una medida de la sensibilidad del mercado sencilla y fácil de entender. Desafortunadamente, la beta también tiene sus defectos. La relación real entre beta y la tasa de rendimiento no se ha correspondido con la relación prevista en teoría durante largos períodos del siglo XX. Además, la relación no es fiable a corto plazo e incluso no ha funcionado durante largos períodos. Por último, la beta no es estable de un periodo para otro y es sensible a las distintas proxies del mercado que se tomen como referencia.

He expuesto aquí que no existe una medida única que pueda captar de forma adecuada todas las influencias del riesgo sistemático en las acciones particulares o en las carteras. Los rendimientos son probablemente sensibles a las oscilaciones generales del mercado, a los cambios de los tipos de interés y de las tasas de inflación, a los cambios de la renta nacional y, sin duda alguna, a otros factores económicos como los tipos de cambio. Por otra parte, hay algunas pruebas de que la rentabilidad es mayor en los títulos con menor ratio precio-valor contable y menor tamaño. La medida mística perfecta del riesgo está todavía lejos de nuestro alcance.

Para tranquilidad de los profesores ayudantes que tienen que o publicar o morir, todavía hay un gran debate dentro de la comunidad académica sobre la medida del riesgo, y es necesario realizar muchas más pruebas empíricas. Sin duda alguna, todavía habrá muchas mejoras en las técnicas del análisis del riesgo, y el análisis cuantitativo de la medida del riesgo está lejos de estar

muerto. Mi conjetura es que las futuras medidas del riesgo serán aún más sofisticadas, no lo contrario. En cualquier caso, debemos tener cuidado en no aceptar la beta o cualquier otra medida como una forma fácil de estimar el riesgo y predecir los rendimientos futuros con certeza. Usted debería conocer lo mejor de las técnicas modernas de la nueva tecnología de la inversión: pueden ser ayudas útiles. Pero nunca va a existir un apuesto genio que aparezca para resolvernos los problemas de inversión. Y si así fuera, probablemente lo echaríamos a perder, como hizo la damita del siguiente cuento, favorito de Robert Kirby, de Capital Guardian Trust:

Estaba sentada en su mecedora en el porche del hogar de jubilados, cuando apareció un geniecillo y le dijo:

—He decidido concederte tres deseos.

La ancianita replicó:

—Lárgate, desgraciado; ya he visto a todos los listillos que necesitaba en mi vida.

El genio respondió:

—Mira, no estoy bromeando. Esto es real. Hazme una prueba.

Ella se encogió de hombros y dijo:

—Está bien, convierte mi mecedora en oro macizo.

Cuando, con una nubecilla de humo, lo hizo, ella empezó a interesarse más y le dijo:

—Conviérteme en una doncella joven y bella.

De nuevo con una nubecilla de humo, lo hizo. Por último, ella le dijo:

—Muy bien, mi tercer deseo es que conviertas a mi gato en un apuesto y joven príncipe.

En un instante se plantó allí el joven príncipe, que se volvió hacia ella y le preguntó:

—¿No te arrepientes ahora de haberme castrado?

[25](#) CAPM significa «capital asset pricing model», su denominación en inglés. El uso de las siglas inglesas, CAPM, se ha extendido también en la literatura académica en español y por ello se mantiene aquí. [N. de la T.]

[26](#) En general, el valor de beta de una cartera es sencillamente la media ponderada de los valores de las betas de las partes que la componen.

[27](#) «Quant» es el apodo que se le da en Wall Street a los analistas financieros de inclinación cuantitativa que dedican su atención en gran medida a la nueva tecnología de la inversión.

Capítulo 10

Finanzas conductistas

«Las finanzas conductistas no son una rama de las finanzas normales: son su recambio con un modelo de humanidad mejor.»

Meir Statman

Hasta ahora he descrito las teorías y técnicas del mercado de valores basándome en el principio de que los inversores son completamente racionales. Es decir, toman decisiones con el objetivo de aumentar su riqueza y están limitados tan sólo por su tolerancia al riesgo. Al parecer no es así, según afirma una nueva escuela de economistas financieros que ha despuntado en los primeros años del siglo XXI. Los conductistas creen que muchos (incluso la mayoría) de los inversores no son nada racionales. Después de todo, piense en el modo de comportarse de sus jefes, padres y (quizás) cónyuge (los niños son otro asunto). ¿Actúan racionalmente? Si ha respondido «no» o incluso «algunas veces no», disfrutará de este viaje a los aspectos menos racionales de las finanzas conductistas.

La teoría del mercado eficiente, la teoría moderna de cartera y otras relaciones precios-activos entre riesgo y rentabilidad se han elaborado partiendo de la premisa de que los inversores son racionales. En conjunto, calculan racionalmente el actual valor de los títulos y su compraventa garantiza que los precios de las acciones representen con bastante exactitud sus perspectivas futuras.

A estas alturas debe estar bastante claro que la frase «en conjunto» es el salvavidas de los economistas. Con esto quieren decir que admiten que algunas personas que intervienen en el mercado puedan no ser tan racionales. Pero rápidamente se las arreglan diciendo que las contrataciones de los inversores irracionales serían aleatorias y por tanto se cancelarían mutuamente sin afectar a los precios. E incluso si los inversores fueran irracionales, los partidarios de la teoría del mercado eficiente afirman que los operadores inteligentes corregirán cualquier equivocación en el precio que se derive de la presencia de los operadores irracionales.

Los psicólogos no quieren saber nada de toda esa palabrería. Dos en concreto —Daniel Kahneman y Amos Tversky— arremetieron contra las posturas de los economistas sobre el comportamiento de los inversores y alumbraron una nueva disciplina económica denominada finanzas conductistas.

Sencillamente afirmaban que la gente no es tan racional como suponen los modelos económicos. Aunque este argumento es obvio para el público en general y los que no son economistas, hicieron falta 20 años para que fuera aceptado en círculos académicos. Tversky murió en 1996, justo cuando empezaba a ganar credibilidad. Seis años después, Kahneman obtuvo el premio Nobel de Economía por su trabajo. El galardón fue especialmente notable ya que no se concedió a un economista. Al oír la noticia, Kahneman comentó: «El premio... es claramente a un trabajo conjunto, pero desgraciadamente no hay un premio póstumo».

A pesar de que los elementos expuestos por Kahneman y Tversky afectan a todas las ciencias sociales involucradas en el proceso de toma de decisiones, tuvieron un impacto especialmente intenso en las facultades de Economía y en

las escuelas de negocios de todo el país. Imaginen: todo un nuevo campo para publicar artículos, dar conferencias a cambio de cuantiosos honorarios y escribir tesis doctorales.

Aunque pueda estar muy bien para los profesores y los estudiantes, ¿qué ocurre con el resto de la gente que quiere invertir en bolsa? ¿De qué forma pueden ayudarles las finanzas conductistas? Más en concreto, ¿cómo pueden ayudarle personalmente? Más de lo que cree.

Los conductistas creen que los precios del mercado son muy imprecisos. Además, la gente se desvía sistemáticamente de lo que es racional, y las transacciones irrationales de los inversores suelen estar relacionadas. Los conductistas llevan más lejos su afirmación asegurando que es posible cuantificar o clasificar dicho comportamiento irracional. Básicamente, hay cuatro factores que crean un comportamiento irracional del mercado: exceso de confianza, opiniones sesgadas, mentalidad de rebaño y aversión a las pérdidas.

De acuerdo, dicen los defensores de los mercados eficientes. Pero —los creyentes siempre tenemos un pero— las distorsiones provocadas por esos factores se compensan con lo que hacen los arbitrajistas. Esta palabra de moda describe a la gente que aprovecha cualquier desviación del valor racional de los precios del mercado.

En sentido estricto, la palabra «arbitraje» significa aprovecharse de los precios de la misma mercancía que varían en dos mercados. Imaginemos que en Nueva York se puede comprar o vender libras esterlinas por 1,50 dólares mientras que en Londres se pueden cambiar dólares por libras a un cambio de 2 dólares. El arbitrajista tomaría 1,50 dólares en Nueva York y compraría una libra que vendería simultáneamente en Londres por 2 dólares, ganando 50 céntimos. Igualmente, si unas acciones ordinarias se venden a diferentes precios en Nueva York y Londres,

estaría justificado comprarlas en el mercado más barato y venderlas en el caro. El término «arbitraje» se extiende a situaciones en las que acciones muy parecidas se venden por distintos precios o en las que se espera que un título se cambie por un precio mayor si se aprueba una fusión prevista entre dos empresas. En el sentido más amplio del término, «arbitraje» se utiliza para describir la compra de acciones que parecen «infravaloradas» y la venta de las que han llegado «muy arriba». De este modo, los arbitrajistas pueden limar las fluctuaciones irrationales en los precios de las acciones y crear un mercado eficiente.

Por otra parte, los conductistas creen que hay importantes barreras para el arbitraje eficiente. No podemos contar con el arbitraje para que los precios estén en consonancia con la valoración racional. Los precios del mercado pueden desviarse sustancialmente de los que cabría esperar en un mercado eficiente.

El resto de este capítulo explora los argumentos fundamentales de las finanzas conductistas para explicar por qué los mercados no son eficientes y por qué no hay un paseo aleatorio por Wall Street. También explicaré cómo, gracias a este trabajo, el inversor se puede proteger de los errores sistemáticos a los que es propenso.

El comportamiento irracional de los inversores particulares

Como vimos en la primera parte, a veces los inversores son irrationales. Las finanzas conductistas, sin embargo, dicen que este comportamiento es continuo y no pasajero.

Exceso de confianza

Los investigadores en psicología cognitiva han documentado que la gente se desvía sistemáticamente de la racionalidad a la hora de tomar decisiones con incertidumbre. Una de las desviaciones omnipresentes es la tendencia al exceso de confianza en creencias y capacidades y el exceso de optimismo sobre lo que va a ocurrir en el futuro.

Un tipo de experimento que ilustra este síndrome consiste en preguntar a un grupo de participantes numeroso sobre su habilidad como conductores en relación con la media del grupo o con los conductores en general. Conducir un automóvil es claramente una actividad de riesgo en la que la habilidad desempeña un papel importante. Las respuestas revelan si la gente tiene una idea realista de sus propias habilidades en comparación con los demás. En el caso de los estudiantes universitarios, entre el 80 y el 90 por ciento responden invariablemente que son mejores conductores y más seguros que los demás. Como en Lake Wobegon²⁸, (casi) todos los estudiantes se consideran por encima de la media.

En otro experimento con estudiantes se preguntó sobre su futuro y el de sus compañeros. Normalmente tenían unas expectativas bastante prometedoras sobre su propio futuro en el que se imaginaban con carreras de éxito, felices matrimonios y buena salud. Cuando se les pedía que especularan sobre el futuro de sus compañeros, sin embargo, sus respuestas eran bastante más realistas. Pensaban que era más fácil que se volvieran alcohólicos, sufrieran enfermedades, se divorciaran y pasaran por toda una serie de acontecimientos adversos.

Este tipo de experimentos se han repetido muchas veces y en distintos contextos. En el libro de gestión de gran éxito *En busca de la excelencia*, Peters y Waterman cuentan que se pidió a una muestra aleatoria de hombres adultos que se

clasificaran respecto a su capacidad para llevarse bien con los demás. El 100 por cien de los encuestados se clasificó en la mitad superior de la población. Un 25 por ciento creía que estaban en el 1 por ciento superior de la población. Incluso a la hora de juzgar su capacidad atlética, un aspecto en el que el autoengaño parecería más difícil, al menos el 60 por ciento de los encuestados masculinos se situó en el cuartil superior. Hasta los más patosos se engañaban sobre su capacidad atlética. Sólo un 6 por ciento de los hombres que respondieron creían que su capacidad estaba por debajo de la media.

Daniel Kahneman sostiene que esta tendencia al exceso de confianza está especialmente marcada entre los inversores. Más que en otros grupos, los inversores tienden a exagerar su propia capacidad y niegan la intervención de la suerte. Sobreestiman sus propios conocimientos, infravaloran los riesgos que supone y exageran su capacidad para controlar los acontecimientos.

Las pruebas de Kahneman demuestran cómo se calibran los juicios de probabilidad de los inversores preguntando a los sujetos del experimento por los intervalos de confianza mediante cuestiones como las siguientes:

¿Cuál es su mejor estimación del valor del Dow Jones dentro de un mes? A continuación, elija un valor alto del que esté un 99 por ciento seguro (pero no absolutamente seguro) que el Dow Jones dentro de un mes estará más bajo que dicho valor. Ahora elija un valor bajo del que esté un 99 por ciento seguro (pero no absolutamente seguro) que el Dow Jones dentro de un mes estará más alto que dicho valor.

Si se siguen correctamente las instrucciones, la probabilidad de que el índice Dow Jones sea más alto (bajo) debería ser tan sólo del 1 por ciento. En otras palabras, el inversor debe estar un 98 por ciento seguro de que el índice Dow estará dentro del rango dado. Se han realizado

experimentos similares para los tipos de interés, la tasa de inflación, los precios de acciones determinadas, etc.

En realidad, muy pocos inversores pueden establecer intervalos de confianza precisos. Los intervalos correctos llevarían a que los resultados reales estarían fuera del rango predicho tan sólo un 2 por ciento de las veces. Las sorpresas se producen en realidad casi un 20 por ciento de las veces. Esto es lo que los psicólogos entienden por exceso de confianza. Si un inversor le dice que está un 99 por ciento seguro, le iría mejor suponiendo que sólo estaba un 80 por ciento seguro. Esta precisión implica que la gente suele apostar más por sus predicciones de lo que está justificado. Y normalmente los hombres suelen mostrar mucho más exceso de confianza que las mujeres, especialmente en lo relativo a sus proezas en cuestiones monetarias.

¿Qué conclusión debemos sacar de estos estudios? Está claro que la gente establece intervalos de confianza demasiado exactos para sus predicciones. Exageran su capacidad y tienden a ser demasiado optimistas sobre el futuro. Estas desviaciones se manifiestan de distintas formas en el mercado de valores.

En primer lugar, muchos inversores particulares están convencidos erróneamente de que pueden ganar al mercado. Como consecuencia, especulan más de lo que deberían y contratan demasiado. Dos economistas conductistas, Terrance Odean y Brad Barber, examinaron las cuentas particulares de un agente libre durante un periodo de tiempo considerable. Hallaron que cuanto más negociaban los inversores particulares, peor lo hacían.

Esta ilusión de la habilidad para las finanzas puede proceder de otro descubrimiento de la psicología denominado desviación retrospectiva. Estos errores se mantienen por la memoria selectiva del éxito. Se recuerdan

las inversiones de éxito y, retrospectivamente, es fácil convencerse a uno mismo de que «sabía que Google iba a quintuplicar su valor justo después de su salida a bolsa inicial». La gente tiende a atribuir cualquier buen resultado a sus habilidades. Suelen racionalizar los malos resultados como debidos a acontecimientos externos poco habituales. No tenemos en cuenta la historia si exceptuamos un par de anécdotas de éxitos. La retrospección fomenta el exceso de confianza y alimenta la ilusión de que el mundo es mucho más predecible de lo que realmente es. La gente que vende consejos financieros sin valor puede llegar a creer que son buenos consejos. Steve Forbes, editor durante muchos años de la revista *Forbes*, contaba el consejo que recibió de su abuelo: «Es mucho más provechoso vender consejos que recibirllos».

Muchos conductistas creen que el exceso de confianza en la capacidad para predecir el crecimiento futuro de las empresas lleva a la tendencia general a sobrevalorar los llamados títulos de crecimiento. Si la nueva tecnología informática, los dispositivos médicos o los centros comerciales se ponen de moda entre el público, los inversores normalmente extrapolarán el éxito y proyectarán tasas de crecimiento elevadas para las empresas correspondientes y mantendrán dichas creencias con mucha más confianza de la que es lógica. Las predicciones de gran crecimiento llevan a valoraciones más altas de los títulos de crecimiento. Pero las predicciones halagüeñas a menudo no se hacen realidad. Los beneficios y la relación precio-beneficio de las acciones pueden caer, lo que llevará a unos malos resultados de la inversión. El exceso de optimismo en las predicciones del crecimiento de las empresas interesantes podría ser una explicación de la supuesta tendencia de los títulos de «crecimiento» a tener peores resultados que los títulos de «valor».

Opiniones sesgadas

Cada día conozco inversores que están convencidos de que pueden «controlar» el resultado de sus inversiones. Suele pasar con los analistas técnicos que están seguros de que pueden definir el futuro mirando los precios pasados.

Larry Swedroe, en su libro *Rational Investing in Irrational Times*, ilustra a la perfección que las buenas rachas suceden con mucha más frecuencia de lo que cree la gente.

Todos los cursos, una profesora de Estadística empieza su clase pidiendo a los estudiantes que escriban el resultado secuencial de lanzar una moneda al aire 100 veces. Uno de los estudiantes lanza realmente la moneda y registra los resultados. La profesora sale de la clase y vuelve al cabo de 15 minutos cuando ya están todos los resultados. Dice a la clase que va a identificar a la primera el resultado del lanzamiento real de la moneda. Asombra a la clase haciéndolo correctamente. ¿Cómo hace esto que parece magia? Sabe que el informe con la serie más larga de caras (C) o cruces (X) es probablemente el resultado del lanzamiento real. La razón es que, cuando se les plantea la pregunta sobre qué secuencias tiene mayor probabilidad, CCCCCXXXX o CXCXCXCX, a pesar de que estadísticamente esté demostrado que la probabilidad es la misma, la mayoría de la gente selecciona el último resultado «más aleatorio». Así pues, suelen escribir series imaginarias que se parecen más a CCXXCXCXXX que a CCCXXXCCCC.

Aparte de la dirección positiva a largo plazo del mercado de valores, las rachas de altas rentabilidades de las acciones no duran mucho y normalmente van seguidas de rentabilidades más bajas. Hay una reversión a la media. Igualmente, las leyes de la gravedad financiera también funcionan a la inversa. Al menos para el mercado de valores en su conjunto, lo que baja termina subiendo. Sin embargo, la sabiduría convencional de cada época da por supuesto que unos mercados inusualmente buenos mejorarán y otros inusualmente malos empeorarán.

Los psicólogos han identificado hace tiempo la tendencia de las personas a engañarse con la ilusión de que tienen

control sobre situaciones en las que, de hecho, no hay ningún control. En un estudio los sujetos se sentaron ante una pantalla de ordenador dividida por una línea horizontal en la que una pelota fluctuaba aleatoriamente entre las dos mitades. La gente tenía que pulsar un dispositivo para mover la pelota hacia arriba, pero se les advertía de que los movimientos aleatorios también influirían en la pelota, de forma que no tenían un completo control sobre ella. A continuación se les pidió que jugaran a un juego cuyo objeto era mantener la pelota todo el tiempo posible en la parte superior de la pantalla. En un conjunto de experimentos, el dispositivo ni siquiera estaba conectado, de forma que los jugadores no tenían ningún control sobre los movimientos de la pelota. Sin embargo, cuando se les preguntó después de jugar durante un rato, estaban convencidos de que controlaban bastante el movimiento de la pelota. (Los únicos que no cayeron en la ilusión fueron los sujetos diagnosticados clínicamente con depresión aguda.)

En otro experimento se hizo un sorteo con dos juegos idénticos de cromos de béisbol. Un juego se colocó en un recipiente del que se seleccionaba un cromo al azar. El otro se repartió entre los participantes. La mitad pudo elegir el cromo, mientras que a la otra mitad se le entregó. Se les dijo a los participantes que el ganador sería la persona que tuviera el cromo idéntico al que se iba a sacar al azar del recipiente. Después les dijeron que, a pesar de haberse repartido todos los cromos, un nuevo participante quería comprar uno. Los participantes tenían que tomar una decisión: vender su cromo a un precio negociado o conservarlo y esperar ganar. Obviamente, cada cromo tenía las mismas probabilidades de ganar. Sin embargo, el precio al que los jugadores estaban dispuestos a vender era sistemáticamente superior entre aquellos que habían

elegido los cromos que entre aquellos a los que se les había repartido. Este tipo de experimentos llevó a la decisión de dejar que los jugadores de la lotería primitiva elijan sus números aunque sea la suerte la que determina quién gana.

Esta ilusión de control es la que lleva a los inversores a sobrevalorar los títulos con pérdidas de su cartera. También puede llevarlos a ver tendencias que no existen o a creer que pueden encontrar un patrón en el precio de las acciones que predecirá los precios futuros. De hecho, a pesar de los considerables esfuerzos para sacar algún tipo de datos predecibles sobre los precios de las acciones, el desarrollo de los precios de los títulos de un periodo al siguiente se parece mucho a un paseo aleatorio, en el que los cambios en los precios en el futuro no están relacionados con los cambios en el pasado.

Las opiniones sesgadas se agravan (prepárese para más jerga) por la tendencia de la gente a usar erróneamente «parecido» o «representatividad» como sustituto de «pensamiento probabilístico sensato». Un famoso experimento de Kahneman y Tversky ilustra muy bien este «heurístico». Los sujetos leen la siguiente descripción de Linda:

Linda tiene 31 años, es soltera, extrovertida y muy brillante. Se especializó en Filosofía en la universidad. En su época de estudiante le preocuparon mucho la discriminación y otros temas sociales y participó en manifestaciones antinucleares.

A continuación se pidió a los participantes que puntuaran la probabilidad relativa de que ocho frases respecto a Linda fueran ciertas. Dos de las definiciones eran «Linda es cajera en un banco» y «Linda es cajera en un banco y activa militante del movimiento feminista». Más del 85 por ciento opinaron que era más probable que Linda fuera cajera y feminista que sólo cajera. Pero esta respuesta es una contradicción del axioma fundamental de

la teoría de probabilidades (la regla de la conjunción): la probabilidad de que alguien pertenezca a las categorías A y B a la vez es menor o igual que la probabilidad de que pertenezca a la categoría A solamente. Obviamente, pocos encuestados habían estudiado la teoría de la probabilidad.

La descripción de Linda la hacía parecer feminista, de forma que ser cajera y feminista parecía una descripción más natural que ser sólo cajera y por tanto más representativa de Linda. Este experimento se ha repetido muchas veces con personas simples y sofisticadas (incluso con gente que tenía nociones de probabilidad pero no había estudiado todos sus matices).

Kahneman y Tversky elaboraron el término «heurístico de representatividad» para describir este descubrimiento. Su aplicación lleva a otra serie de desviaciones de juicio, por ejemplo el escaso uso de las probabilidades base-tasa. Una regla cardinal de la probabilidad (el teorema de Bayes) dice que nuestra valoración de la probabilidad de que alguien pertenezca a un determinado grupo debe combinar «representatividad» con tasas de base (el porcentaje de la población de cada categoría). Lo que significa es que si vemos a alguien que parece un delincuente (parece representar nuestra idea de un delincuente), nuestra valoración de la probabilidad de que sea un criminal requiere el conocimiento de las tasas de base, es decir, del porcentaje de personas que son delincuentes. Pero experimento tras experimento, los sujetos han demostrado un escaso uso del conocimiento de las tasas de base cuando hacen predicciones. Por muy misterioso que pueda parecer todo esto, el heurístico de representatividad probablemente pueda explicar una serie de errores de inversión como la compra de los fondos de moda o la excesiva extrapolación de pruebas recientes.

Comportamiento de rebaño

En general, los estudios demuestran que los grupos suelen tomar mejores decisiones que los individuos. Si se comparte mayor información y se tienen en cuenta distintos puntos de vista, la discusión informada del grupo mejora el proceso de toma de decisiones.

La sensatez del comportamiento de la gente queda ilustrada en la economía en su conjunto por el sistema de precios del libre mercado. Distintas decisiones individuales de los consumidores y productores llevan a la economía a producir bienes y servicios que la gente quiere comprar. Respondiendo a las fuerzas de la oferta y la demanda, el sistema de precios guía a la economía con la mano invisible de Adam Smith para producir la cantidad adecuada de productos. Como han descubierto las economías comunistas a su pesar, un planificador central omnipotente no puede lograr nada parecido a la eficiencia del mercado decidiendo los bienes que hay que producir y cómo asignar los recursos.

Igualmente, millones de inversores particulares e institucionales con sus decisiones de compraventa colectiva producen un cuadro de precios de las acciones en el que todas parecen igualmente buenas. Y si bien las previsiones del mercado sobre las rentabilidades futuras suelen equivocarse, como grupo parecen más correctas que las previsiones de un inversor particular. Los gestores de fondos más activos deben sonrojarse cuando sus rentabilidades se comparan con los resultados de las inversiones en un fondo de títulos del mercado amplio.

Como reconocen los lectores de este libro, el mercado en su conjunto no siempre toma decisiones correctas sobre los precios. A veces se cometan locuras, como sucedió con los bulbos en el siglo XVII o con los títulos de Internet en el

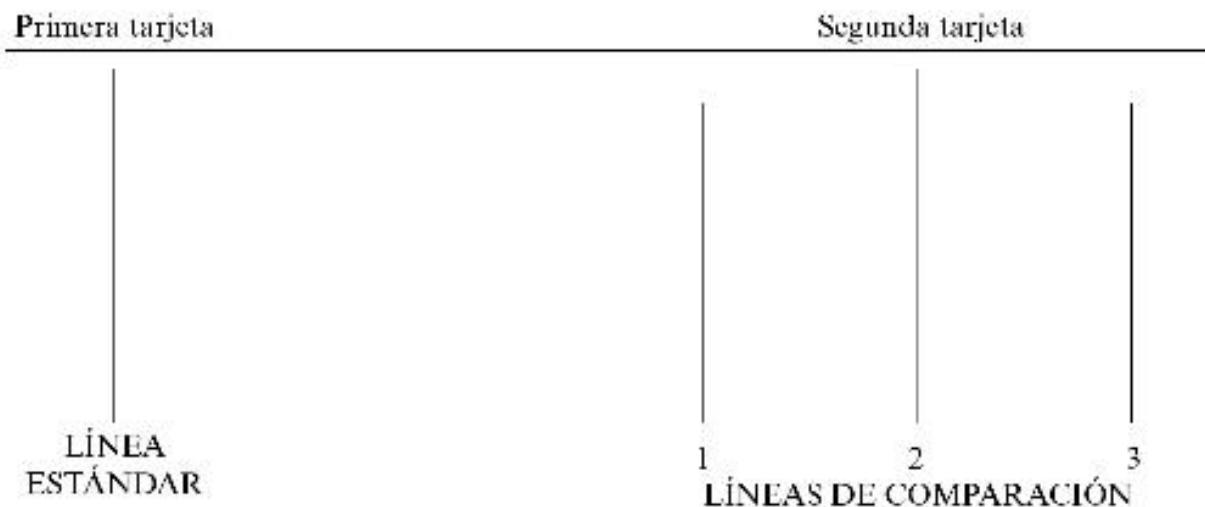
xxi. Este comportamiento ocasionalmente patológico de la gente es el que ha llamado la atención de las finanzas conductistas.

Un fenómeno ampliamente reconocido en el estudio del comportamiento de masas es la existencia del «pensamiento de grupo». Los grupos a veces se refuerzan para creer que un punto de vista incorrecto es, en realidad, correcto. Sin duda, las previsiones excesivamente optimistas sobre el potencial de beneficios de Internet y el precio incorrecto de las acciones de la Nueva Economía durante los primeros años de este siglo son ejemplos de la patología del comportamiento de rebaño.

El psicólogo social Solomon Asch fue uno de los primeros en estudiar cómo el comportamiento de grupo puede llevar a una toma de decisiones equivocada. Durante los años 50, Asch llevó a cabo un famoso experimento de laboratorio en el que un grupo de participantes tenía que contestar una pregunta sencilla que cualquier niño podía responder sin dificultad. Se mostraban dos tarjetas con líneas verticales como las del gráfico 27. La tarjeta de la izquierda mostraba una línea vertical. Se preguntaba a los sujetos qué línea de la tarjeta de la derecha tenía la misma longitud que la de la primera tarjeta. Siete sujetos participaban en una serie de preguntas de ese tipo.

Pero Asch añadió un giro diabólico al experimento. En algunos experimentos pidió a seis de los siete participantes que dieran una respuesta equivocada deliberadamente y que lo hicieran antes de que el séptimo pudiera dar su opinión. Los resultados fueron sorprendentes. El séptimo participante daba a menudo una respuesta incorrecta. Asch planteó que la presión social hacía que los participantes eligieran la línea equivocada aunque supieran que la respuesta era errónea.

GRÁFICO 27
TARJETAS UTILIZADAS EN EL EXPERIMENTO DE ASCH



Fuente: Solomon E. Asch, *Social Psychology* (Oxford, 1987). Con permiso de Oxford University Press.
<http://www.oup.com>.

En un estudio realizado en 2005 por el neurocientífico Gregory Berns se utilizó un escáner de resonancia magnética para examinar el funcionamiento del cerebro y determinar si la gente cedía ante el grupo sabiendo que sus respuestas eran incorrectas, o si sus percepciones habían cambiado realmente. Si el hecho de ceder se debía a la presión social, razonaba, deberían verse cambios en el área del lóbulo frontal implicado en el control de los conflictos. Pero si la conformidad procedía de cambios en la percepción, cabría esperar cambios en las zonas posteriores del cerebro dedicadas a la visión y percepción espacial. De hecho, el estudio halló que cuando la gente cedía y daba una respuesta incorrecta, se incrementaba la actividad en la zona del cerebro dedicada a la conciencia espacial. En otras palabras, parecía que lo que otros decían cambiaba realmente lo que el sujeto creía ver. Parece que los errores de los demás influyen realmente en cómo se percibe el mundo exterior.

En otro estudio, los psicólogos sociales situaron a una persona en una esquina y le pidieron que mirara al cielo durante sesenta segundos. Los psicólogos observaron que una pequeña fracción de los peatones se paraba para ver qué miraba esa persona, pero la mayoría pasaba de largo. A continuación, los psicólogos situaron a cinco personas en la esquina mirando al cielo; esta vez, un número de personas cuatro veces mayor se paró a mirar el cielo. Cuando los psicólogos pusieron a 15 personas en la esquina mirando al cielo, casi la mitad de los viandantes se paró. Al aumentar el número de personas que miraban al cielo, se incrementaba aún más el número de peatones que miraban.

Claramente, la burbuja de Internet del periodo 1999-2000 es un ejemplo clásico de decisión de inversión equivocada que llevó a la gente a volverse loca en grupo. Los inversores particulares, nerviosos por las perspectivas de ganancias ingentes de los títulos de la Nueva Economía, se contagiaron de la mentalidad de rebaño irracional. Los comentarios de los amigos en el club de golf, de los colegas de trabajo o de los compañeros de partida dieron la idea de que se estaba creando una gran riqueza con el crecimiento de Internet. Los inversores empezaron a comprar acciones comunes por el simple motivo de que los precios estaban subiendo y otros estaban ganando dinero, aunque el aumento de precios no se debiera a razones tan básicas como el crecimiento de los beneficios y los dividendos. Como ha señalado el historiador económico Charles Kindleberger: «No hay nada tan inquietante para el bienestar y el juicio propio que ver cómo un amigo se hace rico». Y como Robert Shiller, autor del *best seller* *Exuberancia irracional*, ha apuntado, el proceso se realimenta en un «bucle de retroalimentación positiva». La subida inicial de los precios anima a más gente a comprar, lo que a su vez produce mayores beneficios y atrae a

grupos mayores de participantes. El fenómeno es otro ejemplo del plan de Ponzi que describí en el capítulo 4 en relación con la burbuja de Internet. Al final, ya no quedan tontos.

Este comportamiento de rebaño no se limita a inversores particulares sin conocimientos. Los gestores de fondos de inversión tienden a seguir las mismas estrategias y a congregarse en los mismos valores. Efectivamente, un estudio de Harrison Hong, Jeffrey Kubik y Jeremy Stein, tres expertos en el campo de las finanzas conductistas, determinó que los gestores de fondos mantendrían valores parecidos si los demás gestores de fondos de la ciudad tenían carteras parecidas. Estos resultados coinciden con un modelo epidémico en el que los inversores difunden información boca a boca rápida e irreversiblemente. Este comportamiento ha tenido efectos devastadores para el inversor particular. Si bien las rentabilidades a largo plazo han sido generosas, el rendimiento para el inversor medio ha sido bastante peor. Esto se debe a que los inversores tendían a comprar fondos de inversión justo cuando la exuberancia había llevado a picos en el mercado. Durante los doce meses anteriores a marzo de 2000 entró más efectivo en los fondos de inversión de renta variable que en ningún otro periodo anterior. Pero mientras el mercado alcanzaba su punto más bajo en los otoños de 2002 y 2008, los particulares sacaban sus inversiones en valores. Un estudio de Dalbar Associates indica que el inversor medio puede obtener una rentabilidad un 5 por ciento inferior a la rentabilidad media del mercado por esta falta de oportunidad.

Por otra parte, los inversores tienden a colocar su dinero en los fondos de inversión que han tenido un buen comportamiento recientemente. Por ejemplo, las grandes entradas de capital en los fondos de inversión de renta

variable del primer trimestre de 2000 fueron por completo a fondos de «crecimiento» de alta tecnología. Los llamados fondos «de valor» sufrieron grandes salidas de efectivo. En los dos años siguientes, los fondos de crecimiento perdieron mucho valor mientras que los fondos de valor produjeron rentabilidades positivas. Esta penalización de selección agrava la falta de oportunidad antes descrita. Una de las lecciones más importantes de las finanzas conductistas es que los inversores particulares deben evitar seguir al rebaño.

Aversión a las pérdidas

La contribución más importante de Kahneman y Tversky se denomina teoría prospectiva y describe el comportamiento individual ante situaciones de peligro en que hay posibilidades de ganar o perder. En general, los economistas financieros como Harry Markowitz construyeron modelos en que los individuos tomaban decisiones según el posible efecto final de esas decisiones en su patrimonio final. La teoría prospectiva cuestiona ese supuesto. Las elecciones de las personas están motivadas por los valores que asignan a las ganancias y las pérdidas. Las pérdidas se consideran mucho menos deseables que las ganancias equivalentes. Además, el lenguaje utilizado para presentar las posibles pérdidas y ganancias influirá en la decisión final que se haga. En términos psicológicos esto se denomina «formular las opciones».

Por ejemplo, si le dicen que se va a lanzar una moneda y que si sale cara ganará 100 dólares pero que si sale cruz deberá pagar 100 dólares, ¿aceptaría la apuesta? La mayoría de la gente diría que no, aunque la apuesta sea equitativa en el sentido de que en pruebas repetidas el resultado sería un empate. La mitad del tiempo ganaría 100

dólares y la otra mitad perdería 100 dólares. En términos matemáticos, la apuesta tiene un «valor esperado» de cero, calculado de la forma siguiente:

Probabilidad de cara × Recompensa si cara + Probabilidad de cruz × Recompensa si cruz = Valor esperado.

$$\text{Valor esperado} = 1/2 (100 \$) + 1/2 (-100 \$) = 0.$$

Kahneman y Tversky probaron este experimento con muchas personas, variando las cantidades que se ganaban para comprobar qué induciría a la gente a aceptar la apuesta. Descubrieron que tenía que ser de unos 250 dólares. Obsérvese que lo que se espera ganar en esta apuesta es 75 dólares, de forma que es una apuesta muy favorable.

$$\text{Valor esperado} = 1/2 (250 \$) + 1/2 (-100 \$) = 75 \$.$$

Kahneman y Tversky llegaron a la conclusión de que las pérdidas eran 2½ veces más indeseables de lo que eran deseables las ganancias equivalentes. En otras palabras, perder un dólar es 2½ más doloroso que ganarlo. La gente demuestra una extremada aversión a perder, aunque una diferencia de 100 dólares pasaría prácticamente desapercibida para la mayoría de la gente con suficientes recursos. Veremos más adelante cómo la aversión por la pérdida lleva a muchos inversores a cometer errores monumentales.

Sin embargo, cuando las personas se enfrentan a una situación en que había una pérdida segura, los psicólogos descubrieron que aceptaban la apuesta por abrumadora mayoría. Considere las siguientes alternativas:

1. Una pérdida segura de 750 dólares.

2. Un 75 por ciento de probabilidades de perder 1.000 dólares y un 25 por ciento de oportunidades de no perder nada.

Obsérvese que los valores esperados de las dos alternativas son iguales, es decir, una pérdida de 750 dólares. Pero casi el 90 por ciento de los sujetos eligieron la segunda alternativa, el juego. Ante una pérdida segura, la gente parecía mostrar un comportamiento que buscaba el riesgo.

Kahneman y Tversky también descubrieron un importante efecto de «formulación». La forma de presentar las opciones a la persona que debe tomar la decisión puede llevar a resultados muy distintos. Plantearon el siguiente problema.

Imagine que EE.UU. se prepara para el brote de una epidemia asiática que se estima va a cobrarse 600 vidas. Se han propuesto dos programas alternativos para combatirla. Supongamos que los cálculos científicos exactos de las consecuencias de los programas sean los siguientes:

Si se adopta el programa A, se salvarán 200 personas.

Si se adopta el programa B, hay un tercio de probabilidades de que se salven 600 personas y dos tercios de que no se salve nadie.

Obsérvese que el valor esperado de la gente que va a salvarse es 200 en ambos programas. Pero, de acuerdo con la teoría prospectiva, la gente siente aversión al riesgo cuando consideran las posibles ganancias de los dos programas y, como cabía esperar, unos dos tercios de los encuestados eligieron el programa A como el más deseable.

Supongamos que el problema se hubiera formulado de otro modo.

Si se adopta el programa A*, morirán 400 personas.

Si se adopta el programa B*, hay un tercio de probabilidades de que nadie muera y dos tercios de que mueran 600 personas.

Téngase en cuenta que las opciones A y A*, así como la B y B*, son idénticas, pero la presentación en el segundo problema se hace en términos del peligro de que la gente muera. Cuando se formuló el problema de esta forma, más del 75 por ciento de los sujetos eligió el programa B*. Esto ilustra el efecto de la «formulación», así como el de las preferencias de búsqueda de riesgo en el campo de las pérdidas. Cuando los médicos se enfrentan a una decisión relativa al tratamiento para personas con cáncer, se suelen hacer distintas elecciones dependiendo de si el problema se plantea en términos de probabilidades de supervivencia y no de mortalidad.

Orgullo y arrepentimiento

Las teorías conductistas destacan la gran influencia de las emociones de orgullo y arrepentimiento en el comportamiento de los inversores. A estos les cuesta admitir, incluso a sí mismos, que hayan tomado una mala decisión. Los sentimientos de arrepentimiento se pueden ver amplificados si hay que reconocerlo ante los amigos o el cónyuge. Por otra parte, los inversores suelen contar con orgullo el éxito de las inversiones con las que obtienen cuantiosas ganancias.

Muchos inversores pueden creer que si se mantienen en una posición perdedora al final se recuperarán y no tendrán que arrepentirse. Estas emociones de orgullo y arrepentimiento pueden explicar la tendencia de los inversores a mantener sus posiciones perdedoras y a vender las ganadoras.

El estudio de Barber y Odean de los registros de transacciones de 10.000 clientes de una gran agencia de bolsa halló un pronunciado «efecto de disposición». Había una clara disposición entre los inversores a vender sus

títulos ganadores y mantener sus inversiones perdedoras. Vender unas acciones que han subido permite a los inversores realizar beneficios y crearse autoestima. Si vendían sus acciones con pérdidas, se darían cuenta de los dolorosos efectos de la pérdida y el remordimiento, que de acuerdo con la teoría prospectiva duelen mucho más de lo que podrían compensar las ganancias equivalentes.

Esta falta de inclinación a asumir pérdidas no es nada óptima, de acuerdo con la teoría de la inversión racional, y resulta estúpida para el sentido común. La venta de acciones con ganancias (con la excepción de las cuentas de jubilación con ventajas fiscales) supone pagar impuestos por los beneficios. Si se venden acciones con pérdidas se reducen los impuestos sobre otros beneficios o se consigue una deducción, hasta ciertos límites. Incluso si el inversor creyera que sus acciones con pérdidas se pueden recuperar en el futuro, merecería la pena vender las acciones y comprar otras del mismo sector con similares posibilidades y características de riesgo. La misma desgana por asumir pérdidas aparece claramente en el mercado de la vivienda. Cuando los precios de las casas suben, el volumen de ventas sube y las casas se suelen vender deprisa por el precio que se pide o más. Durante los periodos en que caen los precios, sin embargo, las ventas bajan y la gente deja que sus casas se queden en el mercado durante largos periodos con precios muy superiores al mercado. La extremada aversión a las pérdidas explica las pocas ganas de los vendedores de sacar sus propiedades con pérdidas.

Las finanzas conductistas y el ahorro

La teoría de las finanzas conductistas también sirve para explicar por qué mucha gente se niega a apuntarse al plan de ahorro 401(k) en el trabajo, aunque su empresa iguale

su aportación. Si se pide a un empleado que se ha acostumbrado a una paga de determinado nivel que aumente su aportación a un plan de pensiones en un dólar, considerará la deducción resultante (aunque sea inferior a un dólar porque las aportaciones a los planes de pensiones son deducibles de los ingresos imponibles hasta cantidades bastante generosas) como una pérdida respecto a la capacidad de gasto actual. Las personas consideran estas pérdidas mucho más cuantiosas que las ganancias. Cuando a esta aversión por las pérdidas se une la dificultad de mostrar autocontrol, la facilidad de postergar y la facilidad de no hacer cambios (desviación del estatus), es completamente comprensible —como nos enseñan los psicólogos— que la gente ahorre tan poco.

Se han hecho dos sugerencias para superar la reticencia a ahorrar de la gente. La primera es vencer la inercia y la desviación del estatus cambiando la formulación de la elección. Sabemos que si pedimos a los empleados activamente que se inscriban en un plan de ahorro 401(k), muchos se negarán. Pero si el problema se plantea de otra forma, de manera que haya que «quedarse fuera» del plan de ahorro, la tasa de participación aumenta enormemente. Las empresas que enmarcan sus planes de ahorro con una función de inscripción automática (en la que hay que tomar una decisión consciente para llenar una declaración de «exclusión») tienen tasas de participación mayores que los planes en los que los empleados deben «excluirse».

Otro incentivo brillante ha sido desarrollado por los economistas Richard Thaler y Shlomo Benartzi. Algunos empleados ni siquiera ahorran con planes de suscripción automática porque a duras penas llegan a fin de mes con su salario. La esencia del plan «Ahorra más mañana» de Thaler-Benartzi es que los empleados se comprometan por adelantado a asignar una parte de las subidas salariales al

plan de pensiones. Si los empleados se inscriben, sus aportaciones al plan de pensiones se incrementan a partir de la primera nómina después de la subida. Esta característica mitiga la aversión a la pérdida que se percibe con un recorte en la paga que se lleva a casa. La tasa de aportación sigue aumentando con cada subida programada hasta que llega a la cantidad máxima deducible permitida por la ley. De esta forma, la inercia y la desviación del estatus mantienen a la gente en el plan. El empleado puede salir del mismo en cualquier momento.

Thaler y Benartzi implantaron por primera vez este plan en 1998 en una empresa de fabricación de tamaño medio. La empresa tenía una baja participación en su plan de pensiones. El plan «Ahorra más mañana» fue muy popular. Más de las tres cuartas partes de los empleados de la empresa se apuntaron. Además, más del 80 por ciento de esos empleados lo mantuvieron en sucesivas subidas del salario. Incluso los que abandonaron no redujeron sus tasas de aportación a los niveles originales; simplemente no dejaron que la subida futura se produjera. Así pues, incluso esos trabajadores ahorraban bastante más que antes de inscribirse en el plan.

Los límites del arbitraje

Hasta ahora hemos tenido en cuenta los sesgos cognitivos que influyen en los inversores y, por tanto, en los precios de los valores. Las acciones de los inversores particulares a menudo son irracionales, o al menos no del todo coherentes con el ideal de decisiones óptimas de un economista. En los casos más patológicos los individuos parecen volverse locos a la vez y llevan ciertas acciones a límites irrazonables. Puesto que los errores de los inversores irracionales no se cancelan sino que a menudo

se refuerzan entre sí, ¿cómo pueden valorarse eficazmente las acciones? Los creyentes en los mercados eficientes repiten que el «arbitraje» hace el mercado eficiente aunque muchos inversores particulares sean irracionales. Esperan que los arbitrajistas, como los corredores profesionales de Wall Street y los gestores de fondos, tomen posturas compensatorias —tal como vender acciones sobrevaloradas a la baja y comprar otras infravaloradas— de forma que las acciones mal valoradas por los inversores irracionales se corrijan rápidamente. Creen que los corredores de bolsa racionales compensarán el impacto de los corredores conductistas. Así pues, el segundo pilar principal en el que apoyan algunos conductistas su argumentación contra los mercados eficientes es que dicho arbitraje está gravemente limitado. Los conductistas creen que hay importantes limitaciones para el arbitraje que evitan la corrección de los precios que se han desmadrado.

Supongamos que los inversores irracionales hacen que las acciones de una compañía petrolera se sobrevaloren tanto en su valor fundamental como respecto a las otras empresas. Los arbitrajistas pueden vender las acciones en descubierto y comprar valores similares de otra empresa petrolera. Así pues, el arbitrajista está protegido en el sentido de que los acontecimientos favorables o desfavorables que afecten a la industria del petróleo influirán en ambas empresas. Una subida en el precio del petróleo que haga subir las acciones cortas hará que la cobertura larga del arbitrajista también suba.

Este tipo de arbitraje es extremadamente arriesgado. Supongamos que las acciones «sobrevaloradas» traen noticias inusualmente buenas, como una huelga en el sector que no estaba prevista. O supongamos que las acciones con «precio justo» sufren algún retroceso imprevisto, como la explosión de un pozo de petróleo en

aguas profundas, que provoca la caída del precio. El arbitrajista perdería por ambos lados. Las acciones que se han vendido a la baja podrían subir, y las de cobertura larga, bajar. El tipo de arbitraje necesario para corregir errores en los precios es extremadamente arriesgado. El corredor que intenta «corregir» errores de precio también corre el riesgo de que los inversores se entusiasmen demasiado con las perspectivas para las acciones «sobrevaloradas». Supongamos que un arbitrajista estaba convencido en 1999 de que las acciones de Internet estaban escandalosamente sobrevaloradas. El operador podría vender en descubierto las acciones favoritas de Internet esperando recomprarlas a precios más bajos. Pero, a medida que crecía el entusiasmo por la Nueva Economía, los precios de esas acciones crecieron aún más, muchos de ellos se duplicaron varias veces. Sólo con la perspectiva que da el tiempo sabemos que la burbuja estalló en 2000. Mientras tanto, muchos operadores perdieron hasta la camisa. El mercado puede seguir siendo irracional más tiempo que el arbitrajista puede seguir siendo solvente. Esto es especialmente cierto cuando el arbitrajista tiene un crédito limitado. Long Term Capital Management, un fondo de cobertura en el que varios premios Nobel urdían estrategias, se encontró en una posición insostenible cuando los precios de las coberturas se volvieron en su contra y no tuvieron suficiente capital para mantenerse a flote.

Los participantes naturales en el juego de vender valores sobrevalorados y comprar los que están infravalorados son los fondos de alto riesgo, con billones de dólares para invertir. Podríamos imaginar que estos fondos habrían reconocido lo insostenible de las acciones de Internet y aprovecharon el desajuste vendiendo en descubierto. Un estudio de Markus Brunnermeier y Stefan

Nagel examinó el comportamiento de los fondos de alto riesgo durante el periodo 1998-2000 para ver si dichos fondos limitaban la subida de los favoritos de la especulación.

Los resultados fueron sorprendentes. Los especuladores sofisticados, como los fondos de alto riesgo, no fueron una fuerza correctora durante el periodo de la burbuja. De hecho contribuyeron a inflarla subiéndose a ella en lugar de atacarla. Los fondos de alto riesgo fueron compradores netos de acciones de Internet entre 1998 y principios de 2000. Su estrategia reflejaba la creencia de que el entusiasmo contagioso y el comportamiento de rebaño de los inversores más ingenuos provocarían un crecimiento del desajuste de los precios. Estaban jugando al juego del famoso concurso de belleza convocado por un periódico del que hablaba Keynes. Si bien unas acciones que se venden a 30 dólares pueden «valer» sólo 15, sería una buena compra si hubiera otros más tontos dispuestos a pagar 60 más adelante.

Parece que los fondos de alto riesgo también tuvieron un papel desestabilizador en el mercado del petróleo durante 2005 y 2006. Desde 2004 hasta 2006 el precio del barril de crudo subió más del doble. Aunque las fuerzas económicas como el crecimiento de la economía mundial fueron motivos fundamentales para la presión alcista, parece ser que la actividad especuladora, especialmente de los fondos de alto riesgo, contribuyó a la subida. Y los pocos fondos en posición deudora en el mercado de futuros del petróleo experimentaron importantes pérdidas. Está claro que el arbitraje para corregir una aparente burbuja en los precios es inherentemente arriesgado.

Otras veces no es posible vender a la baja, o al menos existen muchas limitaciones. Normalmente, al vender corto, los valores a la baja se toman en préstamo para

entregarlos al comprador. Si, por ejemplo, vendo a la baja 100 acciones de IBM, tengo que tomar prestados los valores para podérselos entregar al comprador. (Además tengo que pagar al comprador los dividendos declarados para esos valores durante el periodo en el que mantengo la posición bajista.) En algunos casos puede ser imposible encontrar valores y por ello es técnicamente imposible ejecutar una venta en descubierto. En algunos de los ejemplos más flagrantes de valoración ineficaz, las limitaciones técnicas de la venta corta impidieron a los arbitrajistas corregir el error de valoración.

Puede ser complicado establecer un arbitraje si resulta difícil encontrar un sustituto parecido del valor sobrepreciado. Para que un arbitraje sea eficaz debe haber un valor de precio justo similar que pueda comprarse para compensar la posición corta y que además vaya a subir si ocurre algún acontecimiento favorable en el sector al que pertenece el valor.

Uno de los mejores ejemplos utilizado por los conductistas para mostrar que los precios del mercado pueden ser ineficientes es el caso de dos acciones idénticas que no se negocian al mismo precio. Royal Dutch Petroleum y Shell Transport se consideran empresas siamesas. En 1907 las dos empresas acordaron formar una alianza y repartir sus beneficios después de impuestos en un 60 por ciento para Royal Dutch y un 40 por ciento para Shell. En mercados eficientes, los mismos flujos de efectivo deberían venderse con valores equivalentes.

El problema con este ejemplo es que los dos valores se negocian en distintos mercados, con diferentes normas y posiblemente distintas restricciones de futuro. Pero aun en el caso de que Royal Dutch y Shell se consideraran equivalentes a todos los efectos, el arbitraje entre los dos valores podría ser inherentemente arriesgado. Si Royal

Dutch vende con una prima del 10 por ciento a Shell, el arbitraje adecuado es vender corto las acciones sobrevaloradas de Royal Dutch y comprar las acciones baratas de Shell. Sin embargo, el arbitraje es peligroso. Un título sobrevalorado siempre puede sobrevalorarse aún más, provocando pérdidas para el vendedor a la baja. Las gangas de hoy pueden ser aún mejores mañana. Está claro que uno no puede fiarse completamente del arbitraje para limar las desviaciones de los precios del mercado de su valor fundamental. Las restricciones para vender corto influyeron sin duda en la propagación de la burbuja inmobiliaria al final de la primera década de los años 2000. Cuando es prácticamente imposible vender corto la vivienda en distintas zonas del país sólo cuentan los votos de los optimistas. Cuando los optimistas pueden apalancarse fácilmente con préstamos hipotecarios es sencillo entender por qué no es probable que una burbuja inmobiliaria se limite mediante el arbitraje.

¿Qué pueden aprender los inversores de las finanzas conductistas?

Los noctámbulos como yo solemos ver los programas de televisión de madrugada. Una de las partes más divertidas del show de David Letterman era la sección «Stupid Pet Tricks», en la que las mascotas demuestran todas sus habilidades guiadas por sus dueños. Desgraciadamente, los inversores suelen comportarse como los dueños y las mascotas del programa de televisión, y no hace gracia. Tienen demasiada confianza, se dejan llevar por el rebaño, alimentan ilusiones de control y se niegan a reconocer sus errores de inversión. En comparación, los animales parecen inteligentes.

Acabamos de ver algunos de los aspectos del comportamiento humano que influyen en la inversión. A la hora de invertir, a menudo somos nuestro peor enemigo. Como dice Pogo²⁹: «Hemos conocido al enemigo y somos nosotros». Comprender lo vulnerables que somos a nuestra propia psicología puede ayudarnos a evitar ilusiones estúpidas de inversor que pueden fastidiar nuestra seguridad económica. Hay un viejo refrán sobre póquer: si te sientas a jugar y no te das cuenta de quién es el pardillo, levántate y vete porque eres tú. Estos elementos sobre psicología del inversor pueden evitar que haga el tonto.

Charles Ellis, un experimentado observador de los mercados de valores y autor del brillante libro sobre inversión *Winning the Loser's Game*, cuenta que en el tenis amateur, la mayoría de los puntos se consiguen no por los aciertos propios sino por los errores del contrario. Lo mismo ocurre en las inversiones. Ellis afirma que la mayoría de los inversores fracasan por entrar en estrategias de bolsa equivocadas en lugar de aceptar la actitud que se recomienda en este libro de comprar acciones de un índice y mantenerlas. Por la forma en que se comportan la mayoría de los accionistas, la bolsa se convierte en un juego de perdedores.

Qué fácil resultaba a principios de 2000, cuando las acciones tecnológicas que adquirió subían continuamente, convencerse a uno mismo de que era un genio de las inversiones. Qué fácil resultaba convencerse a sí mismo de que buscar el fondo de inversión de mejor comportamiento era una estrategia segura de éxito. Y para los que dejaron sus trabajos durante la burbuja para dedicarse a las operaciones de poca monta, qué estimulante resultaba comprar unas acciones a las 10 de la mañana y ver que a mediodía habían subido un 10 por ciento. Todas estas estrategias acabaron catastróficamente. Los posicionistas

de un solo día ganan invariablemente menos que los inversores que mantienen sus valores.

El primer paso para solucionar los efectos perniciosos de nuestras debilidades es reconocerlas. Ceder a la sabiduría del mercado. Igual que el jugador de tenis aficionado que intenta simplemente devolver la pelota sin ningún movimiento extravagante es el que suele ganar, también lo es el inversor que simplemente compra y mantiene una cartera diversificada que abarca todas las acciones que se negocian en el mercado. No sea su peor enemigo: evite los trucos tontos del inversor. Si quiere comprar acciones por su cuenta, éstos son los consejos más importantes de las finanzas conductistas.

1. No siga al rebaño

Los economistas conductistas comprenden los mecanismos de retroalimentación que llevan a los inversores a seguir al grupo. Cuando las acciones de Internet subían, era difícil no dejarse llevar por la euforia, especialmente cuando todos sus amigos presumían de sus beneficios espectaculares. Una abundante bibliografía documenta la influencia de los amigos en las decisiones de inversión. Robert Shiller y John Pound estudiaron a 131 inversores particulares y les preguntaron qué es lo que había llamado su atención de las últimas acciones que habían comprado. La respuesta habitual era que un contacto personal como un amigo o un familiar les había recomendado la compra. Hong, Kubik y Stein proporcionaron pruebas más sistemáticas sobre la importancia de los amigos en las decisiones del inversor. Descubrieron que los hogares en los que se relacionan con los vecinos o en los que se va a la iglesia suelen ser bastante más proclives a invertir en bolsa que los hogares

no tan sociables una vez se descuento el efecto del patrimonio, la raza, la educación y la tolerancia al riesgo.

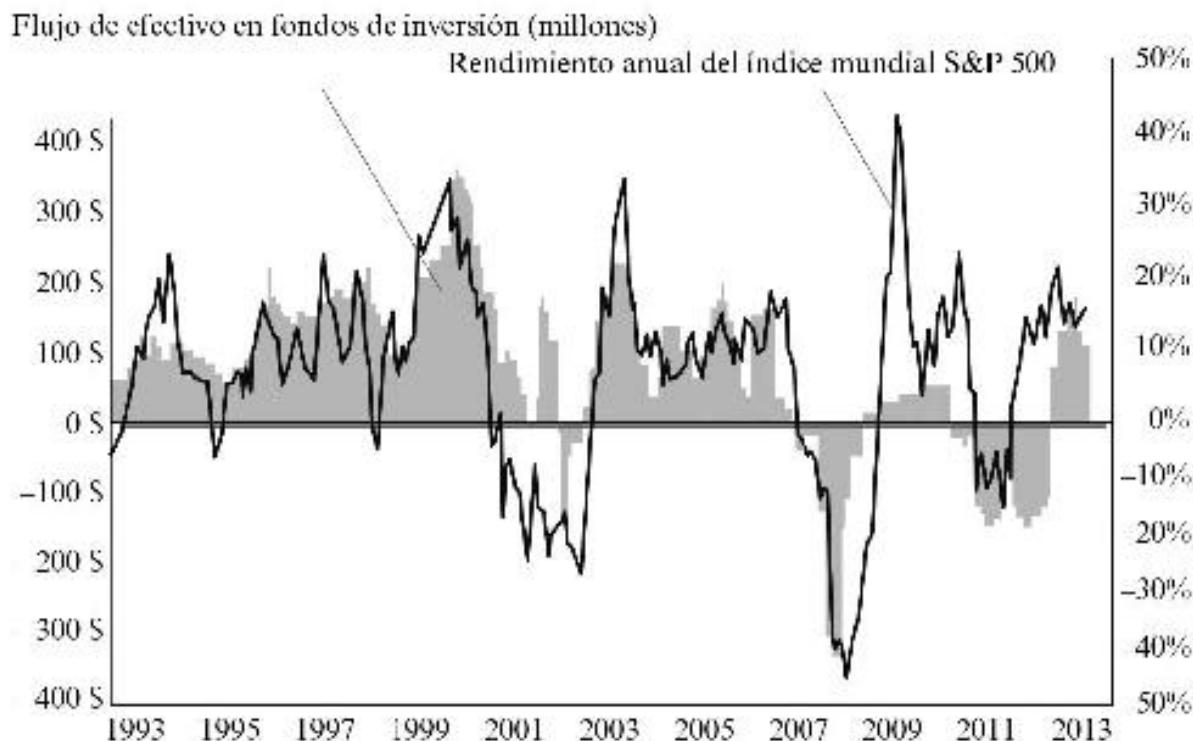
Cualquier inversión que se convierta en tema de conversación suele ser especialmente peligrosa para su patrimonio. Sucedió con el oro a principio de los años 80 y con las inversiones inmobiliarias en Japón y las acciones a finales de los 80. Sucedió con los valores de Internet a finales de los 90 y primeros 2000 y con las comunidades de propietarios de California, Nevada y Florida en la primera década del nuevo milenio.

Indefectiblemente, las acciones o fondos de moda en un periodo son los que peor se comportan en el siguiente. Y como el comportamiento de rebaño induce a los inversores a asumir cada vez riesgos mayores durante periodos de euforia, el mismo comportamiento suele llevar a muchos inversores a arrojar la toalla cuando el pesimismo es galopante. Los medios suelen animar estos comportamientos autodestructivos dando bombo publicitario a la gravedad de las caídas del mercado y exagerando para conseguir espectadores y oyentes. Incluso sin excesiva atención mediática, los movimientos del mercado animan las decisiones de comprar y vender que se basan en las emociones y no en la lógica.

Por una mala programación, el inversor en fondos típico obtiene un rendimiento de las acciones muy alejado del que conseguiría simplemente comprando y manteniendo un fondo de índice. Esto se debe a que el inversor suele colocar su dinero en fondos de inversión que están cerca o en el techo del mercado (cuando todo el mundo está entusiasmado) y retiran el dinero en los momentos más bajos (cuando reina el pesimismo). El gráfico 28 lo demuestra. En él vemos que el flujo de efectivo neto que entró de nuevas en los fondos de inversión alcanzó su punto álgido cuando el mercado alcanzó el máximo a

principios de 2000. Cuando en otoño de 2002 el mercado alcanzó un mínimo, los inversores sacaron su dinero. A finales de 2008 y principios de 2009, cuando el mercado estaba en su nivel más bajo, en medio de la crisis financiera, salió más dinero del mercado que nunca. Pueden observarse los efectos de la «penalización por falta de oportunidad» en el gráfico 28.

GRÁFICO 28
PENALIZACIÓN POR FALTA DE OPORTUNIDAD: EL FLUJO DE EFECTIVO EN FONDOS DE INVERSIÓN SIGUE A LA BOLSA



También existe una «penalización por selección». En el pico del mercado, a principios de 2000, el dinero fluyó hacia los fondos de inversión de «crecimiento», asociados normalmente con la alta tecnología e Internet, y salió de los fondos de «valor», fondos de la «vieja economía» que se vendieron a precios bajos en relación con su valor contable y con los beneficios. En los tres años siguientes, los fondos

de «valor» proporcionaron cuantiosas rentabilidades positivas para sus inversores, y los fondos de «crecimiento» bajaron bruscamente. Durante el tercer trimestre de 2002, después de una caída del 80 por ciento en el valor máximo del índice NASDAQ, se rescataron grandes cantidades de los fondos de crecimiento. Perseguir la inversión de moda hoy suele acarrear la congelación de la inversión de mañana.

2. Evite el exceso de transacciones

Los especialistas en finanzas conductistas han visto que los inversores suelen mostrar un exceso de confianza en sus criterios e invariablemente hacen demasiadas transacciones para su propio bienestar financiero. Muchos inversores pasan de unas acciones a otras o de un fondo de inversión a otro como si estuvieran eligiendo y descartando cartas en el chinchón. Los inversores no consiguen nada con este comportamiento excepto tener grandes gastos por las transacciones y pagar más impuestos. Las ganancias a corto plazo se gravan con los tipos impositivos para los ingresos normales. El inversor que compra y mantiene difiere el pago de impuestos sobre beneficios y puede evitar pagarlos si las acciones se mantienen hasta que se distribuyan como parte del propio patrimonio. Recuerde el consejo del legendario inversor Warren Buffett: el letargo que roza con la pereza es el mejor estilo de inversión. El periodo de tenencia adecuado para el mercado bursátil es siempre.

El coste de un exceso de transacciones es bastante sustancial. Con datos del comportamiento de aproximadamente 66.000 hogares durante el periodo 1991-1996, Barber y Odean descubrieron que el hogar medio de la muestra obtenía una rentabilidad anual del 16,4 por

ciento, mientras que el mercado conseguía un 17,9 por ciento. En cambio, la rentabilidad anual de la cartera de hogares que más negociaban era sólo del 11,4 por ciento. Dicho de otra forma, las carteras de esos hogares que más negociaban tenían resultados por debajo de los que eran más pasivos. Además, los hombres se mostraban demasiado confiados con mucha mayor frecuencia que las mujeres. El consejo de Odean a los inversores: si quiere hacer una transacción bursátil (y está casado), pregunte a su mujer si debe hacerlo.

3. Si negocia: venda perdedores, no ganadores

Hemos visto que la gente siente mucha más pena cuando tiene una pérdida que alegría cuando gana. Paradójicamente, los inversores podrían tomar mayores riesgos para evitar pérdidas que para conseguir un beneficio similar. Además, los inversores suelen evitar vender acciones o fondos de inversión que han bajado para evitar asumir una pérdida y la necesidad de admitir que se han equivocado. Por otra parte, los inversores suelen querer deshacerse de los ganadores porque les permite disfrutar del éxito de ser correctos.

A veces es sensato mantener unos títulos que han bajado durante un calentamiento del mercado, especialmente si tiene motivos para creer que la empresa sigue teniendo éxito. Además, sufriría el doble si los vendiera y las acciones subieran después. Pero no tiene sentido aferrarse a acciones perdedoras como Enron y WorldCom por una creencia equivocada de que si no las vende no tiene pérdidas. Una «pérdida sobre el papel» es tan real como una realizada. La decisión de no vender es exactamente igual que la decisión de comprar las acciones al precio actual. Además, si las acciones están en una cuenta

gravable, la venta le permite desgravar y el gobierno le ayudará a amortiguar el golpe disminuyendo el importe de los impuestos. Vender ganadores aumentará la carga fiscal.

4. Otros trucos tontos de los inversores

Desconfiar de nuevas emisiones. ¿Cree que puede ganar mucho dinero siendo el primero en una OPV de una empresa que acaba de llegar al mercado? Especialmente durante la gran burbuja de Internet que estalló en 2000, parecía que las OPV eran el camino seguro a la riqueza. Algunas OPV de éxito se empezaron a negociar a dos, tres y (en un caso) siete veces su precio de apertura inicial. No es de extrañar que algunos inversores creyeran que entrar en una OPV era la forma más fácil de acuñar dinero en la bolsa.

Mi consejo es que no debe comprar OPV en su precio inicial y que nunca debe comprar una OPV justo después de que se empiece a vender a precios que suelen ser superiores al precio de la OPV. Históricamente, las OPV han sido un mal negocio. Cuando se estudiaban todas las OPV cinco años después de su emisión inicial, los investigadores descubrieron que las OPV tenían un peor comportamiento que el conjunto de la bolsa aproximadamente en cuatro puntos porcentuales al año. Los malos resultados empiezan unos seis meses después de la venta de la emisión. Seis meses es por lo general el periodo de «bloqueo» en el que se prohíbe a los iniciados vender las acciones al público. Una vez levantada esa limitación, el precio de las acciones suele caer bruscamente.

Los resultados de la inversión son aún peores para los inversores particulares. Nunca podrá comprar OPV realmente buenas a su precio inicial. Las OPV buenas se las

llevan los grandes inversores institucionales o los mejores clientes de la entidad financiera suscriptora. Si su corredor le llama, puede apostar a que la nueva emisión es un chicharro. Solamente si la agencia de valores no puede colocar las acciones a las grandes instituciones y los mejores clientes particulares tendrá la oportunidad de comprar al precio inicial. Por lo tanto, comprará sistemáticamente las peores nuevas emisiones. No conozco una estrategia que sea más peligrosa para su patrimonio, si exceptuamos quizás las carreras de caballos o las mesas de juego de Las Vegas.

Quedarse frío ante las noticias frescas. Todos hemos oído estas historias. Su tío Eugenio sabe de una mina de diamantes de Zaire de toda garantía. Recuerde que una mina es normalmente un agujero en la tierra con un embustero delante. Gertrudis, la cuñada de su primo, recibió información confidencial sobre una pequeña empresa biotecnológica desconocida. «Es una absoluta ganga. Está vendiendo a sólo un dólar por acción y van a anunciar una cura para el cáncer. Piensa, por 2.000 dólares puedes tener 2.000 acciones.» Información de este tipo llega por todas partes, amigos, familiares, por teléfono e incluso Internet. No haga caso. Aléjese de estas noticias frescas. Tienen enormes posibilidades de ser las peores inversiones de su vida. Y recuerde: no compre nunca nada a alguien que esté sin aliento.

Desconfiar de los planes a prueba de tontos. Aficionados y profesionales le dirán que hay planes para elegir a los mejores gestores de fondos y para mantenerse alejado del mercado cuando los precios caen. La dura realidad es que no existen. Claro que hay estrategias de cartera que en retrospectiva produjeron rentabilidades por

encima de la media, pero todas se autodestruyen con el tiempo. Hay incluso estrategias de oportunidad que han tenido éxito durante años e incluso décadas. A la larga, estoy de acuerdo con Bernard Baruch, un legendario inversor de principios de siglo xx, que dijo: «El sentido de la oportunidad sólo pueden tenerlo los embusteros». Y Jack Bogle, una leyenda de finales del siglo xx, ha señalado: «No conozco a nadie que lo haya tenido [olfato para las oportunidades] con éxito y de forma consistente».

Los inversores no deben olvidar el dicho: «Si algo es demasiado bonito para ser cierto, es demasiado bonito para ser cierto». Si hubieran prestado atención a esta máxima muchos inversores se habrían evitado caer en el mayor plan de Ponzi de la historia: el fraude de Bernard L. Madoff destapado en 2008 en el que supuestamente se perdieron 50.000 millones de dólares. El auténtico timo en el asunto Madoff es que la gente se creyó el cuento de que Madoff podía ganar entre un 10 y un 12 por ciento anual para los inversores de su fondo.

La «genialidad» del fraude de Madoff radicaba en que ofrecía una rentabilidad modesta y segura. Si hubiera ofrecido un 50 por ciento la gente se habría mostrado escéptica respecto a los castillos en el aire. Pero una rentabilidad entre un 10 y un 12 por ciento estaba dentro de lo posible. Sin embargo, conseguir esa rentabilidad año tras año en la bolsa (o en cualquier otro mercado) no es ni remotamente posible y tenía que haber despertado sospechas. El mercado de valores estadounidense ha podido alcanzar más de un 9 por ciento de rentabilidad media durante largos períodos de tiempo, pero sólo con una tremenda volatilidad, incluyendo los años en los que los inversores han perdido hasta un 40 por ciento de su capital. La única forma en la que Madoff podía mostrar esas cifras era amañando la contabilidad. Y no hay que

contar con el regulador para que nos proteja de esos planes fraudulentos. La SEC recibió la advertencia de que los resultados de Madoff eran imposibles, pero no actuó. Su única protección es tener en cuenta que cualquier cosa que parezca demasiado bonita para ser cierta es, sin lugar a duda, falsa.

¿Enseñan las finanzas conductistas a ganar al mercado?

Algunos conductistas creen que los errores sistemáticos de los inversores pueden dar oportunidades para que los inversores desapasionados y racionales derroten al mercado. Creen que las transacciones irracionales crean patrones predecibles en la bolsa que pueden ser utilizados por los inversores prudentes. Por ejemplo, el exceso de confianza de los corredores de bolsa puede llevar a que las acciones de «crecimiento» tengan un precio demasiado elevado de forma consistente en comparación con las acciones de «valor». Estas ideas son bastante más controvertidas que las lecciones que acabamos de dar, y examinaremos algunas en el capítulo siguiente.

28 Lake Wobegon es un pueblo de ficción del programa de radio *A prairie home companion* que emite la radio pública de Minnesota. [N. de la T.]

29 Pogo es el nombre de una tira cómica diaria creada por Walt Kelly protagonizada por los habitantes antropomórficos del pantano Okefenokee. Se publicó en Estados Unidos entre 1948 y 1975. [N. de la T.]

Capítulo 11

¿Es «smart beta» realmente inteligente?

«La sociedad clarividente de Londres no se reunirá el martes por circunstancias imprevistas.»

Anuncio en el *Financial Times*

Hay una nueva estrategia de inversión de moda para la gestión de carteras denominada «smart beta». Con la promesa implícita de que puede mejorar la rentabilidad de la cartera, ha atraído miles de millones de dólares en activos y crece a pasos agigantados. Es importante que los inversores conozcan las fortalezas y debilidades de las estrategias de «smart beta» y el papel que pueden desempeñar en sus planes de inversión.

Este capítulo explica qué es «smart beta», qué tipos de fondos siguen esta estrategia y por qué ha atraído a tanta gente. Demuestra por qué «smart beta» suspende el examen de seguridad y por qué no resulta tan inteligente como dice ser. El capítulo termina diciendo que «smart beta» no es una estrategia inteligente para el inversor particular y sostiene que el enfoque demostrado de invertir en fondos de índice ponderados por capitalización, diversos y de bajo coste sigue siendo la mejor forma de crearse una cartera de inversión.

¿Qué es «smart beta»?

No hay una definición universalmente aceptada de las estrategias de inversión de «smart beta». En lo que suelen pensar la gente que utiliza este término es en la posibilidad de obtener una rentabilidad excesiva (superior al mercado) utilizando una serie de estrategias de inversión relativamente pasivas que no conllevan mayor riesgo que el de invertir en un fondo de índice del Total Stock Market.

He señalado en capítulos anteriores que la parte fundamental de cualquier cartera de inversión debe estar formada por fondos de índice diversificados, de bajo coste, y fiscalmente eficaces. Efectivamente, desde la primera edición de este libro en 1973 antes de que existieran los fondos de índice insté a su creación porque dichos fondos serían mucho más rentables para los inversores que los caros fondos gestionados activamente que son fiscalmente ineficaces. Con una cartera que tuviera todas las acciones del mercado, en proporción a su tamaño o capitalización relativos (el número de acciones en circulación por el precio de las acciones), el inversor tendría la garantía de recibir la rentabilidad del mercado. Un fondo de ese tipo minimizaría los costes de negociación y sería fiscalmente eficaz. Si una empresa duplicaba su valor (y por lo tanto aumentaba su ponderación en el índice), la cartera del inversor reflejaría automáticamente ese cambio y no haría falta una transacción. Además, las pruebas fehacientes citadas en capítulos anteriores dejan claro que los fondos de índice generalmente proporcionan a los inversores un rendimiento neto superior que los fondos gestionados activamente que intentan superar al mercado.

Si un inversor compra un fondo de índice de bajo coste del Total Stock Market (EE.UU.) tal como he recomendado, recibirá la tasa de rentabilidad del mercado y asumirá los riesgos de los altibajos característicos de la bolsa estadounidense. Recuerde que la volatilidad del mercado se

mide con beta y que, por definición, la beta del mercado es 1, tal como se presentó en el modelo de valoración de activos financieros en el capítulo 9. Ahora, lo que quieren que creamos los gestores de inversión «smart beta» es que el indexado puro, en el que cada empresa tiene un peso en la cartera determinado por la capitalización total de la empresa, no es una estrategia óptima. Aducen que no hace falta ser un seleccionador de títulos, como la mayoría de los gestores activos de cartera, para poder ganar al mercado. En cambio, se puede gestionar una cartera relativamente pasiva (bajo volumen) para conseguir buenos resultados con mayor seguridad sin asumir ningún riesgo adicional. Además se puede hacer con unas comisiones muy inferiores a las que cobran los gestores activos. El truco consiste en inclinar (o condimentar) la cartera en una dirección como por ejemplo «valor» en vez de «crecimiento», empresas pequeñas en lugar de grandes, acciones relativamente fuertes frente a las débiles y valores de baja volatilidad en vez de gran volatilidad.

Otras inclinaciones o condimentos propuestos son la «calidad» (que abarca características como ventas estables y crecimiento de los ingresos y un bajo apalancamiento), rentabilidad, dividendos altos y liquidez. Al igual que en la buena cocina se mezclan una serie de buenos sabores, algunas carteras «smart beta» mezclan dos o tres condimentos. Hay carteras que mezclan «valor» y «tamaño pequeño» y otras mezclan todos los condimentos señalados más arriba. Además, todo esto se puede hacer sin aumentar la volatilidad esperada (nivel beta) de la cartera «smart beta»³⁰.

Cuatro condimentos sabrosos con sus pros y sus contras

1. El valor vencerá

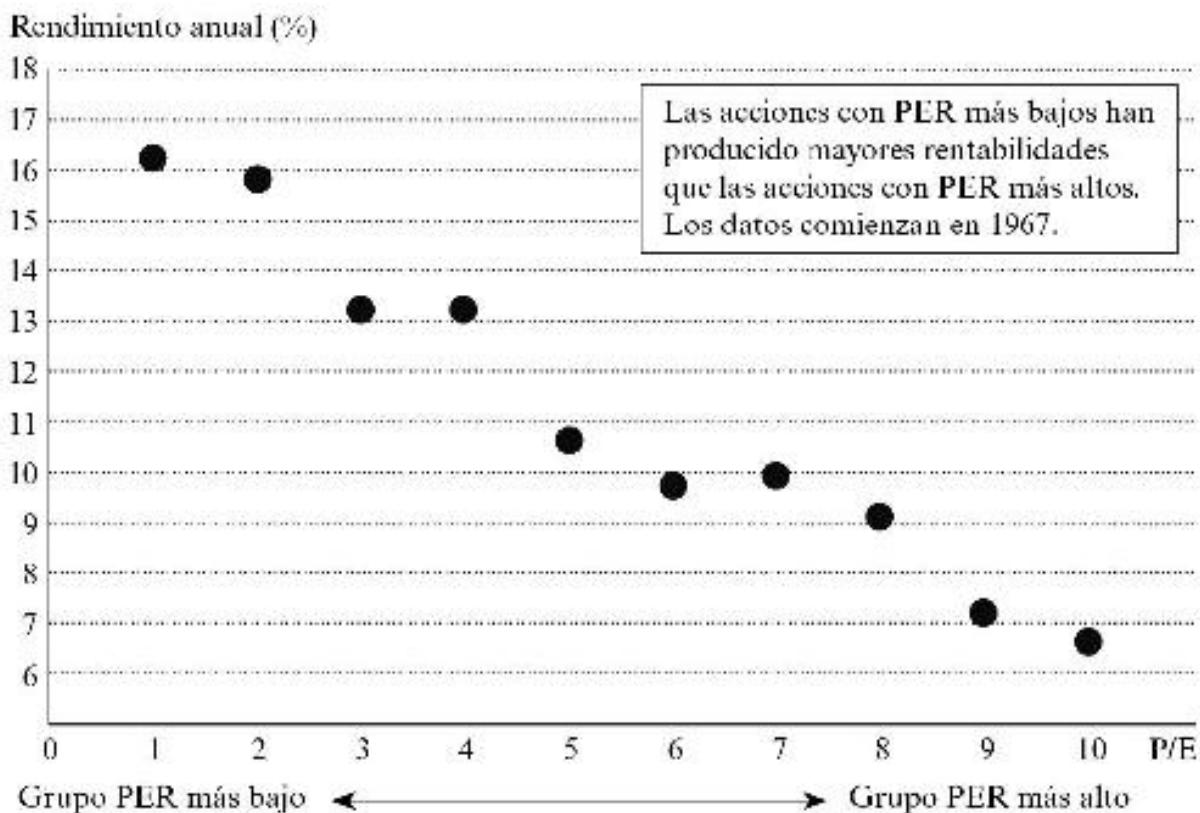
Aspectos positivos: En 1934, David L. Dodd y Benjamin Graham publicaron un manifiesto para el inversor particular que ha conseguido muchas adhesiones, incluida la del legendario Warren Buffett. Opinaban que el «valor» siempre vence al tiempo. Para encontrar valor los inversores tenían que buscar acciones con ratios bajos del precio con el valor contable. El valor se basa en realidades presentes y no en previsiones de crecimiento futuras. La teoría resultante coincide con las perspectivas conductistas en que los inversores tienden a confiar excesivamente en su capacidad para prever un crecimiento de grandes beneficios y por tanto pagan demasiado por acciones «de crecimiento».

Siento una considerable simpatía intelectual por esta perspectiva. Una de mis reglas cardinales en la selección de acciones es buscar empresas con perspectivas de crecimiento razonable que todavía no hayan sido descubiertas por el mercado de valores y que, por tanto, se estén vendiendo a múltiplos de beneficios relativamente bajos. Este enfoque se suele describir como GARP («growth at a reasonable price»: crecimiento a un precio razonable). También he puesto sobre aviso a los inversores repetidas veces sobre los peligros de acciones con múltiplos elevados que puedan estar de moda. En particular, puesto que el crecimiento de los beneficios es tan difícil de pronosticar, es mucho mejor dedicarse a las acciones de múltiplos bajos; si el crecimiento se materializa, tanto los beneficios como el múltiplo de los beneficios es probable que aumenten, proporcionando un doble beneficio al inversor. Comprar una acción de múltiplo elevado que no consiga materializar el crecimiento de los beneficios expone a los

inversores a un doble mal de ojo. Tanto los beneficios como el múltiplo pueden bajar.

Hay algunas pruebas de que una cartera de acciones con múltiplos de beneficios relativamente bajos (así como múltiplos bajos en valor contable, flujo de efectivo y/o ventas) suele producir tasas de rendimiento por encima de la media, incluso después de ajustar el riesgo, tal como se mide en el modelo de valoración de activos financieros. Por ejemplo, el gráfico 29 muestra los beneficios obtenidos por diez grupos de tamaño similar de operadores de bolsa, clasificados por su PER. El grupo 1 tenía el PER más bajo, le seguía el grupo 2, y así sucesivamente. El gráfico muestra que a medida que aumentaba el PER de un grupo de acciones, los beneficios disminuían.

GRÁFICO 29
RENDIMIENTO MEDIO ANUAL FRENTA A PER



Fuente: Stern School of Business, Universidad de Nueva York.

Otra pauta sobre la predicción de los beneficios es la relación que existe entre el ratio del precio de una acción con su valor contable (el valor de los activos de la compañía según se registra en sus libros) y sus beneficios posteriores. Las acciones que representan un buen valor en el sentido de que se venden a unos ratios muy bajos del precio con el valor contable tienden a producir beneficios futuros mayores. Este modelo parece cierto tanto para el mercado bursátil estadounidense como para los extranjeros, como han demostrado Fama y French, cuyo trabajo se describe en el capítulo 9.

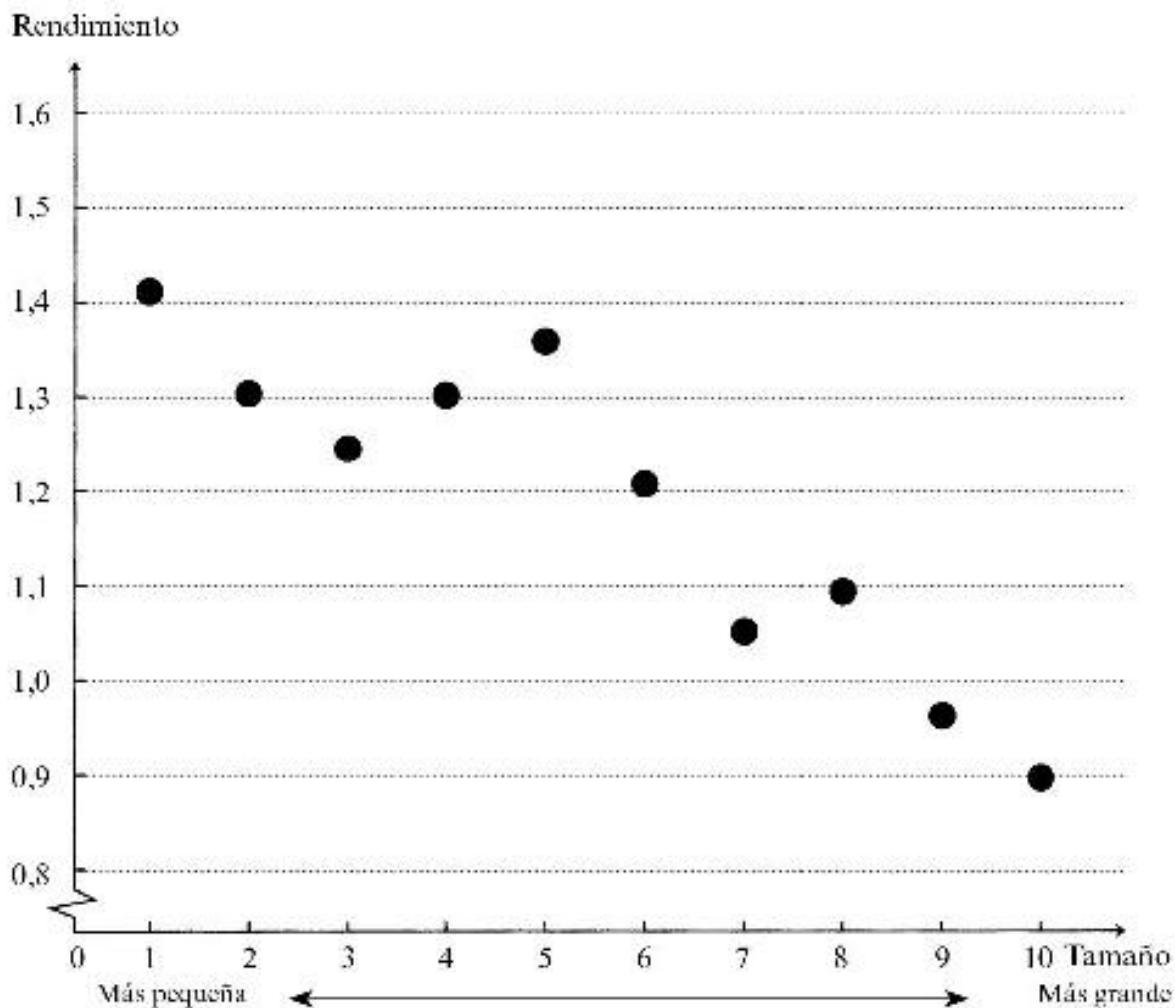
Aspectos negativos: No hay que olvidar nunca que los múltiples PER bajos y la relación entre el precio y el valor contable (P/BV) puede reflejar simplemente otro factor de riesgo que se valora en el mercado. Las empresas con algún tipo de problema financiero, por ejemplo, pueden vender a precios bajos en relación con su valor contable. Por ejemplo, los grandes bancos especializados en la intermediación financiera como Citigroup y Bank of America vendieron a precios por debajo de sus valores contables durante 2009 cuando parecía que el gobierno se iba a hacer cargo de ambas instituciones y el patrimonio de los accionistas iba a desaparecer.

Ejemplos de carteras: Se pueden comprar carteras que dividen una cartera diversificada en dos componentes; uno de «valor» y otro de «crecimiento». El componente de «valor» consta de aquellas acciones con el menor PER y la menor relación entre el precio y el valor contable. Un ETF representativo de «valor» patrocinado por el Vanguard Group negocia con el símbolo ticker VVIAX. VVIAX se ha diseñado para hacer el seguimiento de la rentabilidad del índice estadounidense CRSP LargeCap Value Index, un índice muy diversificado formado mayoritariamente por acciones de «valor» de grandes empresas estadounidenses. Intenta imitar al índice objetivo invirtiendo todos, o casi todos, sus activos en las acciones que forman el índice, conservando cada acción en una proporción aproximada a su ponderación en el índice. El ETF Vanguard VIGAX hace el seguimiento del componente de «crecimiento» del CRSP Large-Cap Index. Los ETF de «valor» y «crecimiento» también están disponibles para índices amplios de pequeña capitalización.

2. Lo pequeño es mejor

Aspectos positivos: Otro modelo de rentabilidad de las acciones que han encontrado los investigadores es la tendencia durante largos periodos de tiempo que tienen los títulos de las empresas pequeñas a producir rendimientos superiores a los de las empresas grandes. Desde 1926, según Ibbotson Associates, los títulos de las empresas pequeñas de los Estados Unidos han producido tasas de rentabilidad más de 1,5 puntos porcentuales que las de las grandes empresas. El gráfico 30 muestra el trabajo de Fama y French, quienes dividieron los títulos en deciles de acuerdo con su tamaño. Descubrieron que el decil 1, el 10 por ciento de las acciones con la capitalización total más baja³¹, producía las rentabilidades más altas, mientras que el decil 10, las acciones más grandes en términos de capitalización de mercado, producían las rentabilidades más bajas. Además, las empresas pequeñas solían tener mejores resultados con los mismos niveles de beta.

GRÁFICO 30
RENDIMIENTO MEDIO MENSUAL FRENTE A TAMAÑO: 1963-1990
Las carteras de las empresas pequeñas han sido producir
mayores rentabilidades que las carteras de las grandes empresas



Fuente: Fama y French, «The Cross-Section of Expected Stock Returns», *Journal of Finance* (junio 1992).

Aspectos negativos: Sin embargo, debemos recordar que, en primer lugar, las acciones de las empresas pequeñas pueden tener más riesgo que las grandes y deben ser más rentables para el inversor. De este modo, incluso si el «efecto de la empresa pequeña» persistiera, no está del todo claro que este descubrimiento violase la eficiencia del mercado. El descubrimiento de que la actuación de las

acciones de una empresa pequeña supera la actuación de las acciones de empresas mayores en función del riesgo ajustado depende en gran medida de cómo se mida el riesgo. Beta, la medida de riesgo usada típicamente en los estudios que han descubierto las rentabilidades «excesivas» en empresas pequeñas, puede ser muy mala. Por tanto, es imposible distinguir si los rendimientos anormales son en realidad el resultado de ineficiencias o en cambio resultan de una falta de adecuación en la medida del riesgo. Los rendimientos más elevados de empresas pequeñas pueden ser sólo la recompensa necesaria que se debe a los inversores por asumir un riesgo mayor. Por último, también es posible que el efecto de la empresa pequeña sea sólo el resultado de lo que se denomina sesgo de supervivencia. La lista actual de las compañías incluye sólo las empresas pequeñas que han sobrevivido, no las que después fueron a la bancarrota.

Por último, la fiabilidad del efecto de la empresa pequeña y su probabilidad de continuar es objeto de discusión. La compra de una cartera de acciones de pequeñas empresas no es una técnica segura para que el inversor obtenga rentabilidades anormalmente grandes.

Ejemplos de cartera: Hay instrumentos de inversión que contienen carteras de acciones con tendencia a las empresas pequeñas, es decir, acciones de baja capitalización. Por ejemplo, el ETF con el símbolo de ticker IWB hace el seguimiento del índice Russell 1000 de las mil empresas estadounidenses más grandes. El ETF IWN hace el seguimiento del índice Russell 2000 de baja capitalización, que contiene las siguientes 2.000 empresas por tamaño (capitalización total).

3. Inercia y reversión a la media

Aspectos positivos: Los primeros trabajos empíricos sobre el comportamiento de los precios de las acciones, que se remontan a los primeros años de la década de 1900, descubrieron que una secuencia de números aleatorios tenía el mismo aspecto que una serie temporal de precios de las acciones. Pero aunque esos primeros trabajos apoyaran un descubrimiento general de la aleatoriedad, estudios más recientes indican que el modelo del paseo aleatorio no se sostiene estrictamente. Parece haber algún modelo en el desarrollo de los precios de las acciones. En períodos de mantenimiento cortos hay algunas pruebas de una inercia en el mercado bursátil. Los aumentos en los precios de las acciones suelen ir seguidos con algo más de frecuencia de más incrementos en lugar de bajadas. En períodos de mantenimiento más largos, se da una reversión a la media. Cuando se han producido grandes aumentos de precios durante meses o años, dichos incrementos suelen ir seguidos de inversiones pronunciadas.

Se han dado dos posibles explicaciones para la inercia: la primera tiene en cuenta el comportamiento; la segunda, en la lentitud de la respuesta ante las novedades. Robert Shiller, uno de los principales expertos en el campo de las finanzas conductuales, destacaba en 2000 la existencia de un mecanismo de retroalimentación psicológica que transmite un cierto nivel de inercia a los precios de las acciones, especialmente en períodos de extremado entusiasmo. La gente ve que los precios de las acciones suben y acuden al mercado en una especie de «efecto de arrastre». La segunda explicación se basa en el argumento de que los inversores no ajustan sus expectativas inmediatamente cuando surgen las noticias, especialmente las noticias sobre los beneficios de las empresas que superan (o no cumplen) las previsiones. Algunos investigadores han visto que las sorpresas por beneficios

positivos van seguidas de unas rentabilidades anormalmente altas, ya que los precios de los mercados parecen responder solo gradualmente a la información sobre los beneficios.

Si bien hay algunas pruebas que respaldan la existencia de una inercia a corto plazo en el mercado bursátil, otros estudios han documentado una correlación negativa en serie es decir, reverisiones de la rentabilidad en periodos de mantenimiento más largos. Una parte considerable de la variación en la rentabilidad en periodos de mantenimiento más largos se puede predecir como correlación negativa respecto a rentabilidades pasadas.

Algunos estudios han achacado esta previsibilidad a la tendencia de los precios de los mercados a «reaccionar de forma exagerada». Afirman que los inversores están sometidos a oleadas de optimismo y pesimismo que pueden hacer que los precios se desvíen sistemáticamente de sus valores fundamentales y que posteriormente muestren una reversión a la media. Sugieren que esta reacción exagerada ante los acontecimientos pasados es coherente con factores conductuales, en los que los inversores muestran sistemáticamente un exceso de confianza en su capacidad para prever los precios futuros de las acciones o los beneficios futuros de las empresas. Estos datos respaldan hasta cierto punto las técnicas de inversión que se basan en una estrategia «a la contra», es decir, comprar las acciones, o paquetes de acciones que no han resultado atractivas durante mucho tiempo.

Aspectos negativos: Sin embargo, los resultados de la inercia a corto plazo y de la reversión a la media a largo plazo no son uniformes en todos los estudios y son más débiles dependiendo de los períodos. Además, puede resultar imposible aprovechar la tendencia para

determinadas acciones para demostrar las inversiones de la rentabilidad. En un estudio que hice simulé una estrategia de compra de acciones durante un periodo de trece años con rentabilidades especialmente malas en los tres a cinco años anteriores. Los resultados del estudio indicaron que las acciones con rentabilidades muy bajas en los tres a cinco años anteriores tenían rentabilidades mayores en el periodo siguiente y que las acciones con rentabilidades muy altas en esos tres a cinco años presentaban rentabilidades inferiores en el periodo siguiente. Es decir, hay pruebas *estadísticas* contundentes de las reverisiones de la rentabilidad. No obstante, las rentabilidades en el periodo siguiente fueron similares para ambos grupos. Por lo tanto, un enfoque a la contraria no conseguía rentabilidades por encima de la media. Había un modelo estadístico sólido de reversión de la rentabilidad, pero ninguno que implicara una ineficacia del mercado que permitiera a los inversores obtener rentabilidades excesivas.

Ejemplos de cartera: Hay fondos de inversión y ETF que inclinan la cartera hacia acciones que muestran una fuerza relativa en comparación con el mercado en su conjunto. El fondo AMOMX, patrocinado por la sociedad de inversión AQR, invierte en empresas de capitalización grande y pequeña cotizadas en la principal bolsa de EE.UU. o en el mercado extrabursátil y que tienen una inercia positiva. A menudo se considera una inercia positiva fuerte respecto al comportamiento en los doce meses anteriores (sin incluir el más reciente para tener en cuenta cualquier reversión de rentabilidad a corto plazo).

4. La baja volatilidad puede producir una gran rentabilidad

Aspectos positivos: Para comprender la lógica de varias estrategias de «smart beta» de baja volatilidad, tenemos que referirnos de nuevo al modelo de valoración de activos financieros (CAMP) que vimos en el capítulo 9. Según el CAMP, el riesgo y la rentabilidad dependen de beta, una medida de la volatilidad relativa (o riesgo no diversificable) de cualquier acción o cartera. Según esta teoría, cuanto mayor sea la beta (riesgo) de una acción o cartera, mayor debería ser su rentabilidad. Sin embargo, como quedó demostrado en el capítulo 9, los datos empíricos que respaldan esta teoría son endebles. Las carteras de beta alta no producen mayor rentabilidad que las de beta baja. La relación entre beta y rentabilidad es relativamente floja tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo.

Los inversores pueden utilizar este dato para idear toda una serie de estrategias de cartera para «apostar contra beta». Supongamos, por ejemplo, que unas carteras con una beta muy baja de $\frac{1}{2}$ (son la mitad de volátiles que la cartera amplia del mercado), pero producen la misma rentabilidad que el mercado, que por definición tiene una beta de 1. Supongamos que la rentabilidad del mercado es del 10 por ciento. Si se compra a margen una cartera con beta baja (poniendo 50 céntimos por cada dólar de valor de mercado), un inversor podría duplicar la beta y la rentabilidad de la cartera, tal como se muestra a continuación.

APALANCAMIENTO DE UNA CARTERA CON BETA BAJA

	<i>Comprar cartera del mercado</i>	<i>Comprar cartera con beta baja</i>	<i>Comprar a margen cartera con beta baja*</i>
Rentabilidad media	+10%	+10%	+20%
Beta	1	$\frac{1}{2}$	1

* Para que la explicación sea sencilla, suponemos que se pagan cero intereses por el préstamo de margen.

Es fácil ver que el préstamo de margen aumenta tanto la rentabilidad como la volatilidad de las carteras. Por cada 100 dólares de valor comprado, el inversor sólo pone 50 y pide prestado los otros 50. La cartera de 100 dólares aumenta un 10 por ciento, hasta 110 dólares. Pero la participación del inversor aumenta un 20 por ciento, como se muestra a continuación.

EFECTO EL APALANCAMIENTO EN LOS BENEFICIOS Y EN BETA

	<i>Antes</i>	<i>Después del 10% de beneficios</i>	<i>Porcentaje de beneficio</i>
Valor de cartera	100 \$	110 \$	10%
Préstamo	50	50	
Fondos del inversor	50	60	20%

Naturalmente, el mayor beneficio se consigue a expensas de duplicar la volatilidad. Si el valor de la cartera disminuye un 10 por ciento, hasta 90 dólares, la participación del inversor se reducirá hasta 40 dólares, una bajada del 20 por ciento. Por lo tanto, la cartera de baja volatilidad (con una beta de $\frac{1}{2}$), tendrá el doble de la volatilidad subyacente de las acciones que mantenga.

Aspectos negativos: Hay otras versiones de la estrategia de la baja volatilidad. Por ejemplo, un inversor podría comprar (ponerse largo) el 10 por ciento de las acciones con la menor volatilidad, y vender en corto el 10 por ciento de las acciones con la mayor volatilidad. Con cualquiera de las estrategias terminará con una cartera bastante distinta y menos diversificada que si hubiera comprado y mantenido la cartera del mercado, la estrategia que recomendamos en este libro. Las carteras de baja volatilidad suelen concentrarse en valores de servicios públicos así como en los de las grandes compañías

farmacéuticas. Las carteras relativamente poco diversificadas son una característica común a todas las estrategias de «smart beta».

Ejemplo de cartera: Los ETF de baja volatilidad mantienen carteras de valores con la menor volatilidad medida respecto a sus referencias. Por ejemplo, el SPLV ETF patrocinado por PowerShares tiene los 100 valores menos volátiles del S&P 500. No se ajusta según las desviaciones del sector por lo que casi un tercio de su cartera es de acciones de servicios públicos. Un inversor podría comprar SPLV a margen para emular la estrategia de apalancamiento de la cartera hasta una beta de 1.

Mezcla de condimentos y estrategias

Fondos Dimensional Fund Advisors. Dimensional Fund Advisors (DFA) ofrece fondos de inversión que se venden a través de asesores de inversión. Los fondos se forman seleccionando los valores cuantitativamente teniendo en cuenta los criterios de valor y tamaño de Fama y French que vimos en el capítulo 9. Los fondos DFA contienen valores con la menor relación precio-valor contable, así como los de menor capitalización del mercado (tamaño). El fondo DFA de gran capitalización (DFLVX) es una cartera de valores con inclinación hacia las acciones de gran capitalización. DFSVX es una cartera con inclinación hacia las acciones de pequeña capitalización diseñada para capturar tanto los efectos de «valor» como de «tamaño». Los trabajos de Fama y French sugieren que los efectos no sólo existen en Estados Unidos, sino también a nivel internacional. Por eso, DFA ofrece fondos internacionales y nacionales. DFA afirma que también pueden mezclar otros

condimentos en su cartera, como el de la «calidad» cuando las condiciones lo justifican.

RAFI «Fundamental Indexes™». La sociedad Research Affiliates ha diseñado carteras nacionales e internacionales basadas en «índices registrados» que en su opinión son mucho mejores que los índices estándar, cuya ponderación se basa en la capitalización. El RAFI ETF PRF pondera los valores del índice Russell 1000 no por capitalización total, sino por su «huella económica». El RAFI Fundamental Index™ pondera cada valor mediante medidas fundamentales de valor como ventas, beneficios, valor contable, en lugar de por la capitalización total.

De hecho, los procedimientos RAFI inclinan la cartera hacia los mismos factores de valor y tamaño presentes en otras carteras de «smart beta». Pensemos en dos empresas con los mismos beneficios, la empresa A vende a 25 veces su valor, mientras que la empresa B vende a $12 \frac{1}{2}$ veces. Con la ponderación de la capitalización, la empresa A obtiene el doble de ponderación que la B. Con el indexado fundamental, ambas obtienen la misma ponderación. De esta forma, las acciones de valor (con PER bajos) y las acciones de baja capitalización se sobreponen respecto a sus pesos en un índice estándar ponderado por capitalización.

Índices con la misma ponderación. Como su nombre indica, estas carteras adjudican el mismo peso a todos los valores del índice. El ETF EWRI patrocinado por Guggenheim Investments da el mismo peso a todos los valores del índice de gran capitalización Russell 1000. Como ocurre con la cartera RAFI, este procedimiento introduce una inclinación por tamaño y valor en el ETF.

Los fondos de «smart beta» suspenden el examen de riesgos

Evaluación de «smart beta»

Todas las estrategias de «smart beta» representan una gestión activa en lugar de indexado. Las carteras ponderadas por capitalización son el mercado. Si cree que un subconjunto de valores le va a dar mayores rendimientos, cuenta con que algunos inversores «tontos» van a mantener carteras que producen malos rendimientos. Algunos partidarios de «smart beta» han sido bastante explícitos sobre quiénes pueden ser esos inversores tontos. Afirman que los inversores de fondos de índice de capitalización tradicional son inversores beta tontos, ya que al mantener el índice amplio van a tener una serie de acciones de crecimiento sobrevaloradas. *Pero ese argumento debe ser falso.* El poseedor de un fondo de índice de base amplia va a obtener, por definición, la rentabilidad media del mercado. Si los fondos de «smart beta» consiguen un rendimiento superior al del mercado, no puede ser a costa de los inversores en fondos de índice tradicionales sino a expensas de todos los gestores activos que no mantienen una cartera de mercado.

En la medida en que los fondos de «smart beta» generan unos rendimientos excesivos, es muy probable ya que asumen mayores riesgos. Al inclinarse en una u otra dirección —tamaño pequeño, por ejemplo— los inversores estarán menos diversificados y estarán expuestos a mayores riesgos que los que comporta una cartera del mercado amplio. Gestores como DFA admiten de buena gana que los altos rendimientos que puedan generar esos fondos son sencillamente una compensación por los riesgos adicionales que se asumen. En toda su historia, todos los

rendimientos por encima del mercado de la cartera RAFI Fundamental Index™ se consiguieron en 2009, cuando la proporción de valores de banca en la cartera era más del doble que el peso en el índice de referencia y casi un 15 por ciento de la cartera estaba invertida en dos valores Citigroup y Bank of America. La «apuesta» funcionó, pero era ciertamente arriesgada, ya que no estaba claro que los bancos fueran a evitar la nacionalización y la «eliminación» de los accionistas. Las carteras de «smart beta» pueden no tener grandes betas, pero desde luego conllevan un riesgo considerable.

- Cuando se evalúan carteras de «smart beta» con modelos de riesgo multifactoriales (como el de tres factores de Fama y French o ampliaciones de éste), el resultado habitual es que no se demuestra ningún rendimiento excesivo ajustado al riesgo. Las carteras de «smart beta» no producen betas.
- Los fondos de «smart beta» necesitan un reequilibrado periódico. Por ejemplo, para que un fondo igualmente ponderado mantenga su ponderación equitativa, los valores que hayan subido más de la media deben reducirse. En un mercado alcista, la negociación conlleva costes de transacción e impuestos por incrementos de capital a corto plazo. Los fondos de «smart beta» y ETF también tienen costes de gestión considerablemente mayores que los tradicionales fondos de índice con ponderación por capitalización.
- Todas las carteras de «smart beta» han pasado por largos periodos de rendimiento inferior a la media. Hay numerosas pruebas de «reversión a la media» y los períodos de rendimientos excepcionales suelen ir seguidos de períodos con resultados decepcionantes.

- Los fondos de inversión (y ETF) diseñados para captar la inercia y los efectos de betas bajas no han demostrado una rentabilidad superior. A menudo, los resultados con dinero real difieren de los simulados en los estudios académicos.
- El comportamiento de las estrategias de «smart beta» en el futuro depende fundamentalmente en las valoraciones del mercado en el momento de implementar la estrategia. Las estrategias de «valor» tuvieron unos resultados extraordinarios tras la burbuja de Internet, cuando las acciones de «crecimiento» de alta tecnología alcanzaron precios altísimos en comparación con las acciones de «valor». Asimismo, las acciones de las empresas pequeñas se comportaron especialmente bien cuando su precio era bastante barato en comparación con las acciones de gran capitalización. Especialmente a medida que estas estrategias se hagan más populares, las acciones elegidas por esas técnicas incrementarán su precio, y los resultados podrían ser decepcionantes. Ninguna estrategia puede ser eficaz sin tener en cuenta las relaciones de valoración.
- Por último, cuesta más comprar y vender muchos de los ETF de «smart beta» que sus hermanos de ponderación por capitalización tradicionales. Los fondos de inversión simples, como los del S&P 500 se negocian a precios bastante similares a los de su valor neto porque las diferencias se suelen diluir en el arbitraje. Muchos ETF de «smart beta» siguen índices no estándar contra los cuales es más difícil protegerse. Por lo tanto, es más probable que sus precios se desvíen de un valor justo y a menudo se negocian con primas o descuentos importantes respecto al valor de los activos subyacentes. Además, los fondos de «smart

beta» que ofrece DFA y funcionan bien sólo pueden adquirirse a través de asesores de inversión, lo que supone una capa más de comisiones.

¿Cómo ha funcionado la inclinación de factores en la práctica?

Hay muchos fondos de inversión y fondos cotizados que permiten a los inversores implementar cada una de las estrategias de «smart beta» que acabamos de ver. Ahora vamos a examinar el historial de algunos de los fondos y ETF que imitan cada una de las cuatro estrategias principales (inclinaciones o condimentos de la cartera) recomendadas, así como otras que utilizan una mezcla.

Inclinaciones de valor y tamaño

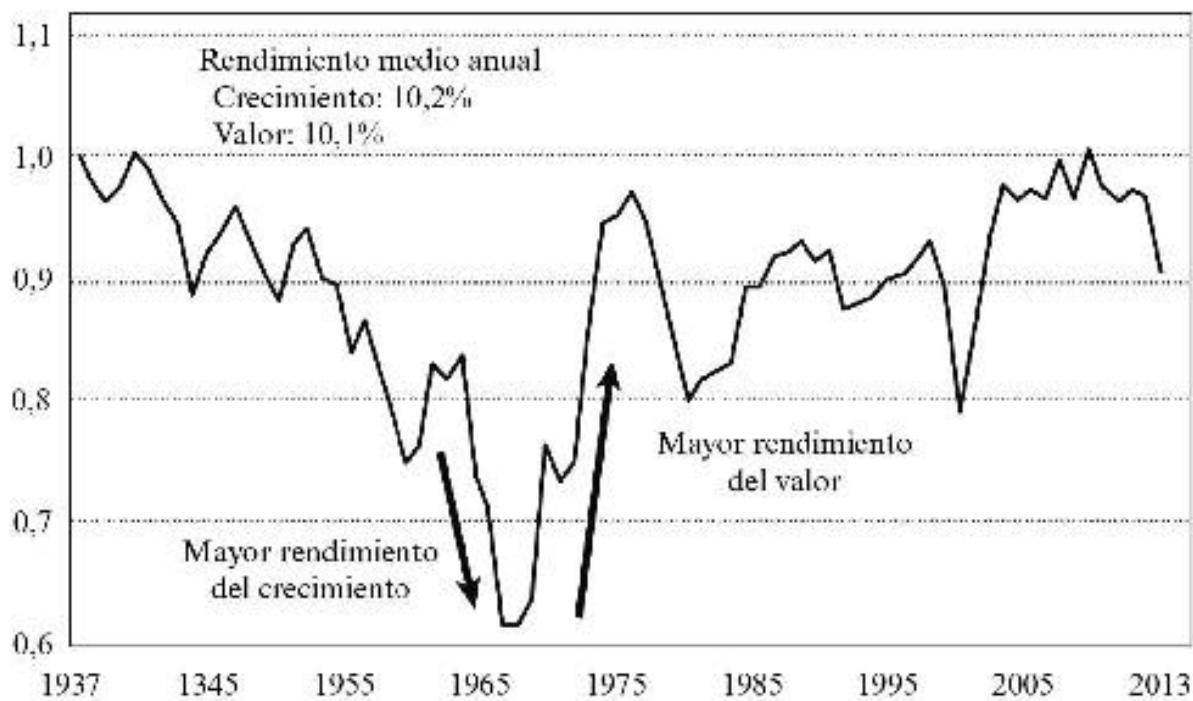
Carteras de fondos de inversión y ETF. Las pruebas académicas más sólidas que respaldan las carteras de «smart beta» es la tendencia de los títulos de «valor» a superar a los de «gran capitalización». En ese caso las referencias académicas las apoyan rotundamente.

También debemos recordar que los resultados publicados —incluso los realizados durante décadas— pueden seguir dependiendo del periodo y preguntar si los modelos de rentabilidad de los estudios académicos pueden generarse con dinero de verdad. El gráfico 31 presenta la rentabilidad media real generada por fondos de inversión clasificados por sus objetivos de «crecimiento» o «valor». Los fondos de «valor» también se han clasificado si compran títulos con múltiplos de PER y baja relación P/BV. Vemos que para un periodo que se remonta a los años 30, no parece que los inversores pudieran realizar beneficios

superiores de los fondos de inversión especializados en acciones de valor. Ciertamente, el gráfico sugiere que el periodo estudiado por Fama y French desde 1960 pudiera haber sido el único periodo en el que las acciones de valor produjeron de forma continua mayores rentabilidades.

El gráfico 31 se creó a partir de historiales de fondos gestionados activamente. Para periodos más recientes podemos repetir el análisis con ETF indexados de «smart beta» que existen ahora. El segundo gráfico muestra exactamente el mismo modelo repetido con carteras ETF indexadas disponibles durante los diez años que van de 2004 a 2013. Los inversores que buscaran una década de rentabilidades excepcionales con ETF de «valor» se habrían sentido decepcionados. Ni los fondos de inversión ni los ETF con una orden de «valor» habrían producido rendimientos por encima de la media.

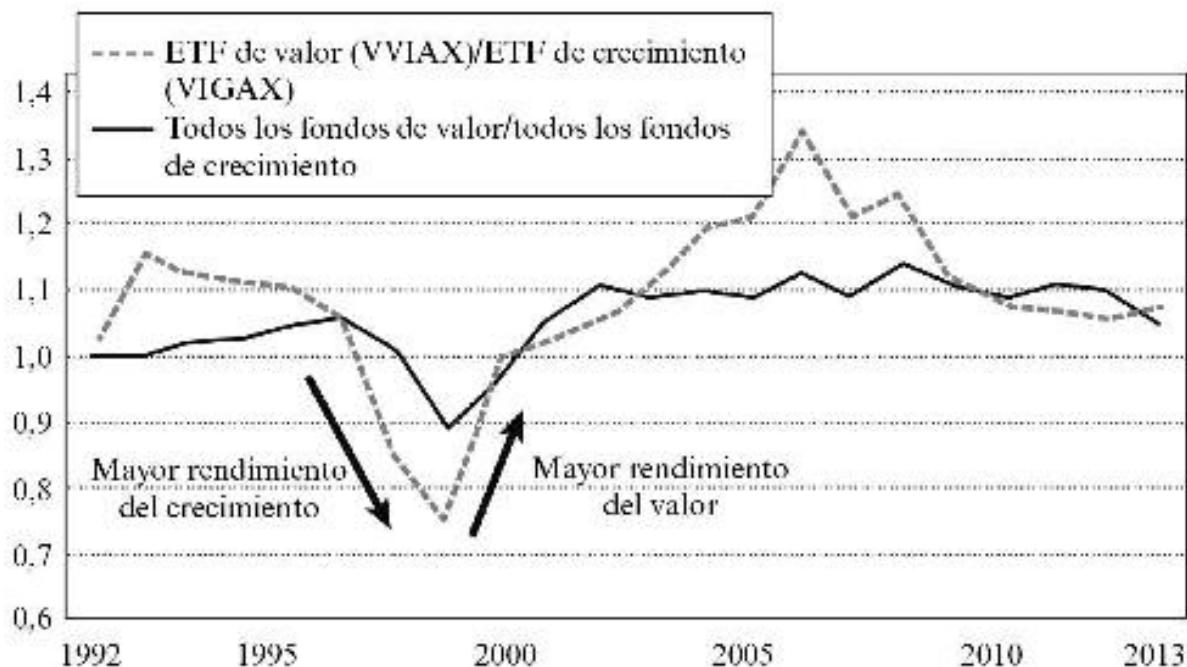
GRÁFICO 31
 REVERSIÓN A LA MEDIA:
 COMPORTAMIENTO RELATIVO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN «VALOR»
 FRENTA «CRECIMIENTO», 1937-2013



Este gráfico muestra el rendimiento de una inversión en fondos de «valor» dividido por el rendimiento de los fondos de «crecimiento». Una cifra superior (inferior) a 1 indica que el «valor» supera (es inferior) al «crecimiento».

Fuente: Bogle Research Institute.

GRÁFICO 32
REVERSIÓN A LA MEDIA: FONDOS DE «CRECIMIENTO»
FRENTE A «VALOR», 2004-2013



Este gráfico muestra el rendimiento de una inversión en fondos de «valor» (ETF de valor) dividido por el rendimiento de los fondos de «crecimiento» (ETF de crecimiento). Una cifra superior (inferior) a 1 indica que el «valor» supera (es inferior) al «crecimiento».

Fuente: Bogle Research Institute.

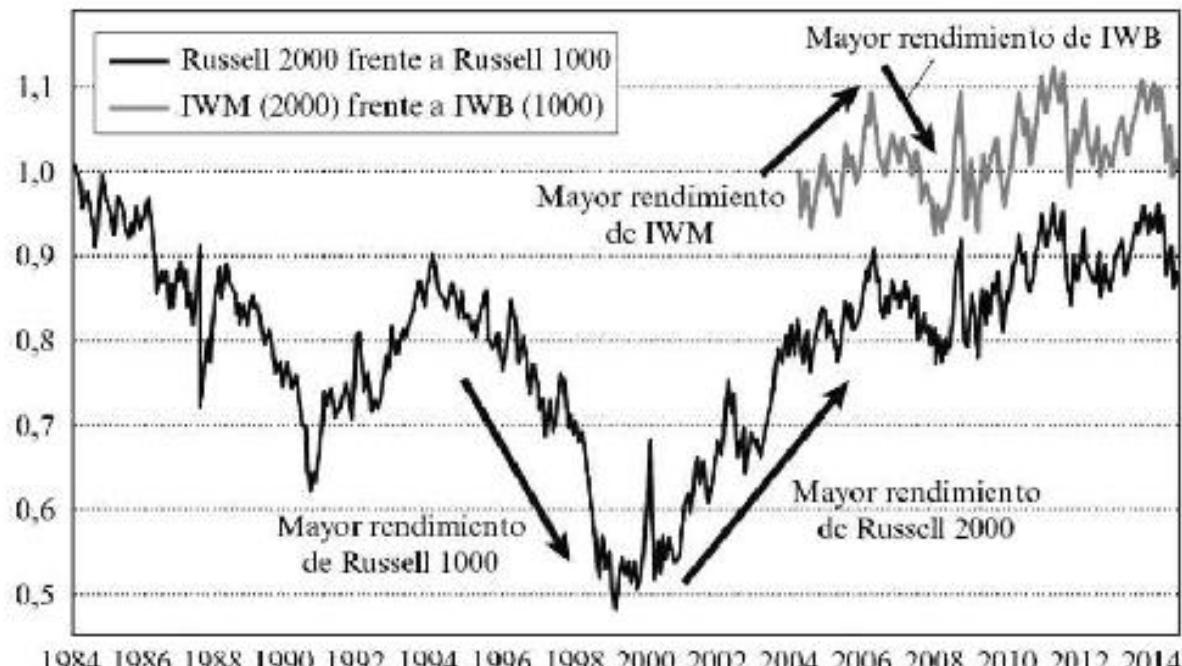
Podríamos contar algo parecido del efecto de la «pequeña capitalización». La tendencia a largo plazo de las inversiones en empresas pequeñas es producir rentabilidades superiores a las inversiones en grandes empresas. Ha habido una volatilidad importante en los rendimientos relativos de las carteras de pequeña y gran capitalización. Por ejemplo, el gráfico 33, muestra los 30 años de historia del índice de pequeña capitalización Russell 2000 y el de gran capitalización Russell 1000 que contiene las mil empresas más grandes del mercado. Obsérvese que los rendimientos de los dos índices son casi

idénticos en esos 30 años y no puede demostrarse un rendimiento superior de ninguno de ellos. Los datos del periodo 2004-2014 cuando había ETF en los que invertir para los índices Russell 1000 (ticker IWB) y 2000 (ticker IMB), también muestran una considerable reversión a la media, aunque las empresas más pequeñas han obtenido rendimientos medios anuales casi un punto porcentual por encima de los de las grandes empresas durante ese periodo.

Estrategias híbridas combinadas

Hemos llamado estrategias combinadas a aquellas que se apartan indirectamente de la ponderación por capitalización para intentar beneficiarse de las inclinaciones de los factores de «valor» y «tamaño» que han predominado en la bibliografía académica. Las dos estrategias principales son las de la ponderación equitativa y la del Research Affiliates Fundamental Index™. Ambas dan a la cartera una (pequeña) inclinación en «tamaño» y «valor».

GRÁFICO 33
COMPARACIÓN DE LOS ÍNDICES RUSSELL 2000 (PEQUEÑA CAPITALIZACIÓN)
Y RUSSELL 1000 (GRAN CAPITALIZACIÓN) (30 AÑOS)
ETF IWM (RUSSELL 2000) FRENTE A ETF IWB (RUSSELL 1000) (10 AÑOS)



Rendimiento medio anual de Russell 2000 (desde el 2/4/1984): 8,31%

Rendimiento medio anual de Russell 1000 (desde el 2/4/1984): 8,78%

Rendimiento medio anual de IWM 2000 (desde el 1/4/2004): 8,07%

Rendimiento medio anual de IWB 1000 (desde el 1/4/2004): 7,97%

Este gráfico muestra el rendimiento del índice Russell 2000 (ETF) dividido por el rendimiento del índice Russell 1000 (ETF). Una cifra superior (inferior) a 1 indica que el índice Russell 2000 supera (es inferior) al Russell 1000.

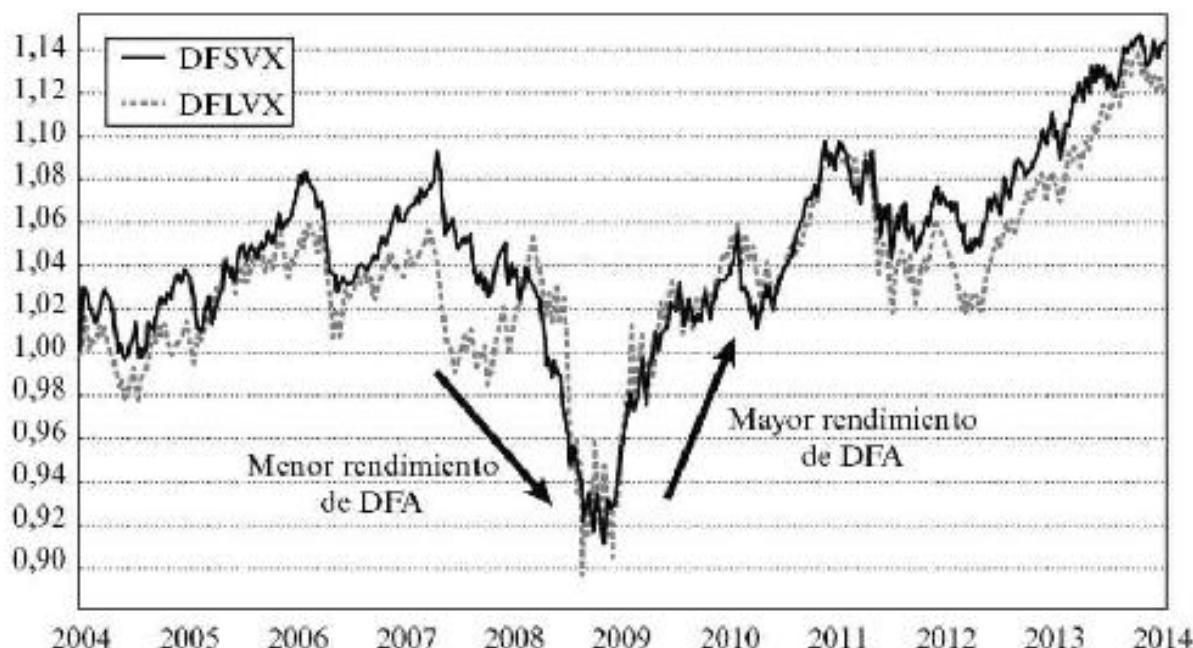
Fuente: Morningstar.

Carteras de Dimensional Fund Advisors (DFA). Los fondos de DFA han tenido un rendimiento superior a muchas de las otras ofertas de «smart beta» disponibles. Por lo general tienen un bajo coste con una proporción de gastos ligeramente superior a las comisiones de los ETF ponderados por capitalización de base amplia. Sin embargo, sólo se venden a través de asesores de inversión.

Estos asesores de inversión que venden los fondos de DFA cobran «sólo honorarios», es decir, no cobran comisiones adicionales por colocar a los inversores en un fondo determinado. Por lo tanto, a diferencia de otros, estos asesores no suelen tener conflictos de intereses. No obstante, cobran comisiones por asesoría que pueden ser del uno por ciento o más y por tanto a los rendimientos adicionales que se obtienen con muchos fondos de DFA hay que restarles estas comisiones de asesoría. Los inversores que invierten por su cuenta no necesitan los servicios de un asesor y pueden evitar estos costes adicionales comprando fondos de índice estándar.

En el gráfico 34 mostramos el rendimiento de dos fondos DFA en un periodo de diez años que terminó en abril de 2014. Obsérvese que tanto el fondo de pequeña capitalización (ticker DFSVX) como el de gran capitalización (ticker DFLVX) de DFA han superado a la referencia en más de un punto porcentual. Sin embargo, hay que volver a subrayar que DFA no oculta que los rendimientos adicionales representan una compensación adecuada por el riesgo añadido de sus carteras. También hay que tener en cuenta que los fondos DFA, como todos los fondos de «smart beta» pasan por periodos de rendimientos inferiores a la media.

GRÁFICO 34
COMPARACIÓN DE LOS FONDOS DFA DE GRAN CAPITALIZACIÓN (DFLVX) Y DFA DE PEQUEÑA CAPITALIZACIÓN (DFSVX) CON LA REFERENCIA (10 AÑOS)



Referencia de DFLVX: IWD

Referencia de DFSVX: IWN

Rendimiento anual de DFA de gran capitalización (desde el 1/4/2004): 8,92%

Rendimiento anual de Russell 1000 (desde el 1/4/2004): 7,65%

Rendimiento anual de DFA de pequeña capitalización (desde el 1/4/2004): 9,12%

Rendimiento anual de Russell 2000 (desde el 1/4/2004): 7,49%

Este gráfico muestra el rendimiento de la estrategia de «smart beta» dividido por el rendimiento del índice de referencia. Una cifra superior (inferior) a 1 indica que el fondo de «smart beta» supera (es inferior) al índice de referencia.

Fuente: Morningstar.

Research Affiliates Fundamental Index™ (RAFI).

Según el criterio del éxito comercial, los fondos de «smart beta» RAFI están entre los más destacados entre toda la oferta de nuevos fondos. El fundador de Research Affiliates, Robert Arnott es capaz de fascinar al público cuando dice que la ponderación por capitalización supone

que los titulares de dichas carteras van a tener siempre una parte desproporcionada de acciones de crecimiento sobrevaloradas. Él evita este problema ajustando el peso de cada título a su huella económica como beneficios, activos, etc. Naturalmente, esta ponderación inclina las carteras de RAFI hacia el valor y el tamaño pequeño. A principios de 2014, Research Affiliates gestionaba 1.660 millones de dólares en activos.

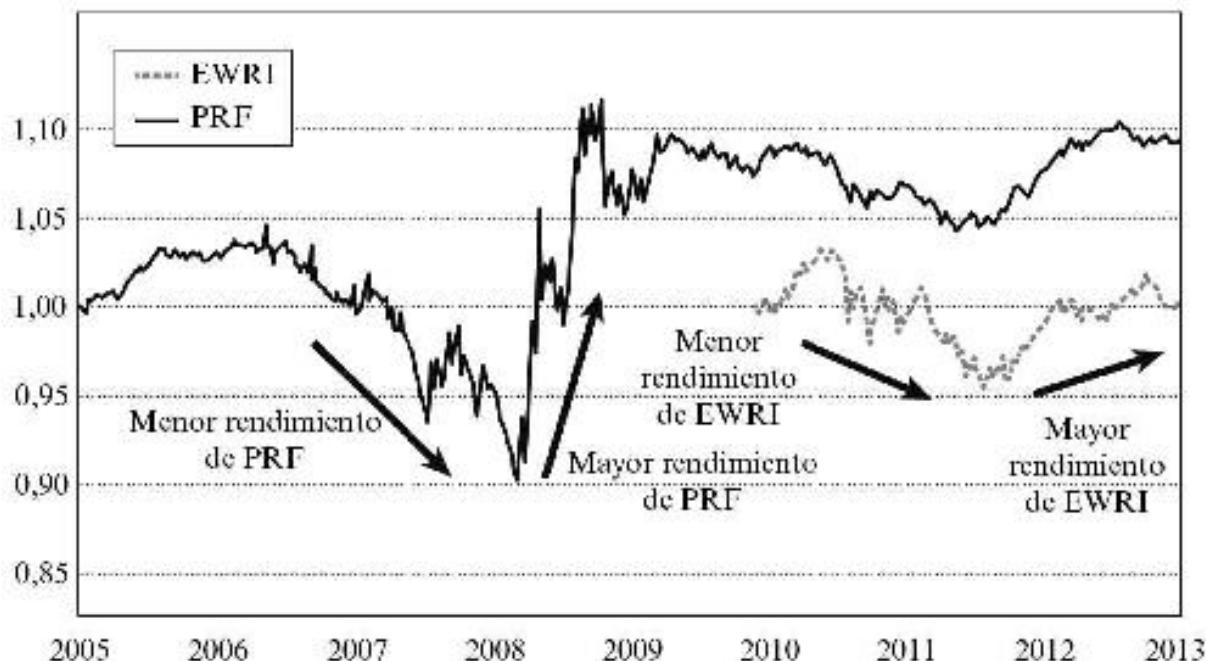
El ETF de RAFI (ticker PRF) ha superado realmente a su índice de referencia, el Russell 1000, aproximadamente en un punto porcentual durante sus siete años de existencia, hasta principios de 2014. Research Affiliates afirma que esta mayor rentabilidad procede de evitar los títulos sobrevalorados en la referencia que tienen capitalizaciones de mercado mayores de las justificadas por las medidas de evaluación «fundamental». Un análisis de los resultados de RAFI indica, sin embargo, que ese mayor rendimiento se debe al mayor riesgo.

El gráfico 35 el mayor rendimiento trimestral de la cartera de RAFI (PRF) respecto a la cartera de referencia, el índice Russell 1000 (ETF IWB). El gráfico indica que normalmente hay pequeñas diferencias trimestrales que probablemente representan un rendimiento inferior de RAFI en lugar de uno mayor. Sin embargo, hay una notable excepción en 2009, cuando PRF obtuvo un rendimiento excepcional responsable de la mayor rentabilidad de RAFI durante siete años.

La cartera de RAFI ponderó excesivamente las acciones de los grandes bancos en 2009, cuando salían de la crisis, ya que estas acciones se vendieron con descuentos anormalmente grandes respecto a sus «valores» contables (activos). Como se ha dicho antes, en esa época la cartera del Research Affiliates Fundamental Index™ tenía casi un 15 por ciento de su cartera en dos valores (Citigroup y

Bank of America). Resultó que ese exceso de ponderación dio unos rendimientos excelentes. Pero por entonces no estaba nada claro que los bancos con problemas pudieran evitar la nacionalización. En cualquier caso, la estrategia entrañaba un riesgo considerable. Es difícil no llegar a la conclusión de que el éxito que RAFI ha tenido generando un rendimiento excesivo se debe al mayor riesgo y no al precio inadecuado de las acciones de crecimiento.

GRÁFICO 35
COMPARACIÓN DE FUNDAMENTAL INDEX (PRF) Y DE PONDERACIÓN EQUITATIVA (EWRI) CON EL ÍNDICE RUSSELL 1000 (IWB)



Rendimiento medio anual de Fundamental Index (desde el 19/12/2005): 8,77%

Rendimiento medio anual de Russell 1000 (desde el 19/12/2005): 7,71%

Rendimiento medio anual de DFA de ponderación equitativa (desde el 3/12/2010): 16,44%

Rendimiento medio anual de Russell 1000 (desde el 3/12/2010): 16,23%

Este gráfico muestra el rendimiento de la estrategia de «smart beta» dividido por el rendimiento del índice de referencia. Una cifra superior (inferior) a 1 indica que el fondo de «smart beta» supera (es inferior) al índice de referencia.

Fuente: Morningstar.

Un análisis estadístico de los resultados de RAFI confirma la explicación del riesgo. Si analizamos los rendimientos de PRF y los explicamos de acuerdo con el modelo de tres factores de riesgo de Fama y French (donde «valor» y «tamaño» se consideran factores de riesgo), en mayor rendimiento de RAFI (su «alfa») se considera cero. El gráfico de rendimientos también muestra largos períodos de un rendimiento menor en la historia de este ETF.

Estrategias de cartera de ponderación equitativa

Como hemos visto para el ETF RAFI, las carteras de ponderación equitativa han obtenido rendimientos bastante parecidos. Podemos ilustrar el rendimiento de dichas carteras con el ETF Guggenheim Equal Weight 1000 (ticker EWRI) y compararlo con su referencia, el ETF ponderado por capitalización Russell 1000 (ticker IWB). En el gráfico 35, se muestra su breve historial de tres años. Una vez más vemos períodos de mayores rendimientos en los que la ponderación equitativa produce un rendimiento anual medio ligeramente superior. Por supuesto, las dos carteras no tienen las mismas características. Las carteras de ponderación equitativa dan un mayor peso a las empresas pequeñas y por lo tanto tiene características de diversificación y riesgo bastante diferentes de las carteras de ponderación por capitalización. Además son ineficaces desde el punto de vista fiscal, tal como se ha dicho anteriormente.

Otros factores de inclinación

Otras carteras de «smart beta» han intentado explotar la tendencia a las estrategias de baja volatilidad para

proporcionar rendimientos atractivos y para que la rentabilidad de las acciones mostrara inercia a lo largo del tiempo. Actualmente hay distintos ETF que ofrecen a los inversores la oportunidad de colocar dinero real en estas estrategias por lo que también podemos analizar su comportamiento. En este caso los resultados no son tan buenos.

Estrategias de beta baja (baja volatilidad)

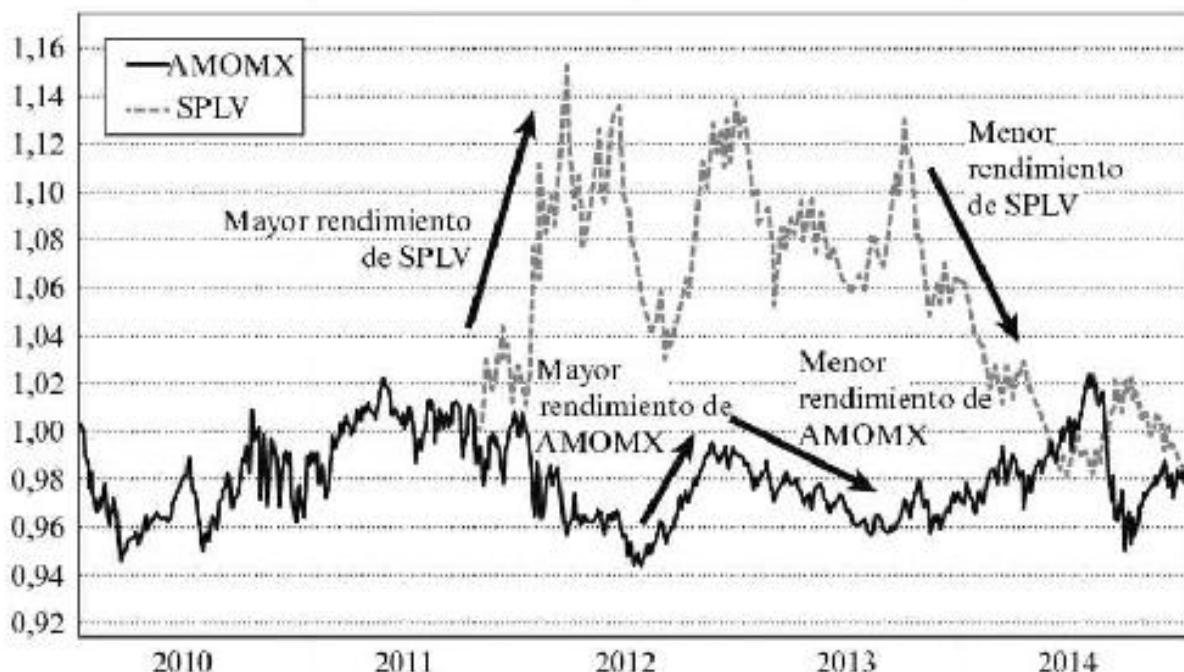
Algunos ETF intentan proporcionar a los inversores instrumentos prácticos diseñados para aprovechar las atractivas rentabilidades de los títulos de baja volatilidad. Los ETF difieren en cierto modo en las estrategias concretas empleadas y en las referencias con las que deben compararse. El ETF SPDR Russell 1000 Low Volatility (ticker LGLV) sólo existe desde 2013. Pero el ETF PowerShares S&P 500 Low Volatility (ticker SPLV) y el ETF iShares MSCI USA Minimum Volatility (ticker USMV) llevan en el mercado desde 2011. Ninguno de estos tres ETF ha producido rendimientos superiores a las referencias de ponderación por capitalización en el primer trimestre de 2014.

Estrategias de inercia

El ETF AQR Momentum Fund Class L (ticker AMOMX) tiene una historia más larga, ya que existe desde 2009. En la primera mitad de 2014, el ETF no consiguió producir rentabilidades superiores al ETF ponderado por capitalización Russell 1000 ni al ETF de crecimiento Russell 1000 Growth. Aunque el periodo para los ETF de baja beta e inercia sea demasiado corto para sacar conclusiones definitivas, es justo decir que hasta ese

momento ninguna de las estrategias ha demostrado su superioridad cuando las carteras se han gestionado con dinero real. Las carteras de dinero real por lo general no demuestran la eficacia de las simulaciones académicas.

GRÁFICO 36
COMPARACIÓN DE FONDOS DE BAJA VOLATILIDAD (SPLV) E INERCIA (AMOMX)
CON EL ÍNDICE RUSSELL 1000 (IWB)



Rendimiento medio anual de baja volatilidad (desde el 5/5/2011): 14,59%

Rendimiento medio anual de Russell 1000 (desde el 5/5/2011): 15,29%

Rendimiento medio anual de inercia (desde el 7/9/2009): 19,54%

Rendimiento medio anual de Russell 1000 (desde el 7/9/2009): 19,99%

Este gráfico muestra el rendimiento de la estrategia de «smart beta» dividido por el rendimiento del índice de referencia. Una cifra superior (inferior) a 1 indica que el fondo de «smart beta» supera (es inferior) al índice de referencia.

Fuente: Morningstar.

Consecuencias para los inversores

Las estrategias de «smart beta» se basan en un tipo determinado de gestión activa. No intentan seleccionar títulos individuales, sino que inclinan la cartera hacia diferentes características que históricamente parecían generar rendimientos superiores a los del mercado. A su favor, las carteras de «smart beta» proporcionan estas inclinaciones con unos costes inferiores a los que cobran los gestores de activos tradicionales.

Por lo general, el historial de los fondos de «smart beta» y ETF ha sido irregular. Muchos ETF de «smart beta» no han conseguido mayores rendimientos fiables, aunque algunos han «vencido al mercado» durante la vida de los fondos. Sin embargo, estos fondos tienen una menor eficacia fiscal que los fondos ponderados por capitalización que no necesitan un reequilibrado.

En la medida en que algunas estrategias de «smart beta» han generado rendimientos superiores al mercado, dichos rendimientos deben interpretarse como una recompensa por asumir mayores riesgos. Al salir de la cartera del mercado, los inversores aceptan distintos riesgos. Las carteras de «smart beta» no suponen una trampa más sofisticada para los inversores. Los inversores deberían tener cuidado en no quedar atrapados en la trampa más peligrosa.

Las carteras de «smart beta» han sido objeto de una gran campaña de marketing. Son una prueba de un marketing inteligente más que de una inversión inteligente. Si las estrategias de «smart beta» van a comportarse bien en el futuro dependerá sobre todo de las valoraciones del mercado que haya en el momento de implementar la estrategia. Como hemos dicho antes, las estrategias de «valor» se comportaron extraordinariamente bien tras la burbuja de Internet cuando los títulos tecnológicos de «crecimiento» tenían una buena valoración respecto a la

mayoría de los títulos de «valor». Asimismo, los valores pequeños tuvieron un buen comportamiento cuando su precio era muy barato respecto a los títulos de gran capitalización. Los inversores deben saber que si el «valor» y el «tamaño pequeño» alcanzan un precio alto, como los fondos de «smart beta» se hacen cada vez más populares, los resultados probablemente sean decepcionantes. Ninguna estrategia puede ser eficaz si no tiene en cuenta las relaciones de valor.

No hay ningún motivo para modificar el consejo de las anteriores ediciones de este libro: la parte fundamental de una cartera debe estar formada por fondos de índice de bajo coste, fiscalmente eficaces y de base amplia. Si quiere probar su suerte con algún factor de riesgo que incremente la rentabilidad en el futuro, puede hacerlo con prudencia si la parte principal de su cartera consiste en fondos de índice de base amplia y ponderación por capitalización. Si además quiere añadir otro factor de riesgo a su cartera, como una mayor exposición a títulos de empresas pequeñas, puede hacerlo de la forma más eficiente y eficaz comprando fondos de ponderación por capitalización de bajo coste que sigan un índice de títulos de pequeña capitalización.

De esta forma, las acciones de valor (con PER bajos) y las acciones de baja capitalización se sobreponerán respecto a sus pesos en un índice ponderado por capitalización utilizado en los fondos de índice normales. En los períodos en los que las acciones de valor y de pequeña capitalización han tenido un buen comportamiento, las dos carteras DFA y las carteras con ponderación fundamental han superado a los fondos de índice ponderados por capitalización. Las retribuciones relativas fueron especialmente elevadas tras el estallido de la burbuja de Internet. Sin embargo, en períodos en los que las medidas de valoración han sido menos dispersas, las

carteras que oscilaban entre «valor» y «pequeña capitalización» no han producido rentabilidades mayores.

Consecuencias para los que creen en los mercados eficientes

Desde marzo de 2008 hasta marzo de 2009, el mercado bursátil bajó casi un 50 por ciento. ¿Reflejó la bolsa toda la información disponible en marzo de 2008 y podría alguien argumentar lógicamente que los títulos estaban valorados eficientemente? Para muchos observadores, el hundimiento de 2008-2009 y la posterior crisis financiera mundial firmaron la sentencia de muerte de la hipótesis del mercado eficiente.

En 2009, George Soros escribió que «la hipótesis del mercado eficiente ha quedado definitivamente desacreditada con el crash de 2008». La teoría era el villano causante de la crisis financiera y muchos comentaristas financieros la descartaron por completo. Por ejemplo, el respetado estratega Jeremy Grantham opinaba que la hipótesis del mercado eficiente «es más o menos directamente responsable de la crisis financiera». James Montier, un estratega global de la Société Générale declaraba en un artículo del *Financial Times* que la teoría que dice que los mercados son eficientes era una «auténtica porquería» que debía enviarse a la «basura».

Algunos partidarios de las carteras de «smart beta» creen que los mercados son ineficientes y consideran sus métodos de construcción de carteras como una forma de proteger a los inversores de los títulos burbuja. Además, argumentan que se pueden formar carteras más inteligentes fiándose de los estudios académicos que afirman que hay muchos modelos previsibles estadísticamente significativos en el mercado bursátil. Sin

embargo, hemos visto que esos modelos no son fiables en todos los períodos y que algunos de ellos que se basan en medidas de valoración fundamental de acciones individuales pueden sencillamente reflejar un indicador más adecuado para medir el riesgo. Además, muchos de estos modelos podrían autodestruirse en el futuro, como ya ha sucedido. Efectivamente, ese es el motivo lógico por el que hay que ser cauto a la hora de subrayar estas anomalías y modelos previsibles o de confiar demasiado en las carteras de «smart beta» para mejorar el rendimiento de una inversión.

Las carteras de «smart beta» no le van a proteger de las burbujas del mercado. Los críticos dirán que la burbuja de las acciones de Internet era fácil de identificar cuando se estaba inflando. Robert Shiller publicó el libro *Exuberancia irracional* a principios de 2000, justo cuando el mercado estaba en lo más alto. Es cierto, pero los mismos modelos que identificaron una burbuja a principios de 2000 también identificaron un mercado de valores «sobrevalorado» en 1992, cuando las rentabilidades de dividendo eran bajas y los múltiplos PER altos indicaban que los rendimientos de los títulos a largo plazo serían próximos a cero en Estados Unidos. En realidad, desde 1992 hasta 2013, la rentabilidad anual del mercado de valores fue superior al 9 por ciento, muy por encima de la media histórica. En diciembre de 1996, cuando el expresidente de la Reserva Federal Alan Greenspan dio su discurso sobre la «exuberancia irracional», esos mismos modelos predijeron rentabilidades negativas a largo plazo. Desde el día del discurso del presidente hasta diciembre de 2013, la bolsa dio una rentabilidad del 7,5 por ciento anual, incluso después de soportar dos mercados bajistas. Sólo en retrospectiva sabemos que fue durante 1999 y principios de 2000 que los precios de las acciones eran «demasiado altos». Nadie

puede ayudarle a cronometrar el mercado para evitar invertir cuando el mercado alcanza un máximo temporal.

Un intercambio de opiniones mantenido durante los años 90 por Robert Shiller, un economista abierto al argumento de que los precios de las acciones se pueden predecir parcialmente y que no cree en la eficiencia del mercado, y Richard Roll, un economista del mundo académico y hombre de negocios que maneja millones de dólares en fondos de inversión, es bastante revelador. Cuando Shiller resaltó la importancia de las modas y las faltas de eficacia en la fijación de los precios de las acciones, Roll respondió lo siguiente:

He intentado personalmente invertir dinero, el de mis clientes y el mío propio, en cada uno de los mecanismos anómalos y predecibles que han imaginado los académicos [...] He tratado de explotar las denominadas anomalías de finales de año y una variedad completa de estrategias supuestamente documentadas por la investigación académica. Y todavía estoy esperando ganar un níquel en cualquiera de estas supuestas ineficiencias del mercado [...] Una verdadera ineficiencia de mercado debe ser una oportunidad que pueda explotarse. Si no hay nada que los inversores puedan explotar de modo sistemático una y otra vez, resulta muy difícil afirmar que la información no se ha incorporado de forma apropiada en los precios de las acciones [...]

Esta falta de oportunidades de beneficios extraordinarios se suele explicar con la conocida historia del profesor de finanzas que cree en la teoría del mercado eficiente que pasea con un alumno y se encuentran un billete de 100 dólares en el suelo. Cuando el alumno se para a recogerlo, el profesor dice: «No te molestes: si fuera realmente un billete de 100 dólares, no estaría ahí». Quizás una versión mejorada de esta historia sería recordar que si hay un billete de 100 dólares en el suelo no va a estar ahí mucho tiempo.

Mientras haya mercados de valores, habrá errores debidos a la opinión colectiva de los inversores. Y, sin duda, algunos participantes en el mercado son manifiestamente

poco racionales. Pero incluso si el precio lo determinaran siempre inversores racionales que buscaran el máximo beneficio, los precios no pueden ser nunca «correctos». Supongamos que los precios de los títulos se determinan racionalmente como el valor actual descontado de todos los flujos de efectivo futuros. De estos últimos sólo se puede hacer una estimación y nunca se conocen con certeza. Siempre habrá errores en las previsiones futuras de ventas y beneficios. Además, es poco probable que las primas de riesgo de los activos permanezcan estables a largo plazo. Por ello, los precios serán «erróneos» todo el tiempo. Lo que implica la teoría del mercado eficiente es que no podemos estar seguros de si son demasiado altas o bajas en un momento determinado. Algunos gestores de cartera pueden determinar correctamente cuándo algunos precios son demasiado altos y otros demasiado bajos. Pero en otros momentos, sus decisiones serán equivocadas. En cualquier caso, los beneficios atribuibles a las decisiones acertadas no representarán rendimientos extraordinarios sin aprovechar que eran evidentes. Así pues, las irregularidades en la fijación de los precios y los esquemas predecibles en los beneficios de las acciones pueden muy bien existir e incluso persistir durante un periodo. Andrew Lo³² afirma que ningún ingeniero podría inventar nunca una prueba para determinar si un motor concreto era perfectamente eficiente. Pero los ingenieros intentarían medir la eficiencia de dicho motor respecto a un ideal sin fricción. Del mismo modo es poco realista pedir que nuestros mercados financieros sean perfectamente eficientes para aceptar los principios básicos de la teoría del mercado eficiente. Efectivamente, como han dicho Sanford Grossman y Joseph Stiglitz, la perfecta eficiencia de nuestros mercados financieros es un ideal inalcanzable. Los operadores que afirman que la información se refleja

rápidamente en los precios del mercado deben ser capaces, como mínimo, de cubrir sus costes. Pero es razonable preguntar si nuestros mercados financieros son relativamente eficientes, y creo que hay pruebas sólidas de que nuestros mercados se acercan mucho al ideal de la teoría del mercado eficiente. La idea básica que subyace en la teoría del mercado eficiente de que hay oportunidades evidentes para conseguir altas rentabilidades dependiendo del riesgo y que la gente las va a utilizar hasta que desaparezcan es tan razonable y sensata como cualquiera de las que señalan sus críticos. Si hay algún billete de 100 dólares por el suelo, no estará allí por mucho tiempo.

El indexado con ponderación por capitalización sigue siendo el primero de la clase

En conclusión, es poco probable que el indexado con ponderación por capitalización pierda su puesto como principal favorito en la lucha por la supremacía de los índices. Aunque los mercados fueran ineficientes, desviarse de las ponderaciones del mercado en su conjunto tendría como resultado un juego de suma cero. Todas las acciones del mercado deben estar en manos de alguien. Si algunos inversores tienen carteras con mejores resultados que el mercado, se deduce que otros inversores tienen carteras con peores resultados que el mercado. Sin embargo, por su mayor coste, el indexado de gestión activa o el indexado «inteligente» deben ser un juego de suma cero. Por término medio, estas carteras de mayor coste deben tener peor resultado los fondos de índice ponderados por capitalización que pueden comprarse con un coste próximo a cero.

Hay una gran cantidad de pruebas que indican que los gestores de inversión profesionales no son capaces de

obtener mejores resultados que los fondos cotizados que simplemente compran y mantienen la cartera amplia del mercado. Dos terceras partes de los fondos gestionados profesionalmente suelen tener peores resultados que los fondos amplios cotizados y ponderados por capitalización con un riesgo equivalente, y aquellos que aparentemente producen rendimientos superiores en un periodo no suelen repetirlos en el siguiente. El historial de los profesionales no indica que haya una suficiente previsibilidad en el mercado para crear oportunidades de arbitraje aprovechables.

La parte fundamental de una cartera debe consistir en fondos cotizados de base amplia, fiscalmente eficaces y de bajo coste. Si quiere probar su suerte con algún factor de riesgo que incremente la rentabilidad en el futuro, puede hacerlo con prudencia si la parte principal de su cartera consiste en fondos cotizados de base amplia y ponderación por capitalización.

[30](#) Las estrategias de «smart beta» están relacionadas con los modelos multifactoriales analizados en el capítulo 9. Si suponemos que la beta del modelo de valoración de activos financieros es una medida incompleta del riesgo, las inclinaciones o condimentos indicados más arriba pueden considerarse factores de riesgo adicionales. Por ejemplo, al inclinar la cartera hacia empresas más pequeñas, el inversor apuesta que la prima de riesgo disponible de empresas pequeñas puede mejorar la rentabilidad. Aquí, por supuesto, «smart beta» se interpreta como una técnica para mejorar la rentabilidad asumiendo riesgos adicionales.

[31](#) La capitalización total es una forma de medir el tamaño de una empresa. Es sencillamente el precio por acción multiplicado por el número de acciones en circulación. [N. del R.]

[32](#) Lo sostiene también que la existencia de modelos de mercado previsibles no es una condición de tipo «todo o nada», sino que puede variar en el tiempo, dependiendo de las características de los límites vigentes para el arbitraje, las imperfecciones del mercado y las desviaciones psicológicas. Estos factores pueden dar lugar a periodos en los que puede parecer que los rendimientos son

previsibles así como la existencia de desviaciones respecto a la teoría del mercado eficiente.

Cuarta parte

UNA GUÍA PRÁCTICA PARA PASEANTES ALEATORIOS Y OTROS INVERSORES

Capítulo 12

Manual de mantenimiento para los paseantes aleatorios y otros inversores

«Al invertir dinero, la cantidad de intereses que desee debería depender de si quiere comer bien o dormir bien.»

J. Kenfield Morley, *Some Things I Believe*

La cuarta parte es una guía de cómo llevar a cabo el paseo aleatorio por Wall Street. En este capítulo ofreceré consejos generales sobre inversión que deberían ser útiles para todos los inversores, hasta para los que no creen que los mercados de valores son altamente eficientes. En el capítulo 13 trato de explicar las recientes fluctuaciones ocurridas en las retribuciones de acciones y bonos y muestro cómo se podría calcular lo que nos reserva el futuro. En ese capítulo indicaré la forma en que los inversores pueden calibrar de manera aproximada los rendimientos a largo plazo que es posible obtener de programas de inversión diferentes. En el capítulo 14 presento una guía de inversión según el ciclo vital en la que se indica cómo la etapa de la vida en la que se encuentre desempeña un papel importante en la determinación de la combinación de inversiones que de mejor forma le permita conseguir sus objetivos financieros.

En el último capítulo esbozo tres estrategias específicas para el inversor de títulos que cree, aunque sea de forma parcial, en la teoría del paseo aleatorio o que está convencido de que, si existe un experto real, es poco

probable que encuentre una estrategia. Por tanto, si usted es sensato, empezará a dar el paseo aleatorio después de haber realizado unos planes detallados y cuidadosos en relación con todas las inversiones, incluidas las reservas en efectivo. Aunque los precios de las acciones se moviesen aleatoriamente, usted no debería hacerlo. Considere los consejos que vienen a continuación como un grupo de ejercicios de precalentamiento que le permitirán tomar decisiones financieras sensatas y aumentar sus rendimientos después de impuestos.

Ejercicio 1: Reúna las provisiones necesarias

Existe una creencia muy extendida de que el pasaporte para tener una jubilación confortable y una gruesa cartera de inversiones es el manual de instrucciones sobre cómo colocar sus activos y qué acciones o fondos de inversión extraordinarios comprar. Desgraciadamente, estos pasaportes no valen ni lo que cuesta el papel en los que están impresos. La dura realidad es que el motor más importante para el crecimiento de sus activos es cuánto ahorra, y el ahorro requiere disciplina. Sin un programa de ahorro regular no importa si consigue el 5 por ciento, el 10 o incluso el 15 por ciento de sus fondos de inversión. Lo más importante que puede hacer para lograr la seguridad financiera es empezar un programa de ahorro regular lo antes posible. El único camino seguro para una jubilación confortable es ir ahorrando despacio y a un ritmo constante. Sin embargo, muy poca gente sigue este consejo, y los ahorros de la familia media americana son lamentablemente inadecuados.

Es fundamental empezar a ahorrar ya. Cada año que deja de invertir hace más difíciles los objetivos que quiere alcanzar. Confíe en el tiempo y no en su sentido de la

oportunidad. Como dice el anuncio de un banco, poco a poco puede conseguir una buena reserva, pero hay que empezar.

El secreto para hacerse rico despacio (pero seguro) es el milagro del interés compuesto. Albert Einstein describió el interés compuesto como «el mayor descubrimiento matemático de todos los tiempos». Puede parecer complicado, pero se trata de obtener un rendimiento no sólo por la inversión original sino por el interés acumulado que reinvierta.



Fuente: Siegel, *Stocks for the Long Run*, 5.^a ed.

Jeremy Siegel, autor del excelente libro sobre inversiones titulado *Stocks for the Long Run*, ha calculado los rendimientos de distintos activos financieros desde 1800 hasta 2014. Su obra muestra el increíble poder del interés compuesto. Un dólar invertido en acciones en 1802

habría crecido hasta los 18 millones de dólares a finales de 2013. Esta cantidad supera con mucho la tasa de inflación medida por el índice de precios al consumo (IPC). El gráfico 37 muestra también los rendimientos bastante más modestos obtenidos por las letras del Tesoro americano y por el oro.

Si quiere una estrategia para hacerse rico inmediatamente, éste no es su libro. Eso se lo dejo a los charlatanes. Deprisa sólo se puede hacer uno pobre. Para hacerse rico hay que hacerlo despacio, y tiene que empezar ya mismo.

¿Qué ocurre si no ha ahorrado cuando era más joven y se encuentra a los cincuenta años sin ahorros, sin un plan de pensiones y con una abultada deuda de la tarjeta de crédito? Va a resultar mucho más difícil planificar una jubilación tranquila. Pero nunca es tarde para hacer un plan. No hay otra forma de recuperar el tiempo perdido que disminuir su tren de vida e iniciar un riguroso programa de ahorro inmediato. Quizás no le quede más remedio que seguir trabajando unos años y retrasar la edad de jubilación. Afortunadamente, es más fácil ponerse al día con los planes de pensiones con ventajas fiscales que se describirán más adelante.

Así pues, el tiempo juega a su favor. Empiece a ahorrar pronto y ahorre con regularidad. Viva con modestia y no toque el dinero que ha ahorrado. Si necesita más disciplina, recuerde que lo único peor que estar muerto es sobrevivir al dinero ahorrado para la jubilación. Y si creemos en las proyecciones, alrededor de un millón de los niños nacidos en los años 60 vivirán casi 100 años.

**Ejercicio 2: Que no le cojan con las manos vacías.
Protéjase a sí mismo con recursos en efectivo y seguros³³**

Recuerde la ley de Murphy: lo que puede ir mal irá mal. Y no olvide el comentario de O'Toole: Murphy era un optimista. A la gente buena le pasan cosas malas. La vida es una propuesta arriesgada y siempre surgen problemas financieros inesperados. La caldera se suele romper justo cuando más gastos médicos tiene. Le despiden cuando el coche ha sido declarado siniestro total. Por eso todas las familias necesitan una reserva en efectivo, así como seguros para hacer frente a las catástrofes de la vida.

Reservas en efectivo

Ya sé que muchos agentes de bolsa le dirán que no pierda la oportunidad de invertir por no mover su dinero. «El efectivo es bazofia» es el mantra de la comunidad de corredores de valores. Pero todo el mundo necesita unas reservas en inversiones seguras en efectivo para pagar una factura inesperada o tener un colchón durante el tiempo en el paro. Suponiendo que tenga un seguro médico y de invalidez en el trabajo, esta reserva podría fijarse para cubrir tres meses de gastos de manutención. El fondo de reserva en efectivo debería ser mayor cuanto más edad tenga, pero podría ser menor si tiene una profesión de gran demanda y/o dispone de cuantiosos activos que pueda invertir. Además, cualquier otro gasto de importancia en el futuro (como la universidad de su hija) podría financiarse con inversiones a corto plazo (como certificados de depósito bancarios) cuyo vencimiento coincide con la fecha en que necesite los fondos.

Seguros

La mayoría de la gente necesita seguros. Las personas con familia son directamente negligentes si no están

asegurados. Cada vez que nos subimos a un coche o cruzamos una calle con tráfico corremos un riesgo. Un huracán o un incendio podría destruir nuestra casa y nuestras pertenencias. La gente tiene que protegerse contra lo impredecible.

Para los particulares, los seguros de hogar y de automóvil son una necesidad. También lo son los seguros de enfermedad e invalidez. El seguro de vida para proteger a la familia en caso de morir quienes la sostienen también es necesario. Si no tiene a nadie a su cargo, no necesita un seguro de vida, pero si tiene una familia con hijos pequeños que dependen de sus ingresos, necesita un buen seguro de vida.

Hay dos amplias categorías de seguros de vida que se pueden contratar: el seguro de vida corriente de prima elevada, que combina un plan de seguro con una cuenta de inversión, y el seguro temporal de bajo coste, que sólo proporciona indemnización por fallecimiento del asegurado sin producir aumento del valor del líquido. Las pólizas con primas altas tienen algunas ventajas y a menudo se recomiendan por los beneficios fiscales. Los beneficios de las primas de seguros que pasan al plan de ahorro no pagan impuestos, y esto puede resultar ventajoso para personas que han llegado al tope de su plan de jubilación con aplazamiento de impuestos. Además, las personas que no ahorraron regularmente pueden pensar que las primas periódicas son una forma de disciplina necesaria para garantizar que una parte de su dinero quedará para sus familias si mueren y que están acumulando valor en efectivo en la parte de inversión del plan. Pero las pólizas de este tipo proporcionan más ventajas para el agente de seguros que las vende y que se lleva las comisiones por ventas. Las primas iniciales se van principalmente en comisiones de ventas y otros gastos generales en lugar de

ir a aumentar el valor líquido rescatable. En consecuencia, no todo el dinero se pone a trabajar para usted. Por tanto, para la mayoría de la gente, yoigo a favor del planteamiento del «hágalo usted mismo». Suscriba un seguro a plazo fijo para su propia protección, e invierta usted mismo la diferencia en planes de impuestos diferidos. Las siguientes recomendaciones son un plan de inversiones bastante mejor que el que ofrecen las pólizas de seguro «corriente de vida» o de «vida variable».

Mi consejo es que suscriba seguros a plazo fijo renovables; puede seguir renovando la póliza sin necesidad de pasar un examen médico. El denominado seguro temporal decreciente, renovable por cantidades progresivamente inferiores, es posible que sea el que mejor se adapte a muchas familias, ya que, a medida que pasa el tiempo (y crecen los niños y los recursos de la familia), suele disminuir la necesidad de protección. Sin embargo, debe comprender que las primas de los seguros temporales suben bruscamente cuando se llega a la edad de sesenta, setenta años o más. Si todavía necesita un seguro en ese momento, se dará cuenta de que los temporales se han vuelto prohibitivos. Pero el riesgo mayor en esa situación no es una muerte prematura, sino que viva demasiado tiempo y sobrepeste sus activos. Puede aumentar esos activos de forma más efectiva contratando un seguro temporal e invirtiendo usted mismo el dinero que se ahorra.

Tómese su tiempo para averiguar cuál es la mejor oferta. Existen variaciones considerables en las pólizas de las compañías de seguros. Es conveniente utilizar los servicios de oferta o Internet para conseguir el mejor trato. Por ejemplo, puede visitar www.term4sale.com y ver pólizas alternativas con diferentes precios. No necesita un agente de seguros. Las pólizas de los agentes serán más caras ya que tienen que incluir primas para pagar las

comisiones del agente. ¿Para qué necesita pagar una comisión si puede conseguir algo mejor por su cuenta?

No suscriba un seguro con una compañía que tenga una calificación A. M. Best inferior a A. Una prima baja no compensa los riesgos que pueda tener su compañía de seguros de atravesar problemas financieros y ser incapaz de pagar las compensaciones. No se juegue la vida con un seguro sin suficiente capitalización.

Puede obtener la clasificación de A. M. Best para las compañías de seguros llamando al 908-439-2200. Las compañías de seguros pagan a Best por la clasificación. La página web de A. M. Best es <http://www.ambest.com/>. Weiss Research (teléfono 800-291-8545), una empresa que cuenta con el apoyo de los consumidores, ofrece una clasificación más objetiva y crítica. Su página web es <http://www.weissinc.com/>.

Anualidades variables aplazadas

Yo me abstendría de comprar productos de anualidad variable, especialmente los costosos productos que ofrecen los vendedores de seguros. Una anualidad variable es esencialmente un producto de inversión (normalmente un fondo de inversión) con una cláusula de seguro. La cláusula de seguro estipula que en caso de fallecimiento, si el valor del fondo de inversión ha caído por debajo de la cantidad pagada, la compañía de seguros abonará la inversión completa. Estas pólizas son muy caras porque se suelen pagar comisiones muy altas y una prima por el seguro. A menos que el fondo de inversión se desplome bruscamente por una caída en la bolsa y se muera poco después de comprar una anualidad variable, el valor del seguro tiene todas las probabilidades de ser pequeño. Recuerde la regla general para conseguir una seguridad económica: no se

complique. Evite los productos financieros complejos, así como a los ávidos agentes que intentan vendérselos. El único motivo que hay para tener en cuenta una anualidad variable es tener mucho dinero y haber agotado todas las demás alternativas para ahorrar con aplazamiento de impuestos. E incluso en tal caso deberá comprar esa anualidad directamente en algunos de los proveedores de bajo coste como The Vanguard Group.

Ejercicio 3: Sea competitivo; haga que el rendimiento de sus reservas de capital en efectivo se mantenga al ritmo de la inflación

Como ya he señalado, es necesario tener algunos activos preparados para gastos pendientes, como la matrícula de la universidad de sus hijos, posibles emergencias o incluso para apoyo psicológico. Por tanto, tiene un auténtico dilema. Sabe que si deja su dinero en una caja de ahorros y obtiene, digamos, el 2 por ciento de interés en un año en que el índice de inflación excede el 2 por ciento, perderá poder adquisitivo real. De hecho, la situación es incluso peor, ya que los intereses que obtiene están sujetos al impuesto sobre la renta. Además, los tipos de interés a corto plazo fueron anormalmente bajos a mediados de los años 2010. Entonces, ¿qué es lo que ha de hacer el pequeño ahorrador? Existen varios medios de inversión a corto plazo que le proporcionarán la mejor rentabilidad, aunque a finales de 2014 no había alternativas demasiado buenas.

Los fondos de inversión en activos del mercado monetario (fondos monetarios)

Los fondos de inversión en activos del mercado monetario (o fondos monetarios) ofrecen a los inversores el mejor instrumento para colocar sus reservas. Combinan la seguridad y le permiten extender cheques de grandes cantidades contra el balance del fondo, generalmente cantidades de al menos 250 dólares. Los beneficios de los intereses continúan hasta que los cheques se liquidan. Los tipos de interés de estos fondos han sido de entre el 2 y el 5 por ciento durante la primera década del siglo XXI. Sin embargo, en 2014, los tipos de interés eran muy bajos y los rendimientos de los fondos fueron prácticamente nulos. No todos los fondos monetarios se crean de la misma manera; algunos tienen mayores gastos (costes de gestión de los fondos) que otros. Por lo general, menores gastos suponen mayores rendimientos. Representan la mejor alternativa a las cuentas bancarias y han gozado de gran popularidad.

Certificados de depósito bancarios (CD)

Una reserva para cualquier gasto futuro conocido debe invertirse en un instrumento seguro cuyo vencimiento coincida con la fecha en que se va a necesitar el fondo. Supongamos que está ahorrando para los gastos de enseñanza de su hijo que hay que pagar al cabo de uno, dos y tres años. Un plan de inversión adecuado en este caso sería comprar tres CD bancarios con vencimientos a uno, dos y tres años. Los CD son aún más seguros que los fondos monetarios, suelen ofrecer mayores rentabilidades y son un medio excelente para inversores que puedan inmovilizar su dinero líquido durante al menos seis meses.

Los certificados bancarios tienen algunas desventajas. No pueden convertirse fácilmente en efectivo y si retira el depósito antes del vencimiento, sufrirá una penalización. Además, el rendimiento de los certificados bancarios está

sujeto a impuestos estatales y locales. Las letras del Tesoro (pagarés a corto plazo del gobierno), de las que hablo a continuación, están exentas de ellos.

Los tipos de interés de los certificados bancarios varían mucho. Utilice Internet para encontrar las rentabilidades más atractivas. Sólo tiene que ir a www.bankrate.com y buscar los tipos más altos en el país. Los depósitos de todos los bancos y entidades de crédito que aparecen en este sitio están asegurados por la Federal Deposit Insurance Corporation (Sociedad Federal de Seguro de Depósitos). También se dan las direcciones y números de teléfono, y puede llamar para confirmar que los depósitos están asegurados y conocer las tasas de rentabilidad que ofrecen.

Bancos de Internet

Los inversores también pueden aprovechar las instituciones financieras en línea que reducen sus gastos porque no tienen sucursales ni cajeros y realizan sus negocios electrónicamente. Gracias a su reducido personal pueden ofrecer intereses bastante superiores a los de las cuentas de ahorro normales y a los fondos monetarios. Y, a diferencia de los fondos monetarios, los bancos de Internet que pertenecen a la Federal Deposit Insurance Corporation pueden garantizar la seguridad de sus fondos. ¿Cómo puede encontrar un banco de Internet? Vaya al buscador Google y escriba «banco de Internet». También aparecen muchos cuando busca en www.bankrates.com los bancos con los mayores retornos. Los bancos de Internet por lo general anuncian sus tasas más altas para certificados de depósito en el mercado.

Letras del Tesoro

Son los instrumentos financieros más seguros que pueden encontrarse y se suelen considerar como equivalentes en efectivo. Emitidos y garantizados por el gobierno de los Estados Unidos para financiar las necesidades a corto plazo, las T-bills, como se las conoce popularmente, se subastan con vencimientos de cuatro semanas, tres meses, seis meses o un año. Se venden con un valor nominal mínimo de 1.000 dólares y en incrementos de 1.000 dólares a partir de esa cantidad. Las letras ofrecen la ventaja sobre los fondos monetarios y los certificados de crédito de que sus ingresos están exentos de impuestos estatales y locales. Además, los rendimientos de las letras suelen ser mayores que los de los fondos monetarios. Para información sobre la compra de letras del Tesoro directamente, visite www.treasurydirect.gov.

Fondos del mercado monetario libres de impuestos³⁴

Si tiene la suerte de encontrarse entre los contribuyentes que pagan impuestos en los tipos marginales superiores, los fondos del mercado monetario libres de impuestos serán el mejor medio para sus fondos de reserva. Estos fondos invierten en carteras compuestas por emisiones de entidades gubernamentales a corto plazo, de calidad elevada, y producen ingresos libres de impuestos si el fondo limita sus inversiones a títulos emitidos por entidades del estado. Como los fondos monetarios normales, proporcionan la posibilidad de extender un número ilimitado de cheques de cantidades elevadas (de 250 dólares o más). Los rendimientos de los fondos libres de impuestos son considerablemente inferiores a los de los fondos gravables. No obstante, las personas de los grupos impositivos más elevados descubrirán que los beneficios de esta inversión son más

atractivos que el rendimiento después de impuesto de los fondos monetarios normales. La mayoría de los fondos de inversión compuestos también ofrecen fondos libres de impuestos.

Si vive en un estado con unas tasas elevadas del impuesto sobre la renta, es probable que prefiera considerar un fondo compuesto por valores emitidos por entidades de dentro del estado. Debería llamar a una de las empresas de fondos de inversión que aparecen en la guía del paseante aleatorio para comprobar la disponibilidad de un fondo que invierta en títulos del estado en el que usted paga los impuestos.

Ejercicio 4: Aprenda a esquivar a Hacienda³⁵

Uno de los chistes que circulan por Internet dice así:

Una pareja, ambos de 78 años, van a un terapeuta sexual. El doctor les pregunta: «¿Cuál es su problema?». El hombre dice: «¿Nos podría observar mientras mantenemos relaciones sexuales?». El médico, algo confundido, accede. Cuando la pareja termina, el doctor dice: «No hay nada raro en sus relaciones», y les cobra 50 dólares. La pareja pide otra cita y vuelve una vez a la semana durante varias semanas. Tienen relaciones, pagan al doctor y se marchan. Hasta que un día el médico les dice: «¿Exactamente qué quieren saber?». Y el viejo responde: «Nada. Ella está casada y no podemos ir a su casa. Yo estoy casado y no podemos ir a la mía. El Holiday Inn cuesta 93 dólares y el Hilton Inn 108. Aquí lo hacemos por 50 y el seguro me devuelve 43».

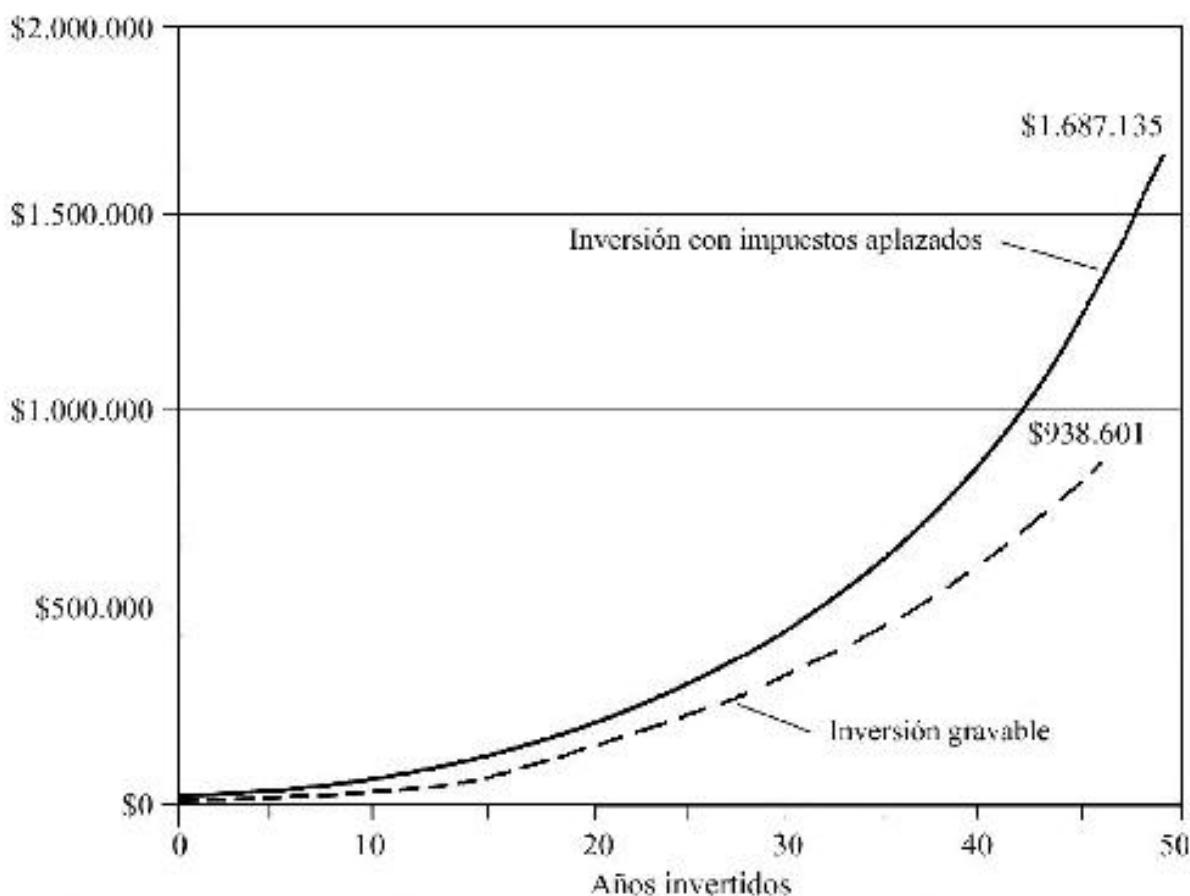
Con esta historia no quiero que crea que le estoy diciendo que engañe al gobierno. Pero le sugiero que aproveche cualquier oportunidad para deducirse impuestos de sus ahorros y que sigan creciendo sin pagarlos. Para la mayoría de la gente no existe un motivo para pagar impuestos por los beneficios de las inversiones que se hacen para la jubilación. Casi todos los inversores, excepto los que son muy ricos, pueden hacerse con un patrimonio neto sustancioso de forma que el gobierno no se quede con

nada. Este ejercicio le enseña cómo no dejarle propina al recaudador de impuestos.

Cuentas individuales de jubilación

Empecemos con la forma más sencilla de plan de pensiones, una cuenta individual de jubilación (IRA³⁶). En 2014, se puede aportar hasta 5.500 dólares al año de la renta anual e invertirlos en algún tipo de instrumento de inversión como un fondo y, en el caso de gente con ingresos medios, deducirse los 5.500 dólares completos de los impuestos. (Las personas con ingresos relativamente altos no tienen la deducción de impuestos inicial, pero siguen teniendo las ventajas fiscales que se describen a continuación.) Si se encuentra entre el 28 por ciento del grupo impositivo superior, la aportación le costará realmente 3.960 dólares, ya que la deducción le ahorra 1.540 dólares en impuestos. Puede verlo como si el gobierno le diera una subvención para su cuenta de ahorros. Supongamos que el tipo de interés es del 7 por ciento y que se realizan las aportaciones anuales de 5.500 dólares en un periodo de cuarenta y cinco años. Los beneficios de los fondos depositados en una cuenta IRA no pagan ningún impuesto. El inversor que ahorra con una IRA tiene un valor final de más de 1,6 millones de dólares mientras que las mismas aportaciones sin las ventajas de una IRA (donde todos los beneficios ofrecen un 28 por ciento anual) tendrán algo más de 900.000 dólares. Incluso después de pagar impuestos al 28 por ciento si retira fondos de la IRA (y en la jubilación puede que esté en un grupo impositivo más bajo), al final tendrá bastante más dinero. El gráfico 38 muestra los importantes beneficios de invertir con un plan de pensiones con ventajas fiscales.

GRÁFICO 38
VENTAJAS DE INVERTIR 5.500 DÓLARES AL AÑO EN UNA CUENTA IRA
CON IMPUESTOS APLAZADOS RESPECTO A UNA INVERSIÓN GRAVABLE



Este gráfico compara los valores finales de dos cuentas hipotéticas, una con impuestos aplazados y la otra gravable. En ambas cuentas, los inversores aportaron 5.500 dólares anuales durante 45 años y obtuvieron rentabilidades anuales del 7 por ciento una vez pagados los gastos.

Fuente: Adaptado de John J. Brennan, *Straight Talk on Investing*.

Para aquellas personas que no ahorraron antes y que ahora tienen que ponerse al día, los límites son aún mayores, como se muestra en la siguiente tabla.

LÍMITES DE APORTACIONES ANUALES A LAS CUENTAS INDIVIDUALES DE JUBILACIÓN

Ejercicio	<i>Menos de 50 años</i>	<i>50 años o más</i>
2015	5.500 dólares	6.500 dólares
Después		Indexado según la inflación

Roth IRA

Los inversores pueden elegir otro tipo de cuenta de jubilación personal denominada Roth IRA. La IRA tradicional ofrece «pan para hoy» en forma de una deducción fiscal inmediata (siempre que se reúnan los requisitos). Una vez en la cuenta, del dinero y sus beneficios sólo se deducen los impuestos cuando se retiran los fondos tras la jubilación. La Roth IRA ofrece «pan para mañana» —no se obtienen deducciones fiscales inmediatas, pero los reintegros (incluyendo los rendimientos por inversiones) no pagan impuestos—. Además, puede renovar la inversión. Puede traspasar su cuenta IRA normal a una cuenta Roth IRA siempre dentro de determinados límites de renta. Tendrá que pagar impuestos por todos los fondos convertidos, pero después ni los beneficios por inversión ni los reintegros cuando se jubile estarán gravados. Además, en una Roth IRA no hay ninguna reserva legal mínima y se pueden seguir haciendo aportaciones después de los 70 años y medio. Así pues, se pueden acumular importantes cantidades libres de impuestos en beneficio de las siguientes generaciones.

La decisión de qué IRA es mejor para usted y si conviene traspasar los fondos puede ser difícil. Afortunadamente, los servicios financieros ofrecen software gratuito para analizar si le conviene o no el cambio. Muchas sociedades

de fondos de inversión y agentes de valores tienen analizadores Roth que son relativamente fáciles de usar. Si le falta poco para jubilarse y su tramo de renta va a ser inferior durante la jubilación, quizás no debería transferir la cuenta, especialmente si al hacerlo pasa a un tramo de renta superior. Por el contrario, si aún le queda mucho para jubilarse y está en un tramo de renta inferior ahora, tiene todas las posibilidades de salir bien adelante con una Roth IRA. Si sus ingresos son demasiado altos para poder beneficiarse de la deducción en una cuenta IRA pero lo bastante bajos para abrir una Roth, no hay duda de que la Roth es adecuada, puesto que en cualquier caso la cuota se ingresa después de impuestos.

Planes de pensiones

Las empresas suelen tener planes de pensiones. Además, los autónomos pueden establecer sus propios planes.

Planes de pensiones 401(k) y 403(b). Primero compruebe si su empresa tiene un plan de participación en los beneficios como el 401(k) que suelen tener las grandes empresas o un 403(b) habitual en las instituciones educativas. Son instrumentos perfectos para ahorrar e invertir, ya que el dinero se deduce del sueldo antes de verlo. Además, muchas empresas igualan la aportación del empleado de forma que cada dólar ahorrado se duplica. En 2014 se podía aportar un máximo de 17.500 dólares anuales a estos planes y las aportaciones no cuentan como ingresos gravables. Para las personas de más de 50 años que necesitan ponerse al día en sus ahorros, los límites en 2014 son de 22.500 dólares anuales.

Planes para autónomos. Para los autónomos, el Congreso creó el plan SEP IRA. A todos los individuos autónomos, de contables a representantes de Avon, de peluqueros a agentes de la propiedad inmobiliaria, desde médicos hasta decoradores, se les ha permitido establecer este plan, al que pueden aportar hasta un 25 por ciento de sus ingresos, hasta un máximo de 52.000 dólares anuales. Si tiene otro empleo aparte de su trabajo habitual, puede establecer un SEP IRA para los ingresos extras. El dinero que se pone en un SEP IRA es deducible de la base imponible y no se gravan los beneficios hasta que son retirados. El plan es autodirigido, lo que supone que la elección de la inversión depende de cada uno. **Cualquiera de las empresas de inversión que aparecen en la lista de direcciones del paseante aleatorio puede hacer los trámites necesarios.**

Millones de contribuyentes se están perdiendo en este momento lo que es uno de los mejores negocios. Mi consejo es que ahorre tanto como le sea posible mediante estos instrumentos de protección. Utilice los otros ahorros que pueda tener para los gastos normales, si debe hacerlo, para que pueda aportar el máximo permitido.

Ahorrar para la universidad: diga 529

Las cuentas de ahorro «529» para la universidad permiten a los padres y a los abuelos hacer donaciones a sus hijos y nietos que pueden utilizarse después para pagar la universidad. Reciben el nombre del código de la disposición que las aprobó. Las donaciones pueden invertirse en acciones y bonos y no pagarán impuestos federales en los beneficios de las acciones siempre que los reintegros se dediquen a la enseñanza superior. Además, a partir de 2014, los planes permiten a un donante ingresar

hasta 70.000 dólares en una cuenta 529 sin impuestos por donaciones y sin reducir los créditos por impuestos pagados. Para las parejas, el importe sube hasta los 140.000 dólares. Si tiene hijos o nietos que quieran ir a la universidad y puede permitirse hacer aportaciones a una cuenta 529, la decisión de establecer dicho plan es pan comido.

¿Y dónde está la trampa? En que la mayoría de los vendedores que ofrecen estos planes reciben cuantiosas comisiones que se nutren de los rendimientos de las inversiones. Sea un consumidor juicioso y póngase en contacto con empresas como Vanguard para que le ofrezcan una alternativa sin gastos ni comisiones. Aunque siempre es agradable burlar a Hacienda, algunas cuentas 529 con comisiones altas podrían terminar defraudándole. Hay que pensar también que estas cuentas 529 han sido aprobadas en determinados estados y algunos de ellos permiten deducirse las retribuciones en la declaración de la renta de una parte si no de todas las aportaciones. Por lo tanto, si vive en uno de esos estados le interesaría abrir una cuenta allí. Si su estado no permite la deducción, abra la cuenta en otro estado con pocas comisiones, como Utah. Además, si no se utilizan los fondos de la cuenta para estudios universitarios (incluido el reciclaje o incluso estudios tras la jubilación), los reintegros no sólo están sujetos a impuestos sobre la renta, sino que además tienen una penalización del 10 por ciento.

Algunas universidades pueden tener en cuenta los fondos 529 para determinar la concesión de becas. Así pues, si cree que puede recibir ayuda financiera cuando sus hijos vayan a la universidad, será mejor para los padres que las cuentas estén a su nombre, o mejor aún, en el de los abuelos de los hijos. Por supuesto, si no va a recibir este tipo de ayuda, abra una cuenta 529 con comisiones bajas³⁷.

Ejercicio 5: Compruebe que el zapato le quede bien. Conozca los objetivos de su inversión

Ésta es una parte del proceso de inversión que se salta mucha gente con resultados desastrosos. Usted debe decidir desde el comienzo el grado de riesgo que desea asumir y los tipos de inversión más adecuados para su grupo impositivo. Los mercados de valores son como un enorme restaurante que ofrece una gran variedad de productos, adecuados a distintos gustos y necesidades. Lo mismo que no existe un determinado plato que sea bueno para todo el mundo, tampoco existe una inversión que sea la mejor para todos los inversores.

A todos nos gustaría duplicar nuestro capital de la noche a la mañana, pero ¿cuántos podemos permitirnos ver cómo se desintegra la mitad de nuestro capital con la misma rapidez? J. P. Morgan tenía un amigo que estaba tan preocupado por sus acciones que no podía dormir por la noche y le preguntó: «¿Qué debo hacer con mis acciones?». Morgan le respondió: «Reconviértelas en otras que te permitan dormir». No estaba bromeando. Cada inversor debe decidir la relación que desea entre comer bien y dormir bien. La decisión es suya. Las recompensas elevadas de inversión sólo se pueden obtener asumiendo el coste de un riesgo sustancial. Ésta es una de las lecciones fundamentales de este libro. Por tanto, ¿cuál es el punto de sueño que desea tener? Encontrar la respuesta a esta pregunta es uno de los pasos de inversión más importantes que debe realizar.

Para ayudarle a elevar su conciencia de inversión, he preparado una escala de sueño (pp. 276-277) sobre el riesgo de la inversión y la tasa de rendimiento esperado para los primeros años del siglo XXI. En el extremo más mortecino del espectro se encuentran una gran variedad de

inversiones a corto plazo, como cuentas bancarias y fondos monetarios. Si éste es su punto de sueño, estará interesado en la información sobre este tipo de inversión que aparece en el ejercicio 3.

Los valores del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS) son los siguientes en la escala de seguridad. Estos bonos prometen una baja rentabilidad garantizada que aumenta cada año de acuerdo con el índice de precios al consumo. Como son bonos a largo plazo, su precio puede fluctuar con los cambios en los tipos de interés reales (los tipos de interés convenidos menos la tasa de inflación). Pero si se mantienen hasta el vencimiento, garantizan el mantenimiento del poder adquisitivo real. En el ejercicio 7 veremos las ventajas de tener una pequeña parte de su cartera invertida en este tipo de bonos.

Los bonos y obligaciones de empresa son algo más arriesgados y es posible que empiecen a introducir alguna que otra pesadilla en su sueño habitual si escoge esta forma de inversión. Si se vendía antes de ese momento, el rendimiento dependía del nivel de los tipos de interés en el momento de la venta. Si sube el rendimiento, bajará el precio de los bonos hasta el punto en que el rendimiento se haga competitivo con los bonos nuevos que ofrecen unos tipos declarados de interés más elevados. La pérdida de capital podría ser suficiente para devorar el interés de todo un año, o incluso más. Por otra parte, si bajan los tipos de interés, subirá el precio de los bonos, y no sólo se obtendrá el tanto por ciento de interés prometido, sino también plusvalías. Por tanto, si vende antes del vencimiento, el rendimiento anual real puede variar considerablemente, y por eso es por lo que los bonos son más arriesgados que otras formas de inversión a corto plazo, que apenas suponen riesgo de fluctuación del capital. Generalmente, cuanto más largo es el vencimiento del bono, mayor es el

riesgo y también mayor es el rendimiento resultante³⁸. Encontrará información útil sobre cómo comprar tanto los bonos a corto plazo como los bonos a largo plazo en el ejercicio 7.

Nadie puede asegurar cuáles serán los rendimientos de las acciones ordinarias. Pero, como dijo una vez Oskar Morgenstern, el mercado bursátil es como un casino donde las posibilidades están manipuladas a favor de los jugadores. Aunque los precios de las acciones pueden caer en picado, como lo hicieron de manera tan desastrosa a principios de 2000 y en 2007, el rendimiento general durante todo el siglo xx ha sido de un 9 por ciento anual, incluidos tanto los dividendos como las plusvalías. A los precios de 2014 creo que una cartera de acciones del tipo de las que componen un fondo de inversión típico tendrá unas tasas medias de rendimiento anual del 6 al 7 por ciento, bastante similares, pero algo más bajas que las del siglo xx. Podemos esperar rendimientos similares de las grandes empresas en los mercados extranjeros desarrollados. El rendimiento real anual en el futuro se puede desviar, y probablemente lo hará, de este objetivo; en años de baja se puede perder hasta el 25 por ciento o más. ¿Puede usted soportar las noches en vela de los años malos?

¿Y qué me dice de las pesadillas a todo color y con sonido cuadrafónico? Puede que usted quiera seleccionar una cartera de acciones más arriesgadas (más volátiles), como las de los fondos de inversión agresivos de empresas pequeñas. Son las acciones de empresas jóvenes de tecnologías nuevas, en las que existe la promesa de un crecimiento mayor. Este tipo de compañías es posible que tengan una actuación más volátil, y las carteras con estas emisiones pueden perder fácilmente la mitad del valor en un año malo para el mercado. Pero la tasa de rendimiento

media futura en el siglo XXI podría estar entre el 7 y 7½ por ciento anual. La actuación de las carteras de acciones más arriesgadas ha tendido a superar la de los índices bursátiles por pequeñas cantidades. Si no tiene problemas de sueño en épocas de mercados bajistas, y si tiene el poder de permanecer apegado a sus inversiones, una cartera agresiva de acciones ordinarias, compuesta de pequeñas empresas, puede ser la adecuada para usted. Se pueden esperar incluso mayores rentabilidades, así como una mayor fluctuación del mercado de las carteras con títulos de muchos mercados emergentes como China, India y Brasil que tienen grandes posibilidades de crecimiento en el siglo XXI.

La inversión inmobiliaria es muy peligrosa y a menudo quita el sueño a la mayoría de las personas. No obstante, los rendimientos de la inversión inmobiliaria han sido bastante generosos, similares a los de las acciones. Demostraré en el ejercicio 6 que para las personas que puedan permitirse comprar sus propias casas, el mejor consejo es que lo hagan. Expondré cómo un particular puede invertir en propiedades inmobiliarias comerciales. Creo que las sociedades mercantiles de inversión inmobiliaria (REITs) se merecen su puesto en una cartera de inversión bien diversificada.

LA ESCALA DE SUEÑO DE LAS PRINCIPALES POSIBILIDADES DE INVERSIÓN

<i>Punto de sueño</i>	<i>Tipo de activo</i>	<i>Tasa de rendimiento esperado en 2014 antes del impuesto sobre la renta (%)</i>	<i>Espacio de tiempo que debe mantenerse la inversión para conseguir la tasa de rendimiento esperada</i>	<i>Nivel de riesgo</i>
Estado semiconmoto	Cuentas bancarias	0-1	No se requiere un periodo de inversión específico. Muchas cajas de ahorro calculan los intereses desde el día del depósito hasta el de cancelación.	No hay riesgo de perder lo que puso. Los depósitos de hasta 100.000\$ están garantizados por una agencia del gobierno federal. Pero seguro que perderá dinero con la inflación.
Profundo sueño nocturno	Fondos de mercado monetario	0-1/2	No se requiere un periodo de inversión específico. La mayoría de los fondos permiten retiradas por cheque.	Riesgo muy bajo porque la mayoría de los fondos se invierten en valores del gobierno y certificados bancarios. No suelen estar garantizados. Los tipos varían en función de la inflación esperada.
	Certificado de depósito a seis meses	1 1/2-2	El dinero debe dejarse durante todo el periodo para conseguir el tipo más alto.	Las retiradas anticipadas de fondos están sujetas a penalización. Los tipos de interés están fijados en función de la inflación y variarán.
	Valores del Tesoro protegidos más información contra la inflación (TIPS)	0-1	Valores a largo plazo con un vencimiento de cinco años o más. Los tipos de base varían con el vencimiento	Los precios pueden variar si se venden antes del vencimiento.
Un mal sueño des de vez en cuando	Bonos corporativos de alta calidad (servicios públicos de primera calidad)	3 1/2-5	La inversión debe hacerse por el tiempo que va hasta el vencimiento (5-30 años) para asegurarse el tipo de interés establecido. (Los bonos deben ser protegidos contra el riesgo de rescate.) Los bonos pueden venderse en cualquier momento, sin embargo, pero el rendimiento dependerá de las fluctuaciones en el mercado del precio del bono.	Muy poco riesgo si se mantienen hasta el vencimiento. Si se venden antes del vencimiento, cabe esperar maderadas o fuertes fluctuaciones en el rendimiento esperado. El tipo de interés está fijado en función de la tasa de inflación a largo plazo esperada. Los «bonos basura» ofrecen un rendimiento mucho mayor, pero con mucho más riesgo.

**LA ESCALA DE SUEÑO DE LAS PRINCIPALES POSIBILIDADES
DE INVERSIÓN (cont.)**

<i>Punto de sueño</i>	<i>Tipo de activo</i>	<i>Tasa de rendimiento esperado en 2014 antes del impuesto sobre la renta (%)</i>	<i>Espacio de tiempo que debe mantenerse la inversión para conseguir la tasa de rendimiento esperada</i>	<i>Nivel de riesgo</i>
Revolverse en la cama antes de conciliar el sueño y sueños vividos antes de despertar	Cartera diversificada de empresas sólidas o fondos de inversión de países desarrollados	6-7	No se requiere un periodo de inversión específico y las acciones pueden venderse en cualquier momento. El rendimiento medio esperado supone un periodo de inversión bastante largo y sólo puede considerarse una guía aproximada basada en las condiciones actuales.	De moderado a sustancial. En un año dado el rendimiento podría de hecho ser negativo. Las carteras diversificadas han perdido a veces hasta un 25% o más de su valor. En contra de algunas opiniones, es una buena cobertura contra la inflación.
	Capital inmobiliario	Similar a las acciones	Por lo general igual que las acciones si se adquieren mediante sociedades de inversión inmobiliaria.	Igual que el anterior pero las sociedades de inversión inmobiliaria suelen diversificar bien y son una buena cobertura contra la inflación.
Pesadillas frecuentes, pero a largo plazo se descansa bien	Cartera diversificada de acciones relativamente arriesgadas de empresas con menor crecimiento	7-7%	Lo mismo que el anterior. El rendimiento medio esperado supone un periodo de inversión bastante largo y sólo puede considerarse una guía aproximada basada en las condiciones actuales.	Sustancial. En un año dado, el rendimiento podría ser negativo. Carteras diversificadas de acciones arriesgadas han perdido a veces el 50% o más de su valor. Buena cobertura contra la inflación.
Sueños frecuentes y pesadillas ocasionales	Carteras diversificadas de acciones de mercados emergentes	8-9	Piense en mantenerlas al menos 10 años. Es imposible cuantificar el rendimiento esperado con exactitud.	Fluctuaciones de hasta un 50 y un 75% en el mismo año no son raras.
Ataques de insomnio	Oro	Imposible de predecir	Se pueden conseguir grandes rendimientos en una nueva manía especulativa si se encuentran otros más tontos.	Sustancial. Se considera una cobertura contra la depresión y la hiperinflación. Puede tener un papel útil en equilibrar una cartera diversificada.

Me doy cuenta de que en mi tabla descuido el oro y omito los objetos de arte, los artículos y otras posibilidades de inversión más exóticas. A muchas de ellas les fue bien, sobre todo cuando se estaba acelerando la inflación, y pueden desempeñar un papel útil para equilibrar una cartera bien diversificada de activos en papel. Debido a su riesgo considerable y a su volatilidad extrema, es imposible describirlos en los términos aplicados a las otras inversiones; el ejercicio 8 los revisa con más detenimiento.

Con toda probabilidad, su grado de sueño estará enormemente influido por la medida en que una pérdida afectaría a su supervivencia financiera. Ésa es la razón por la que con frecuencia se contempla en los tests de inversión a la típica «viuda con mala salud» como incapaz de asumir mucho riesgo. La viuda no tiene ni las expectativas de vida ni la posibilidad de ganar, fuera de su cartera, los ingresos que necesitaría para recuperar las pérdidas. Cualquier pérdida de capital o de ingresos afectaría inmediatamente a su nivel de vida. En el extremo opuesto del espectro está la «joven mujer de negocios emprendedora». Tiene las expectativas de vida y el poder de ingresos para mantener su nivel de vida ante la eventualidad de cualquier pérdida financiera. La etapa del «ciclo vital» es tan importante que he dedicado un capítulo en especial (el 14) a este determinante del riesgo que es apropiado para usted.

Además, su constitución psicológica influirá en el grado de riesgo que deba asumir. Un asesor de inversión sugiere que se tenga en consideración el tipo de jugador de Monopoly que solía ser (o que todavía es). ¿Era un jugador temerario? ¿Construía los hoteles en los lugares más importantes? Es cierto que los otros jugadores casi nunca caían en sus propiedades, pero, cuando lo hacían, usted podía ganar todo el juego de un solo golpe. O, por el contrario, ¿prefería los ingresos moderados pero más

estables de la parte naranja del Monopoly en zonas menos arriesgadas? Las respuestas a estas preguntas pueden darle ciertas perspectivas sobre su constitución psicológica en cuanto a la inversión. Es fundamental que se conozca usted a sí mismo antes de escoger los valores específicos para invertir. Quizás la pregunta más importante sea cómo se sintió durante un periodo de bajada sistemática del mercado de valores. Si se encontró físicamente mal e incluso vendió todas sus acciones en lugar de aguantar la marea con un plan de inversión diversificado, entonces una exposición larga a las acciones comunes no es lo suyo.

Un segundo paso clave es revisar la cantidad de rendimientos de su inversión que se lleva Hacienda y cuántos ingresos corrientes necesita. Compruebe el impreso de la declaración de la renta del año pasado y la base imponible del año. Si se encuentra en un grupo impositivo alto y no tiene mucha necesidad de ingresos corrientes, preferirá los bonos que desgravan y las acciones que tienen unos rendimientos de dividendos bajos pero prometen plusvalías gravadas favorablemente a largo plazo (en las que no se tienen que pagar impuestos hasta que se han realizado los beneficios, o quizá nunca, si las acciones son parte de un legado). Por otra parte, si se encuentra en un grupo impositivo bajo y necesita unos ingresos corrientes elevados, estará en mejor situación con los bonos gravados con impuestos y con las acciones ordinarias que repartan dividendos elevados, de manera que no tenga que contraer los gastos elevados por las transacciones que se derivan de la venta periódica de acciones para satisfacer las necesidades de ingresos.

Los dos pasos del ejercicio, encontrar su nivel de riesgo e identificar su grupo impositivo y sus necesidades de ingresos, parecen obvios. Pero resulta increíble la cantidad de personas que equivocan el camino por comprar el tipo

de títulos que no guarda relación ni con su nivel de tolerancia del riesgo ni con sus necesidades de ingresos y de impuestos. La confusión de prioridades que muestran los inversores con tanta frecuencia no es distinta de la exhibida por una joven cuya historia fue escrita hace poco en un periódico londinense:

CARAS COLORADAS EN EL PARQUÉ

Londres, 30 de octubre

Unos amantes secretos se encontraban trabados en un abrazo a medianoche cuando sucedió todo.

Encajados dentro de un diminuto deportivo de dos plazas, el hombre semidesnudo se encontró de repente inmovilizado por el dislocamiento de un disco, según el informe de un médico en una revista médica.

Atrapada bajo él, su desesperada amiga intentó pedir ayuda tocando la bocina con el pie. Rápidamente rodearon el coche de la pareja en Regent's Park un médico, los de las ambulancias, los bomberos y un grupo de viandantes interesados.

El doctor Brian Richards, de Kent, dijo: «La joven se encontró atrapada debajo de 90 kilos de un hombre inmóvil atormentado por el dolor».

«Para liberar a la pareja, los bomberos tuvieron que cortar la carrocería del coche», añadió.

La aturdida chica, que fue ayudada a salir del coche y a ponerse un abrigo, decía entre sollozos: «¿Cómo le voy a explicar a mi marido lo que le ha pasado a su coche?».

Reuters.

Los inversores suelen verse atormentados por una confusión de prioridades parecida. No se puede desechar que el capital se encuentre seguro y a continuación precipitarse a invertir en las acciones más arriesgadas. No se pueden proteger los ingresos de los tipos impositivos marginales elevados y acto seguido encerrarse en rendimientos del 6 por ciento de bonos de sociedades gravables, por muy atractivos que puedan resultar. A pesar de todo, los anales de los asesores de inversión están repletos de historias de inversores titulares de valores poco consecuentes con sus objetivos de inversión.

Ejercicio 6: Comience el paseo desde su casa; el alquiler lleva a unos músculos de inversión fláccidos

¿Se acuerda de Scarlett O'Hara? Estaba sin un duro al final de la guerra civil, pero todavía le quedaba su plantación amada, Tara. Una buena casa, una buena tierra, mantiene su valor independientemente de lo que le suceda al dinero. Siempre que siga aumentando la población mundial, la demanda de inmuebles se encontrará entre las protecciones más fiables que existen contra la inflación.

Aunque el cálculo tiene truco, parece que los rendimientos de los inmuebles residenciales han sido bastante generosos. Tuvimos una burbuja en los precios de las viviendas unifamiliares en 2007 y 2008. Sin embargo, en la segunda década de los años 2000 los precios de las casas han vuelto a la «normalidad», por lo que vuelve a ser seguro entrar en el mercado. Pero el mercado inmobiliario es menos eficiente que el mercado bursátil. Puede haber cientos de inversores inteligentes que estudien el valor de cada acción ordinaria. Quizá sólo un puñado de posibles compradores tasa el valor de una determinada propiedad inmueble. Por tanto, las distintas propiedades no siempre están valoradas adecuadamente. Por último, los rendimientos de inmuebles parecen ser más altos que los rendimientos de las acciones durante los períodos en que se acelera la inflación, pero parece que les va menos bien en períodos de desinflación. En resumen, se ha demostrado que los inmuebles son una buena inversión, que proporcionan unos rendimientos generosos y unas características excelentes de protección contra la inflación.

La forma de inversión inmobiliaria más normal para la gente es el chalé o el piso. Es necesario un lugar para vivir, y la compra supone varias ventajas sobre el alquiler. Como el Congreso quería promocionar la adquisición de viviendas

y los valores que estaban relacionados con ello, le dio al propietario una serie de ventajas fiscales: 1) mientras que el alquiler no es deducible del impuesto sobre la renta, los dos gastos principales relacionados con la propiedad de una vivienda —el pago de los intereses de la hipoteca y los impuestos de propiedad— son totalmente deducibles; 2) cualquier beneficio realizado del valor de la casa se puede posponer si reinvierte el producto en una vivienda más cara. Además, la propiedad de una vivienda es una buena forma de obligarse uno mismo a ahorrar, y una vivienda proporciona grandes satisfacciones emocionales. Mi consejo es: sea propietario de su propia vivienda si puede permitírselo.

Quizás le convenga estudiar las posibilidades de adquirir una propiedad a través de una sociedad de inversión en bienes inmuebles o REIT. Propiedades como apartamentos o edificios de oficinas y centros comerciales se integraban en carteras de REIT y eran gestionados por agentes inmobiliarios profesionales. Las REIT son como otras acciones comunes cualesquiera y se negocian profesionalmente en las bolsas de valores principales. Esto ha brindado una magnífica oportunidad para que los particulares incorporen propiedades inmobiliarias comerciales a sus carteras de inversiones.

Si desea asegurarse de que su cartera está en tierra firme, considere adquirir alguna propiedad inmobiliaria comercial. Hay muchos motivos para incorporarlas en su plan de inversiones. En primer lugar, la posesión de bienes inmuebles ha producido tasas de rendimiento comparables a las de las acciones ordinarias y buenas rentabilidades de dividendos. Igualmente importante, los bienes inmuebles son un medio excelente para proporcionar los beneficios de la diversificación descritos en el capítulo 8. Los rendimientos de la propiedad inmobiliaria han mostrado a

menudo una correlación moderada con otros activos, reduciendo el riesgo general de su programa de inversión. Además, los bienes inmuebles han sido una protección más fiable contra la inflación.

Por desgracia, la labor de seleccionar entre los cientos de REIT en circulación es ardua para el inversor particular. Además, una sola REIT de valores no es probable que proporcione la diversificación necesaria a lo largo de todos los tipos de propiedad y regiones. Los particulares podrían dar un mal traspie si compran la equivocada. Sin embargo, ahora los inversores cuentan con un grupo de fondos de inversión en bienes inmobiliarios en rápida expansión que está más que deseoso de hacer esa labor por ellos. Los fondos escogen entre las ofertas disponibles y reúnen una cartera diversificada de REIT, asegurándose de que aparezca representada una amplia variedad de tipos de propiedad y regiones. Además, los inversores tienen la capacidad de liquidar sus participaciones en los fondos cuando lo deseen. También hay fondos REIT indexados con comisiones bajas, y creo que estos fondos seguirán produciendo los mejores rendimientos netos para los inversores.

Ejercicio 7: Dese una vuelta para investigar por el país de los bonos

Afrontémoslo, los bonos eran un lugar despreciable donde poner el dinero desde la Segunda Guerra Mundial hasta principios de los 80. La inflación había devorado el valor real de los bonos con creces. Por ejemplo, los ahorradores que suscribieron bonos de ahorro de Estados Unidos³⁹ a 18,75 dólares a principios de los años 70 y los redimieron cinco años después a 25 dólares se dieron cuenta, para consternación suya, de que en realidad habían

perdido poder adquisitivo. El problema era que con los 18,75 dólares invertidos en estos bonos cinco años antes se podría haber llenado el depósito de gasolina dos veces, y con los 25 dólares que se consiguieron al vencimiento no se podía llenar más que una sola vez. En realidad, el rendimiento real del inversor era negativo, ya que la inflación había erosionado el poder adquisitivo más deprisa de lo que se habían compuesto los beneficios. No es de extrañar que muchos inversores consideraran el «bono» una inmencionable palabra de cuatro letras.

Los bonos fueron inversiones pobres hasta los primeros años ochenta, ya que los tipos de interés que tenían solían resultar insuficientes para ofrecer una protección adecuada contra la inflación. Pero recuerde la segunda parte. Los mercados son razonablemente eficientes y los precios de los bonos se ajustaron para dar a los inversores un rendimiento excelente en los treinta años siguientes. Además, los bonos han sido una forma excelente de diversificar riesgos, con una correlación baja o negativa con las acciones comunes desde 1980 hasta 2014.

En mi opinión, existen cuatro tipos de adquisiciones de bonos que quizá quiera considerar de forma especial: 1) los bonos cupón cero (que le permiten encerrarse en rendimientos por un periodo predeterminado); 2) los fondos de inversión en bonos (que le permiten comprar acciones de una cartera de bonos); 3) los bonos exentos de impuestos y fondos de bonos (para los afortunados que se encuentren en los grupos impositivos superiores), y 4) valores del Tesoro con protección contra la inflación (TIPS). Pero su atractivo como inversión varía considerablemente dependiendo de las condiciones del mercado. Con los bajos tipos de interés de mediados de mediados de la década de 2010, los inversores deben acercarse al mercado de bonos con extrema precaución.

Los bonos cupón cero pueden ser útiles para financiar obligaciones futuras

Los títulos se denominan cupón cero o simplemente ceros porque los titulares no reciben ningún pago de interés periódico como en un bono de pago de interés de cupón regular. En lugar de ello, estos títulos son adquiridos con grandes descuentos de su valor nominal (por ejemplo, 75 centavos en cada dólar) y suben gradualmente a su valor nominal o a su valor a la par con los años. Si se retienen hasta el vencimiento, al titular se le paga la totalidad de la cantidad establecida del bono. Estos títulos se pueden conseguir con períodos de madurez que varían entre unos meses hasta más de veinte años⁴⁰. Son una forma excelente para ahorrar dinero para gastos previstos en fechas futuras.

El atractivo principal de los ceros es que el comprador no se enfrenta a ningún tipo de riesgo de reinversión. El bono cupón cero del Tesoro garantiza al inversor que los fondos serán reinvertidos continuamente a una tasa igual a la rentabilidad al vencimiento.

La desventaja principal de los ceros es que el Internal Revenue Service (la Hacienda estadounidense) exige que los inversores sujetos a impuestos declaren como inversión anual una participación prorrataada de la diferencia de dinero entre el precio de adquisición y el valor a la par del bono. Sin embargo, no se les exige esto a los inversores que tienen ceros en planes de pensiones o de impuestos aplazados.

Se imponen dos advertencias. A menudo los intermediarios cargan a los pequeños inversores comisiones bastante elevadas por la compra de bonos cupón cero de valores nominales pequeños. Además, debe saber que la amortización a valor nominal sólo se garantiza

si tiene los títulos hasta el vencimiento. Mientras tanto, los precios pueden ser muy variables a medida que cambian los tipos de interés.

Los fondos de inversión en bonos sin pago de comisiones pueden ser un medio adecuado para los inversores particulares

Los fondos (de inversión) en bonos de capital ampliable proporcionan algunas de las ventajas de los ceros, pero se compran o venden con mayor facilidad y menor coste. Aunque no se garantiza que pueda reinvertir su interés a tipos constantes, estos fondos ofrecen una estabilidad de ingresos a largo plazo y son particularmente apropiados para los inversores que planeen vivir de la renta de los intereses.

Como los mercados de bonos tienden a ser tan eficientes como los mercados de valores, recomiendo los fondos sin gastos de gestión. Los fondos de índice de bonos, que se limitan a comprar y mantener una amplia gama de bonos, suelen tener mejores rendimientos que los fondos de bonos gestionados por profesionales. En ningún caso debe comprarse un fondo con gastos de rescate (un fondo con una comisión). No hay razón para pagar por algo que se puede conseguir gratis.

Hay diferentes tipos de bonos: los que se especializan en bonos de empresa, los que compran una cartera de bonos que invierten en cédulas hipotecarias GNMA⁴¹, los que invierten en bonos exentos de impuestos (que veremos en la siguiente sección), así como algunos bonos con mayor riesgo y mayores rendimientos adecuados para inversores que están dispuestos a aceptar un mayor riesgo a cambio de un mejor rendimiento.

Los bonos exentos de impuestos son útiles para los inversores de los grupos impositivos altos⁴²

Si se encuentra en un grupo impositivo elevado, es posible que no sean adecuados para usted los títulos gravables, los ceros ni los fondos de inversión en bonos gravables. Necesita los bonos exentos de impuestos emitidos por las administraciones estatales o por las administraciones locales y por varias autoridades gubernamentales, como las autoridades portuarias o las autoridades de las autopistas de peaje. Ni siquiera se tiene que informar de los intereses de estos bonos en la declaración de impuestos federal, y los bonos del estado en el que vive están exentos de cualquier impuesto estatal sobre la renta.

Durante 2014, los bonos de sociedades de alta calidad a largo plazo daban un rendimiento del 4½ por ciento, y las emisiones exentas de impuestos de calidad comparable daban un rendimiento del 4 por ciento. Supongamos que su tipo marginal (el tipo al que es gravado su último dólar de ingresos, no el tipo medio) es del 36 por ciento, incluidos los impuestos federales y los impuestos estatales. El cuadro siguiente muestra que el rendimiento después de impuestos es de 115 dólares más en los valores exentos de impuestos, lo que claramente supone que es una inversión mejor para una persona de su grupo impositivo. Incluso si se encuentra en un grupo impositivo más bajo, es posible que sean mejor los exentos de impuestos, dependiendo de los rendimientos exactos que se encuentren en el mercado en el momento en que realice la inversión.

BONOS LIBRES DE IMPUESTOS FRENTE A BONOS GRAVABLES
 (VALOR NOMINAL 10.000 DÓLARES)

<i>Tipo de bono</i>	<i>Interés pagado</i>	<i>Impuestos aplicables (tipo del 36%)</i>	<i>Ingresos después de impuestos</i>
4% libre de impuesto	400\$	0\$	400\$
4½% gravable	450	162	285

Si compra bonos directamente (en lugar de indirectamente a través de los fondos de inversión), sugiero que adquiera emisiones nuevas en lugar de los títulos en circulación, porque el rendimiento de éstas suele ser algo más generoso que los rendimientos moderados de los bonos en circulación y se evita pagar los costes de transacción. También sugiero que para mantener el riesgo dentro de unos márgenes razonables se atenga a las emisiones calificadas por lo menos con A por los servicios de valoración de Moody o de Standard & Poor⁴³.

Considere también los bonos llamados AMT. Estos bonos están sujetos a impuestos (sobre la renta) alternativos mínimos y, por tanto, no son atractivos para las personas que ya han protegido de los impuestos una parte significativa de sus ingresos. Pero si no está sujeto a los impuestos alternativos mínimos (y la mayoría abrumadora de la gente no lo está), puede obtener unos rendimientos extra de los bonos AMT.

Existe una característica peligrosa en los bonos del tipo «cara gana, cruz pierde». Si el tipo de interés sube, el precio de los bonos bajará. Pero si los tipos de interés bajan, el emisor a menudo puede solicitar una opción de compra (devolver antes la deuda) y después emitir bonos nuevos a tipos más bajos. Para protegerse, asegúrese de

que los bonos a largo plazo tienen una cláusula de protección contra las opciones de compra que impida al emisor solicitarla sobre los bonos para emitir otros nuevos a tipos más bajos.

También existen buenos fondos de inversión en bonos libres de impuestos. Sin embargo, si tiene unos fondos cuantiosos para invertir en los libres de impuestos, no veo razón para que realice las inversiones libres de impuestos a través de un fondo y pague las comisiones que se derivan de ello. Si reduce las suscripciones a unos pocos bonos de alta calidad, incluidos los garantizados por un seguro de bonos, no hay necesidad de que diversifique y conseguirá más rendimiento de los intereses. Si sólo tiene unos miles para invertir un fondo le proporcionará la liquidez y diversificación adecuadas. Además existen fondos que limitan las adquisiciones a los bonos de un único estado, de manera que puede evitar tanto los impuestos sobre la renta estatales como los federales. En el capítulo 15 se describen los fondos de bonos limitados y libres de impuestos.

Bonos indexados según la inflación (TIPS)

Sabemos que la inflación imprevista es devastadora para los titulares de bonos. La inflación suele aumentar los tipos de interés, y, a medida que suben, los precios de los bonos bajan. Y esto no es lo peor: la inflación también reduce el valor real del interés y del capital de un bono. Ahora los inversores disponen de un blindaje bajo la forma de valores del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS). Estos valores son inmunes a la erosión de la inflación si se mantienen hasta su vencimiento y garantizan a los inversores que sus carteras mantendrán su poder adquisitivo. Los bonos pagaron un tipo de interés básico en torno al 1 por ciento en 2014. Pero a diferencia de los

antiguos bonos del Tesoro, el pago de intereses se basa en la cantidad de capital que aumenta según el Índice de Precios al Consumo (IPC). Si el nivel de precios subiera un 3 por ciento el año que viene, el valor nominal de 1.000 dólares se incrementaría hasta 1.030 dólares y los pagos de intereses semestrales también se incrementarían. Cuando los TIPS vencen, el inversor obtiene un pago de capital igual al valor nominal ajustado según la inflación de ese momento. Así pues, los TIPS proporcionan una tasa de rentabilidad real garantizada y un pago de capital por un importe que conserva su poder adquisitivo real.

Ningún otro instrumento financiero actual proporciona a los inversores una cobertura fiable contra la inflación. Los TIPS son diversificadores muy eficaces. Cuando la inflación se acelera, los TIPS ofrecen rentabilidades nominales superiores, mientras que los precios de las acciones y los bonos suelen bajar. Es decir, los TIPS tienen correlaciones bajas con otros activos de cartera, son diversificadores muy eficaces, además de proporcionar una póliza de seguros muy útil para la multitud de inversores inquietos.

Los TIPS tienen, sin embargo, un aspecto impositivo desagradable que limita su utilidad. Los impuestos sobre los rendimientos de los TIPS deben pagarse tanto en el pago del cupón como en el incremento de capital que refleja la inflación. El problema es que Hacienda no paga el incremento del capital hasta el vencimiento. Si la inflación fuera bastante alta, los reducidos pagos del cupón podrían resultar insuficientes para pagar los impuestos y el desequilibrio empeoraría con tasas de inflación más altas. Por tanto, los TIPS están lejos de resultar idóneos para los inversores sujetos a impuestos, y es mejor utilizarlos sólo en planes de pensiones con ventajas fiscales. Además, los tipos de interés de los TIPS en 2014 fueron bastante más bajos que su promedio histórico.

¿Debería ser usted partidario del mercado de los bonos basura?

¿Es inmune el mercado de los bonos a la máxima de que el riesgo de la inversión y la recompensa de la misma están en relación? ¡En absoluto! Durante la mayor parte de los períodos, los llamados bonos basura (calidad de crédito más baja y bonos de rendimiento más elevado) han proporcionado a los inversores una tasa *neta* de rendimiento de unos dos puntos por encima de la tasa que se podía obtener en bonos de «calidad de inversión» con valoración de crédito de alta calidad. En 2014, los bonos de calidad de inversión daban un rendimiento aproximado del 4½ por ciento, mientras que los bonos «basura» a menudo daban un rendimiento de entre el 5 y el 6 por ciento. Por tanto, incluso si el 1 por ciento de los bonos de calidad inferior incumplían el pago de los intereses o del capital y producían una pérdida total, una cartera diversificada de bonos de baja calidad todavía produciría un rendimiento neto comparable al que se podría conseguir de una cartera de bonos de calidad alta. Por esta razón, muchos asesores de inversión han recomendado como inversiones inteligentes las carteras bien diversificadas de bonos de rendimientos elevados.

Sin embargo, existe otra corriente de pensamiento que aconseja a los inversores «decir simplemente no a los bonos basura»⁴⁴. La mayoría de los bonos basura se han emitido desde mediados de los años 80 como resultado de una ola masiva de fusiones de sociedades, de adquisiciones y de adquisiciones apalancadas (principalmente financiadas con deuda). Los contrarios a los bonos basura señalan que es más probable que los bonos de crédito bajo sean de servicio total sólo en épocas buenas para la economía. Pero, atención, si la economía da un traspie.

Por tanto, ¿qué ha de hacer un inversor sensato? La respuesta depende de lo bien que duerma por la noche cuando asume un riesgo sustancial de inversión. Sin duda, las carteras de bonos basura no son para insomnes. Hasta con una buena diversificación existe riesgo en estas inversiones. Es más, no están hechas para inversores que dependan únicamente de los pagos de los bonos de alto rendimiento como principal fuente de ingresos. Y, por supuesto, no son para inversores que no diversifiquen adecuadamente los títulos. Sin embargo, la prima del rendimiento bruto de los bonos basura, al menos históricamente, ha compensado con creces la experiencia real que se tiene de incumplimiento de pagos.

Bonos extranjeros

Hay muchos países en los que la rentabilidad de los bonos es superior a la de los bonos estadounidenses. Sobre todo en algunos mercados emergentes. El sentido común ha recomendado no comprar bonos de mercados emergentes por su alto riesgo y baja calidad. Pero muchas economías emergentes tienen una proporción deuda-PIB inferior y una balanza fiscal más equilibrada que la de otros países desarrollados. Además, las economías emergentes crecen más deprisa. Por lo tanto, una cartera diversificada con bonos extranjeros de alta rentabilidad que incluya los de mercados emergentes puede ser una parte útil de una cartera de ingresos fijos en un periodo con tipos de interés muy bajos.

Ejercicio 7a: en épocas de recesión, utilice alternativas a los bonos en una cartera diversificada de bonos

Los tipos de interés extremadamente bajos suponen un enorme desafío para los que invierten en bonos. Todos los países desarrollados del mundo soportan una deuda excesiva. Al igual que el gobierno de Estados Unidos, otros gobiernos tienen extraordinarias dificultades para contener los programas de prestaciones para unas poblaciones envejecidas.

Lo más fácil para Estados Unidos y otros gobiernos es mantener los tipos de interés artificialmente bajos ya que la carga real de la deuda se reduce y se reestructura a espaldas de los titulares de los bonos. Ya conocemos la canción. Al terminar la Segunda Guerra Mundial, los Estados Unidos mantuvieron los tipos de interés deliberadamente bajos para poder pagar la deuda acumulada durante la guerra. De esta forma, la relación deuda-PIB se redujo del 122 por ciento en 1946 al 33 por ciento en 1980. Pero se hizo a expensas de los titulares de bonos. Esto es lo que significa la expresión «represión financiera».

Una técnica para afrontar el problema es utilizar una estrategia de sustitución de dividendos de capital de una parte de lo que en tiempos normales habría sido una cartera de bonos. Las carteras de acciones de crecimiento con dividendos relativamente estables tienen rentabilidades mucho más altas que los bonos de las mismas empresas y dan la posibilidad de crecer en el futuro. Un ejemplo del tipo de empresa de esa cartera sería AT&T. Los bonos a 15 años de AT&T tienen una rentabilidad de un 4 1/2 por ciento aproximadamente, sus acciones ordinarias tienen una rentabilidad de dividendo del 5 1/4 por ciento y el dividendo ha ido creciendo con el tiempo. Los jubilados que viven gracias a los dividendos e intereses tendrán una mayor rentabilidad con las acciones de AT&T que con los bonos. Las carteras de acciones de

crecimiento no tienen por qué ser más volátiles que una cartera equivalente de bonos de las mismas empresas. En las siguientes recomendaciones específicas aconsejo dicha sustitución parcial de bonos por acciones en la parte de la cartera diseñada para un menor riesgo y una mayor estabilidad. En los períodos de recesión económica hay que ajustar la recomendación general sobre los bonos.

Ejercicio 8: Vaya de puntillas sobre los campos de oro, objetos colecciónables y otras inversiones

En las primeras ediciones de este libro adopté una postura bastante negativa sobre el oro y otras «cosas» como medio de inversión. A comienzos de los años 80, cuando el oro había sobrepasado los 800 dólares la onza, mi opinión era muy negativa. Veinte años después, al principio del nuevo milenio, el oro se vendía a unos 200 dólares la onza y mi opinión era algo más positiva. Actualmente, cuando el oro se vende a casi 1.300 dólares, un precio cercano a los máximos históricos, me cuesta mucho ser entusiasta. Pero podría tener un papel modesto en su cartera. Sus rendimientos suelen ser muy bajos en relación con los rendimientos de los activos en papel. Por tanto, incluso una modesta porción (por ejemplo, el 5 por ciento de una cartera) puede ser de gran ayuda para el inversor a la hora de reducir la variabilidad de la cartera en su conjunto. Y si la inflación aumentara, el oro produciría probablemente rendimientos aceptables. En la actualidad se pueden realizar pequeñas inversiones en oro adquiriendo participaciones de uno de los fondos de inversión especializados que se centran en este mineral.

Los movimientos volátiles de los precios del oro me recuerdan la historia del taimado mercader chino que se ganaba muy bien la vida negociando con sardinas. El

negocio era tan próspero que contrató a un joven y brillante licenciado universitario para que le ayudara en el empeño. Un día que el joven había invitado a cenar a sus parientes políticos, decidió traer a casa un par de latas de sardinas para servirlas como aperitivo. Al abrir la primera lata se encontró, con gran desazón, que estaba llena de arena. Entonces abrió la segunda y se encontró que también estaba llena de arena. Después de contarle al día siguiente al mercader chino lo que le había sucedido, el taimado mercader sólo sonrió y dijo: «Oh, esas latas son para negociar, no para comer».

En cierto sentido, este relato es muy similar a lo que sucedió en el negocio del oro. Prácticamente la totalidad del oro que se negocia es con el fin de atesorarlo o especular de manera que se pueda vender el lingote más adelante a un precio más elevado. En realidad casi no se utiliza el oro. En este tipo de mercado nadie puede decir el curso que adoptarán los precios. La prudencia sugiere, como mínimo, un papel limitado del oro como medio de obtener una diversificación más amplia.

¿Y qué hay sobre los diamantes, que con frecuencia se han descrito a los diamantes como el mejor amigo de todos? Pero entrañan enormes riesgos y desventajas para el inversor particular. Hay que recordar que la compra de diamantes supone elevados costes en comisiones. También resulta muy difícil que una persona pueda juzgar la calidad, y puedo asegurarle que el número de llamadas de tipos que quieren venderle diamantes excederá con creces las llamadas de los que deseen comprárselos.

Otra estrategia actual muy popular es invertir en colecciónables. Miles de vendedores están recomendando todo, desde Renoir hasta tapices, desde lámparas de Tiffany hasta sellos únicos, desde «art déco» hasta bolsas para el mareo para aviones. Y eBay ha hecho la

compraventa de artículos coleccionables mucho más eficaz. Creo que no hay nada malo en comprar «cosas» que a uno le gustan, y bien sabe Dios que la gente tiene gustos muy raros, pero mi consejo es que compre esas cosas porque le gustan, no porque espera que aumente su valor. No olvide que son corrientes las falsificaciones y las adulteraciones. Una cartera de coleccionables también suele necesitar unas primas fuertes de seguro y gastos de mantenimiento interminables, por lo que hace pagos en lugar de recibir dividendos o intereses. Para ganar dinero con las colecciones necesita una gran originalidad y buen gusto. En mi opinión, la mayoría de la gente que piensa que están coleccionando beneficios lo que están coleccionando en realidad son problemas.



«Estoy colocando mi dinero en “cosas”»

© George Price/The New Yorker Collection/www.cartoonbank.com. Todos los derechos reservados.

Otro instrumento popular en estos días son los contratos de futuros sobre mercancías. No sólo se puede comprar oro, sino también contratos para la entrega de una gran variedad de productos, desde granos hasta metales y divisas. Es un mercado rápido en el que los profesionales pueden beneficiarse mucho, pero los particulares que no saben lo que están haciendo pueden salir zurrados

fácilmente. Mi consejo para el inversor no profesional: no vaya a contrapelo.

También me mantendría alejado de los fondos de cobertura, de los fondos privados y de los fondos de capital riesgo. Puede que den dinero a los gestores de fondos de cobertura que ingresan enormes honorarios por su gestión y un 20 por ciento de los beneficios, pero el inversor particular no llega a verlos. El rendimiento medio de estos fondos es sumamente decepcionante. Es cierto que los mejores fondos tienen buenos resultados, pero a menos que sea un inversor institucional con una posición preferente claramente definida, las oportunidades de invertir en lo mejor son realmente nulas. Ignore lo exótico, no es para usted.

Ejercicio 9: Recuerde que los costes de las comisiones no son aleatorios; unos son más baratos que otros

Muchos intermediarios ejecutarán las órdenes bursátiles a precios de descuento de hasta el 90 por ciento de los tipos de comisión habitual de las grandes sociedades de intermediación bursátil. Los intermediarios de descuento ofrecen un servicio sencillo de fácil comprensión. Si quiere que le lleven de la mano, si desea opiniones y sugerencias para invertir, si quiere un intermediario al que poder llamar para pedir la cotización o cualquier otra información, entonces el intermediario de descuento no es para usted. Sin embargo, si sabe lo que quiere comprar, el intermediario de descuento puede conseguírselo a tipos de comisiones inferiores que las oficinas normales de servicio completo, especialmente si está dispuesto a negociar por Internet.

Se trata de un sistema seguro y barato. Pero debo advertirle de que muy pocos inversores que negocian

títulos a diario consiguen beneficios. No se deje seducir por las bajas comisiones o se convertirá en uno más de la legión de operadores en nombre propio fracasados.

Siguiendo con el tema de los costes de comisión, debería tener en cuenta la innovación de Wall Street denominada «cuenta envuelta». Por un solo pago, su intermediario obtiene los servicios de un gestor de dinero profesional, que selecciona para usted una cartera de acciones, bonos y quizás bienes inmobiliarios. Las comisiones de corretaje y los honorarios de asesoría están «envueltos» en el pago general. Los costes de las cuentas envueltas son extremadamente altos. Los pagos anuales suelen suponer en torno al 3 por ciento anual, y puede haber honorarios adicionales de ejecución y gastos de fondos si el gestor utiliza fondos de inversión o REIT. Con estos tipos de gastos será casi imposible que supere al mercado. Mi consejo es que evite utilizar la envoltura.

Recuerde también los gastos cuando se compran fondos de inversión. Existe una fuerte tendencia a que los fondos que cobran las comisiones más bajas produzcan las rentabilidades netas más altas. En el sector de los fondos de inversión se obtiene algo por lo que no se paga. Naturalmente, los fondos de bajo coste por excelencia son los fondos cotizados, que suelen ser además muy eficientes en materia fiscal.

En la inversión hay muchos aspectos que no se pueden controlar. No se puede hacer nada con las subidas y las bajadas de los mercados de acciones y bonos. Pero puede controlar sus costes de inversión. También puede organizar sus inversiones para minimizar los impuestos. Controlar lo que se puede controlar debe ser un aspecto fundamental a la hora de desarrollar una estrategia de inversión razonable.

Ejercicio 10: Evite simas y escollos. Diversifique los pasos de su inversión

Hemos visto en estos ejercicios de precalentamiento un cierto número de instrumentos de inversión o ETF. La parte más importante de nuestro paseo por Wall Street nos conducirá a la esquina de Broad Street: a considerar estrategias razonables de inversión con respecto a las acciones ordinarias. Los últimos tres capítulos contienen una guía para esta parte de nuestro paseo, ya que considero que las acciones deberían constituir la piedra angular de la mayoría de las carteras. Sin embargo, en nuestro último ejercicio de precalentamiento recordamos la importante lección de la moderna teoría de cartera: las ventajas de la diversificación.

Un proverbio bíblico afirma que «la multitud de consejeros proporciona seguridad». Se puede decir lo mismo de las inversiones. La diversificación reduce el riesgo y hace mucho más probable que se consiga el tipo de buen rendimiento a largo plazo que cumpla los objetivos de la inversión. Por tanto, dentro de cada categoría de inversión, se debería tener variedad de emisiones individuales, y aunque las acciones deberían suponer la mayor parte de la cartera, no deben ser el único medio de inversión. Recuerde las lágrimas de los antiguos empleados de Enron que sólo tenían acciones de la empresa en sus planes de pensiones. Cuando Enron quebró, no sólo perdieron el trabajo, sino todos los ahorros para su jubilación. Cualesquiera que sean los objetivos de la inversión, el inversor inteligente diversifica.

Una última revisión

Ahora que hemos terminado los ejercicios de precalentamiento, vamos a tomarnos unos instantes para una última revisión. Las teorías de valoración elaboradas por los economistas y la actuación registrada por los profesionales conducen a una única conclusión: no existe un camino único y sencillo hacia la riqueza. Los altos rendimientos sólo se pueden lograr si se asume mayor riesgo (y quizás si se aceptan grados menores de liquidez).

La cantidad de riesgo que se puede tolerar viene determinada en parte por su grado de sueño. En el próximo capítulo se exponen los riesgos y las recompensas de la inversión en acciones y en bonos, lo que le ayudará a determinar los tipos de rendimientos que debe esperar de los distintos instrumentos financieros. Pero el riesgo que usted puede asumir está también influido de forma significativa por la edad y por las fuentes y la fiabilidad de sus ingresos que no proceden de la inversión. El capítulo 14, «Una guía de inversión siguiendo el ciclo vital», le ayudará a obtener una noción más clara de cómo decidir la parte de su capital que debe estar colocada en acciones ordinarias, en bonos y en inversiones a corto plazo. En el último capítulo se presentan estrategias específicas para el mercado bursátil que permitirán a los inversores aficionados conseguir unos resultados iguales o mejores que los de los profesionales más sofisticados.

33 Las características de los seguros de vida analizados por el autor en esta sección no se corresponden con las figuras permitidas por la normativa española ni con las prácticas del sector. Debe tenerse en cuenta, además, que en Estados Unidos no hay un sistema de seguridad social universal como el español, y de ahí las referencias a seguros médicos. [N. del R.]

34 No existe en España nada similar. [N. del R.]

35 Toda esta sección está basada en la legislación fiscal americana, y no es aplicable al caso español. [N. del R.]

36 La Individual Retirement Account (IRA) es una figura introducida por la legislación de Estados Unidos que concede ventajas fiscales a las contribuciones a una cuenta de jubilación.

Estas ventajas consisten en el aplazamiento del pago de impuestos sobre los rendimientos de activos agrupados en la cuenta IRA y en el carácter de gastos deducibles en el impuesto personal sobre la renta de las aportaciones a una IRA. La reforma fiscal de 1986 en aquel país limitó este último beneficio a los tramos inferiores de renta. [N. del R.]

37 Puede obtener información exhaustiva sobre las cuentas 529 en www.savingforcollege.com.

38 No siempre sucede así. En algunos periodos los valores a corto plazo, por ejemplo, produjeron un rendimiento superior al de los bonos a largo plazo. La engañifa era que los inversores no podían confiar en reinvertir continuamente los fondos a esos tipos tan elevados, y posteriormente en esa década los tipos a corto plazo bajaron bruscamente. Por tanto, los inversores pueden esperar de forma razonable que la inversión continua en valores a corto plazo no producirá un rendimiento tan elevado como la inversión en bonos a largo plazo. En otras palabras, existe una recompensa por ser titular de bonos a largo plazo aunque los tipos a corto plazo estén temporalmente por encima de los tipos a largo plazo.

39 Los «US saving bonds» son bonos del Estado emitidos en denominaciones relativamente pequeñas (de 50 a 10.000 dólares) y con algunas ventajas fiscales. Las emisiones antiguas eran de la serie E, y las más recientes, de las series EE y HH. [N. del R.]

40 La mecánica de un título cupón cero es bien conocida en España, porque las letras del Tesoro español (aparecidas en 1987) son títulos cupón cero. [N. del R.]

41 Las cédulas hipotecarias GNMA o «Ginnie Maes» son cédulas emitidas contra garantías de préstamos hipotecarios y respaldadas por la Government National Mortgage Association, que garantiza el pago del principal e intereses aunque exista morosidad en el pago de las hipotecas. Otros títulos similares son las «Fannie Maes» (participaciones en las hipotecas respaldadas por la Federal National Mortgage Association, que también vende algunas hipotecas sin garantía estatal) y las «Freddie Macs» (cédulas hipotecarias respaldadas por la Federal Home Loan Bank System). La VA mencionada más abajo es la Administración de Veteranos de Guerra (Veterans Administration), que garantiza los préstamos hipotecarios concedidos a los veteranos de guerra; y la FHA es la Asociación Federal de la Vivienda (Federal Housing Association), que asegura a los prestamistas contra pérdidas en préstamos hipotecarios. [N. del R.]

42 Este tipo de título no existe en España. Pero el mecanismo que hace que los intereses sean inferiores es el mismo que el que operaba en los pagarés del Tesoro y pagarés forales o los AFROS, opacos fiscalmente, que atraían el dinero negro. Algunos bonos de empresas de infraestructura (eléctricas, autopistas, etc.) se emiten con bonificación fiscal, de forma que aunque sólo se ha retenido un 1 por ciento del cupón a cuenta del IRPF, el tenedor puede hacer constar en su declaración de la renta una retención normal del 25 por ciento, siendo el resto subvencionado por el Estado. [N. del R.]

43 Moody's y Standard & Poor son instituciones independientes que publican valoraciones del riesgo de impago de las emisiones, calificando las emisiones según un sistema de letras (por ejemplo, Aa, B, etc.). La cantidad máxima tiene un «rating» de AAA. [N. del R.]

44 Juego de palabras, basado en el lema de la campaña antidroga «Just say no to drugs», convertido aquí en «Just say no to junk bonds». [N. de la T.]

Capítulo 13

La carrera financiera con hándicap: un manual para comprender y proyectar los rendimientos de bonos y acciones

«Ninguna persona que esté debidamente informada del pasado se sentirá inclinada a adoptar un punto de vista apático o descuidado del presente.»

Thomas B. Macaulay, *History of England*

En este capítulo aprenderá a ser un corredor de apuestas financiero. Cuando lo lea seguirá sin poder predecir el comportamiento del mercado en los próximos meses —nadie puede hacerlo—, pero tendrá mejores bazas para construir una cartera ganadora. Aunque los niveles particulares de los precios sin duda fluctuarán, la metodología general para estimar las expectativas de rendimientos de los instrumentos financieros debería servirle perfectamente para adaptar de manera realista su programa de inversión a sus necesidades financieras.

¿Qué determina los rendimientos de los bonos y las acciones?

Los rendimientos a largo plazo de las acciones ordinarias los inducen dos factores críticos: la rentabilidad inicial del dividendo cuando las acciones se compraron y la tasa de crecimiento futuro de estos dividendos. En principio, una acción ordinaria vale el valor «presente» o

«descontado» de su corriente de dividendos futuros. Recuerde que este «descuento» refleja el hecho de que un dólar recibido mañana vale menos que un dólar en la mano hoy. Un comprador de acciones adquiere un interés de propiedad en un negocio y espera recibir una corriente creciente de dividendos. Aun cuando una compañía pague dividendos muy pequeños hoy y retenga la mayor parte de sus ganancias (o incluso todas) para reinvertirlas en el negocio, el inversor asume de forma implícita que tal inversión llevará a una corriente de dividendos en rápido crecimiento en el futuro o alternativamente a mayores beneficios que pueden ser utilizados por la compañía para volver a comprar sus títulos.

Puede mostrarse que el valor descontado de esta corriente de dividendos (o fondos devueltos a los accionistas mediante el rescate de los títulos) produce una fórmula muy simple para el rendimiento total a largo plazo del mercado bursátil:

$$\text{Rendimiento de un título a largo plazo} = \text{Rentabilidad inicial del dividendo} + \text{Tasa de crecimiento de los dividendos.}$$

De 1926 a 2013, por ejemplo, las acciones ordinarias han proporcionado una tasa media anual de rendimientos en torno a un 10 por ciento. La rentabilidad de los dividendos del mercado en su conjunto el 1 de enero de 1926 estaba en torno al 5 por ciento. La tasa de crecimiento de los dividendos a largo plazo también se aproximaba al 5 por ciento. Así pues, al sumar la rentabilidad de los dividendos a la tasa de crecimiento, se obtiene aproximadamente la tasa de rendimiento real.

En periodos más cortos, como un año o incluso varios, existe un tercer factor crítico para determinar los

rendimientos: el cambio en las relaciones de valoración, sobre todo el cambio en el múltiplo precio-dividendo. (Los aumentos o descensos del múltiplo precio-dividendo tienden a moverse en la misma dirección que el múltiplo precio-beneficios utilizado más popularmente.)

Los múltiplos precio-dividendo y precio-beneficios varían ampliamente de un año a otro. Por ejemplo, en etapas de gran optimismo, como a comienzos de marzo de 2000, las acciones se vendieron a 30. El múltiplo precio-dividendo era superior a 80. En etapas de gran pesimismo, como 1982, las acciones se vendieron tan sólo a 8 veces los beneficios y 17 veces los dividendos. Estos múltiplos también están influidos por los tipos de interés. Cuando éstos están bajos, las acciones, que compiten con los bonos por los ahorros del inversor, tienden a venderse a una rentabilidad de dividendo baja o altos múltiplos precio-beneficio. Cuando los tipos de interés están elevados, la rentabilidad de las acciones sube para ser más competitiva y las acciones se venden a bajos múltiplos precio-beneficio. Las acciones ordinarias estuvieron por debajo de la media entre 1968 y 1982, cuando los rendimientos sólo fueron del 5,5 por ciento anual. Las acciones se vendían a una rentabilidad del dividendo del 3 por ciento al comienzo del periodo y el crecimiento del beneficio y del dividendo era de un 6 por ciento anual, un poco por encima de la media a largo plazo. Si los múltiplos precio-beneficio (y la rentabilidad del dividendo) hubieran permanecido constantes, las acciones habrían producido un rendimiento anual del 9 por ciento. Pero una gran subida en la rentabilidad del dividendo (una gran caída en el múltiplo precio-beneficio) redujo el rendimiento medio anual más de 3,5 puntos porcentuales por año.

Un periodo absolutamente terrible para los inversores en bolsa fue la primera década de los años 2000. La Edad

del Milenio resultó ser la Edad del Desencanto. A principios de abril de 2000, en plena burbuja de Internet, la rentabilidad del dividendo del índice S&P 500 había caído hasta el 1,2 por ciento. (El PER era superior a 30.) El crecimiento del dividendo fue muy fuerte durante ese periodo, con una media del 5,8 por ciento anual. Si no hubiera habido cambios en las relaciones de valoración, las acciones habrían tenido una rentabilidad del 7 por ciento (1,2 por ciento de rentabilidad del dividendo más 5,8 por ciento de crecimiento). Pero los múltiplos precio-beneficio cayeron en picado y la rentabilidad del dividendo subió en esa década. El cambio en las relaciones de valoración cortó 13,5 puntos porcentuales de la rentabilidad. Así pues, las acciones no rindieron un 7 por ciento, sino que perdieron por término medio un 6,5 por ciento anual, por lo que muchos analistas se refieren a esos años como «la década perdida».

Muchos analistas cuestionan que los dividendos sean tan importantes ahora como lo fueron en el pasado. Señalan que cada vez más las empresas prefieren repartir sus beneficios a los accionistas mediante el rescate de títulos en lugar de incremento de los dividendos. Se indican dos motivos para este comportamiento: uno para los accionistas y otro para los directivos. El beneficio para el accionista fue creado mediante disposiciones tributarias. El tipo impositivo en beneficios de capital a largo plazo es sólo una parte del tipo impositivo máximo sobre los dividendos. Las compañías que rescatan acciones tienden a reducir el número de títulos en circulación y por tanto aumentan los beneficios por acción y, consecuentemente, el precio de las acciones. Así pues, el rescate de acciones tiende a crear beneficios de capital. Incluso cuando los dividendos y los beneficios de capital se gravan a mismo tipo, los impuestos sobre beneficios de capital pueden diferirse hasta que se

vendan las acciones o incluso evitarse completamente si las acciones se legan posteriormente. De este modo, los directivos que actúan en interés de los accionistas preferirán la opción del rescate en lugar de aumentar los dividendos.

La otra cara del rescate de acciones es más interesada. Una parte importante del salario de los directivos es en forma de opciones sobre acciones, que sólo son valiosas si los beneficios y los precios de las acciones aumentan. El rescate de las acciones es una forma fácil de provocarlo. La mayor apreciación beneficia a los directivos aumentando el valor de las opciones, mientras que los mayores dividendos van a los bolsillos de los accionistas. Desde los años 40 hasta los años 70, los beneficios y los dividendos crecían más o menos al mismo ritmo. Durante las últimas décadas del siglo xx, los beneficios crecieron más rápido que los dividendos. A muy largo plazo, beneficios y dividendos crecerán más o menos al mismo nivel y, para facilitar la lectura, he decidido hacer el siguiente análisis hablando de crecimiento de los beneficios.

Los rendimientos futuros a largo plazo de los bonos son aún más fáciles de calcular. A largo plazo, la rentabilidad que un inversor en bonos recibe se acerca a la rentabilidad hasta el vencimiento del bono en el momento de su compra. Para un bono de cupón cero (un bono que no efectúa pagos de intereses periódicos, sino que sólo reintegra una cantidad establecida al vencimiento), la rentabilidad a la que se compra es precisamente la que el inversor recibirá, siempre que no haya impago. Para un bono de pago de cupones (un bono que efectúa pagos de intereses periódicos), podría haber una ligera variación en la rentabilidad que se obtiene durante su vigencia según los tipos de interés a que los intereses del cupón se reinviertan. No obstante, la rentabilidad inicial del bono

proporciona un cálculo bastante útil de la que se obtendrá por un inversor que lo mantiene hasta su vencimiento.

El cálculo de los rendimientos de los bonos se vuelve oscuro cuando éstos no se mantienen hasta el vencimiento. Los cambios en los tipos de interés (rentabilidad del bono) se convierten entonces en un factor importante para determinar el rendimiento neto recibido durante el periodo en que se mantuvo el bono. Cuando los tipos de interés suben, los precios de los bonos bajan para hacer competitivos los existentes con los que ya se están emitiendo a los tipos de interés más elevados. Cuando los tipos caen, los precios de los bonos suben. El principio que debe mantenerse en mente es que los inversores en bonos que no los conservan hasta el vencimiento sufrirán en la medida en que los tipos de interés suban, y ganarán en la medida en que éstos bajen.

La inflación es el competidor desconocido en la carrera de la rentabilidad financiera. En el mercado de bonos, un aumento de la tasa de inflación es rotundamente malo. Para verlo supongamos que no hubiera inflación y que los bonos se vendieran a una rentabilidad del 5 por ciento y proporcionaran a los inversores un rendimiento real (es decir, después de la inflación) del 5 por ciento. Ahora asumamos que la tasa de inflación aumenta de 0 a 5 por ciento al año. Si los inversores siguen requiriendo una tasa de rendimiento del 5 por ciento real, el tipo de interés del bono debe subir al 10 por ciento. Sólo entonces los inversores recibirán un rendimiento después de la inflación del 5 por ciento. Pero esto significará que los precios de los bonos caigan, y quienes compraron previamente bonos a largo plazo al 5 por ciento sufrirán una pérdida de capital considerable. Exceptuando al propietario de los bonos protegidos contra la inflación que recomendaba en el

capítulo 12, la inflación es el enemigo mortal del inversor en bonos.

En principio, las acciones ordinarias deberían ser una protección contra la inflación y se supone que no sufren con un incremento de su tasa. Al menos en teoría, si la tasa de inflación sube un punto porcentual, todos los precios deben subir ese mismo punto, incluidos los valores de las fábricas, equipos e inventarios. En consecuencia, la tasa de crecimiento de beneficios y dividendos debería subir con la inflación. Así, aunque los rendimientos requeridos aumentarán con la inflación, no se requerirán cambios en la rentabilidad de los dividendos (o ratio precio-dividendo). Ello es así porque las tasas de crecimiento esperado deben subir junto con los aumentos en la tasa de inflación esperada. Más adelante examinaremos si es así en la práctica.

Cuatro épocas en la rentabilidad del mercado financiero

Antes de intentar proyectar las rentabilidades futuras de acciones y bonos, veamos ahora cuatro períodos de la historia del mercado de bonos y acciones y cómo podemos interpretar el comportamiento de los inversores en cuanto a los determinantes de las rentabilidades que hemos visto anteriormente. Estas cuatro épocas coinciden con las cuatro grandes oscilaciones en la rentabilidad del mercado bursátil desde 1947 hasta el año 2009. El siguiente cuadro indica las cuatro épocas y las rentabilidades medias anuales obtenidas por los inversores en acciones y bonos:

**RENTABILIDAD DE LOS BONOS Y ACCIONES ESTADOUNIDENSES EN
DISTINTAS ÉPOCAS**
(RENTABILIDADES MEDIAS ANUALES)

	I. ^a época ene. 1947- dic. 1968 <i>La edad del bienestar</i>	II. ^a época ene. 1969- dic. 1981 <i>La edad de la angustia</i>	III. ^a época ene. 1982- mar. 2000 <i>La edad de la exuberancia</i>	IV. ^a época abril 2000- marzo 2009 <i>La edad del desencanto</i>
Acciones comunes (S&P 500)	14,0%	5,6%	18,3%	-6,5%
Bonos (corporativos a largo plazo de alta calidad)	1,8	3,8	13,6	6,4
Tasa de inflación media anual	2,3	7,8	3,3	2,4

La primera época, la edad del bienestar como yo la llamo, abarca los años de crecimiento después de la Segunda Guerra Mundial. Los accionistas tuvieron excelentes resultados después de la inflación, mientras que los escasos rendimientos que obtuvieron los propietarios de bonos estaban bastante por debajo de la tasa media de inflación. La segunda época es la de la angustia: la rebelión generalizada de millones de adolescentes nacidos durante el *baby boom*, la inestabilidad política y económica provocada por la guerra de Vietnam y diversas sacudidas inflacionarias del petróleo y los alimentos se combinaron para crear un clima poco favorable a los inversores. Nadie estaba a salvo: ni los bonos ni las acciones tuvieron un buen comportamiento. Durante la tercera época, se instauró una prosperidad libre de inflación. Fue la era dorada de los accionistas y bonistas. Nunca antes habían obtenido rentabilidades tan altas. La cuarta época fue la edad del desencanto, en la que las grandes promesas del Nuevo Milenio no se vieron reflejadas en los rendimientos de las acciones comunes.

Una vez establecidos estos amplios periodos de tiempo, veamos cómo se desarrollaron los determinantes de los rendimientos en esas épocas y especialmente qué puede haber sido el causante de los cambios en las relaciones de valoración y en los tipos de interés. Recordemos que las rentabilidades de las acciones están determinadas por: 1) la rentabilidad de dividendo inicial a la que se compraron las acciones; 2) la tasa de crecimiento de los beneficios, y 3) los cambios en la valoración en lo referente a la relación precio-beneficio (o precio-dividendo). Y las rentabilidades de los bonos están determinadas por: 1) la rentabilidad inicial hasta el vencimiento a la que se compraron los bonos y 2) los cambios en los tipos de interés (rentabilidades) y por tanto en los precios de los bonos para los inversores que no los mantienen hasta el vencimiento.

Época I.^a: La edad del bienestar

Los consumidores celebraron el final de la Segunda Guerra Mundial con un periodo de derroche. Se las habían apañado sin coches, frigoríficos y muchos otros bienes durante la guerra, y malgastaron sus ahorros con desenfreno, creando un *miniboom* con algo de inflación. Sin embargo, resultaba difícil olvidar la Gran Depresión de los años 30. Los economistas (esos científicos deprimentes) se preocuparon cuando la demanda empezó a disminuir y estaban convencidos de que una profunda recesión, o quizás depresión, rondaba a la vuelta de la esquina. El presidente Harry Truman fue el responsable de una definición muy utilizada para diferenciar las dos: «Una recesión es cuando no tienes trabajo. Una depresión es cuando no tengo trabajo». Los inversores en el mercado bursátil notaron la pesadumbre de los economistas y

mostraron su preocupación. Las rentabilidades de los dividendos a principios de 1947 estaban muy altas, al 5 por ciento, y los múltiplos del PER, que estaban alrededor de 12, se situaban muy por debajo de su media a largo plazo.

Resultó que la economía no se hundió en la depresión que muchos habían temido. Aunque hubo períodos de una ligera recesión, la economía creció a un ritmo bastante razonable en los años 50 y 60. El presidente Kennedy propuso una gran bajada de los impuestos a principios de los años 60, que se promulgó en 1964 después de su muerte. Con el estímulo del recorte de los impuestos y el aumento de los gastos gubernamentales por la guerra de Vietnam, la economía estaba fuerte, con altos niveles de empleo. La inflación no fue por lo general un problema hasta el final del periodo. Los inversores iban ganando confianza y, en 1968, el PER estaba por encima de 18 y la rentabilidad del índice S&P de acciones había caído al 3 por ciento. Esto creó condiciones realmente cómodas para los inversores en acciones ordinarias: sus dividendos iniciales eran altos; tanto los beneficios como los dividendos crecieron hasta niveles razonablemente fuertes del 6,5 al 7 por ciento; y las valoraciones mejoraron, aumentando aún más las ganancias de capital. El cuadro siguiente muestra los distintos componentes de las rentabilidades de las acciones y bonos para el periodo 1947-1968.

EVOLUCIÓN DE LAS RENTABILIDADES DE BONOS Y ACCIONES
(ENERO 1947-DICIEMBRE 1968)

Acciones	Rentabilidad inicial del dividendo	5,0
	Crecimiento en beneficios	6,6
	Cambio de valoración (aumento PER)	2,4
	Rentabilidad media anual	14,0
Bonos	Rentabilidad inicial	2,7
	Efecto del aumento de los tipos de interés	-0,9
	Rentabilidad media anual	1,8

Desgraciadamente, los inversores en bonos no tuvieron tan buenos resultados. Para empezar, las rentabilidades iniciales de los bonos fueron bajas en 1947. Así pues, los rendimientos estaban destinados a ser bajos incluso para los inversores que los mantuvieron hasta el vencimiento. Durante la Segunda Guerra Mundial, los Estados Unidos congelaron los tipos de interés de los bonos del gobierno a largo plazo de forma que no superasen el 2,5 por ciento. Esta política se implantó para que el gobierno pudiera financiar la guerra de forma barata con préstamos a bajo interés, y siguió así hasta 1951, cuando se permitió que los intereses subieran moderadamente. Por tanto, los bonistas sufrieron un doble revés durante dicho periodo. No sólo los tipos de interés estaban artificialmente bajos, sino que los inversores sufrieron pérdidas de capital cuando se permitió que los intereses subieran de nuevo. Así pues, los bonistas recibieron tasas nominales de rendimiento inferiores al 2 por ciento en ese tiempo y rentabilidades reales (después de la inflación) que eran negativas.

Época II.^a: La edad de la angustia

Desde finales de los años 60 hasta principios de los 80, la influencia principal en los mercados de valores fue la

fuerte e imprevista subida de la tasa de inflación. A mediados de los años 60 la inflación prácticamente no se notaba (crecía a una tasa aproximada del 1 por ciento). Sin embargo, al involucrarnos más en Vietnam a finales de los años 60, tuvimos la clásica y vieja inflación de «demanda»: demasiado dinero a la caza de pocos productos. Esto aumentó la tasa esencial de inflación hasta un 4 o un 4,5 por ciento.

Entonces la economía se vio hostigada por las sacudidas del petróleo y de los alimentos entre 1973 y 1974. Era un caso típico de la ley de Murphy: todo lo que podía ir mal fue mal. La OPEP planeó producir una escasez artificial de petróleo y la madre naturaleza provocó una escasez natural de alimentos debido a unas cosechas pobres de cereales en Norteamérica y desastrosas en la Unión Soviética y en el África subsahariana. Cuando hasta la captura peruana de anchoas desapareció misteriosamente (las anchoas son una fuente importante de proteínas), parece que el comentario de O'Toole saltó a escena. (Fue O'Toole quien sugirió que Murphy era un optimista.) Otra vez la tasa de inflación se aceleró. La tasa esencial alcanzó el nivel del 6,5 por ciento. Después, en 1978 y 1979, una combinación de errores de política económica (que condujeron a un exceso de demanda en determinados sectores) y otro aumento del precio del petróleo del 125 por ciento dieron un nuevo empuje a la tasa de inflación, arrastrando consigo a los costes salariales y, por tanto, a los costes laborales unitarios. A principios de los años 80, la tasa de inflación subió por encima del 10 por ciento, y existía el temor de que la economía estuviera fuera de control.

Finalmente, la Reserva Federal, bajo la dirección de su presidente en aquella época, Paul Volcker, tomó una decisión. La Fed inició una política monetaria muy severa diseñada para controlar la economía y matar al virus de la

inflación. Ésta empezó a disminuir, pero la economía casi murió. Sufrimos el mayor declive económico desde los años 30 y el desempleo aumentó bruscamente. A finales de 1981, la economía estadounidense no sólo sufría una inflación de dos cifras, sino que el desempleo también tenía esos niveles.

El siguiente cuadro muestra las repercusiones en los mercados financieros de la inflación e inestabilidad económica. Aunque los rendimientos nominales fueron escasos tanto para los accionistas como para los bonistas, las rentabilidades reales, después de descontar el 7,8 por ciento de la inflación, fueron realmente negativas. Por otra parte, activos como el oro y objetos coleccionables, así como las propiedades inmobiliarias, proporcionaron generosas rentabilidades de dos cifras.

**EVOLUCIÓN DE LAS RENTABILIDADES DE BONOS Y ACCIONES
(ENERO 1969-DICIEMBRE 1981)**

Acciones	Rentabilidad inicial del dividendo	3,1
	Crecimiento en beneficios	8,0
	Cambio de valoración (aumento PER)	-5,5
	Rentabilidad media anual	5,6
 Bonos	 Rentabilidad inicial	 5,9
	Efecto del aumento de los tipos de interés	2,1
	Rentabilidad media anual	3,8

Debido a que la inflación se produjo de forma imprevista y no se había incorporado una deducción a los precios de la mayoría de los activos en papel, los inversores en bonos obtuvieron unos resultados desastrosos. Por ejemplo, en 1968, los bonos a un plazo de treinta años ofrecían un rendimiento al vencimiento de aproximadamente el 6 por ciento, lo que proporcionaba una protección contra la inflación existente del 3 por ciento y un rendimiento real

previsto después de inflación del 3 por ciento. Desafortunadamente, la tasa de inflación real en el periodo desde 1969 hasta 1981 fue casi del 8 por ciento, borrando toda tasa de rendimiento positiva real. Ésta es la parte de buenas noticias de este triste relato. Las malas noticias eran que había pérdidas de capital. ¿Quién iba a querer comprar un bono que daba un rendimiento del 6 por ciento a finales de los años 70, cuando la tasa de inflación se encontraba ya en números con dos dígitos? ¡Nadie! Si había que vender los bonos, se vendían con pérdidas, de manera que el nuevo comprador podía conseguir un rendimiento en consonancia con la tasa de inflación más elevada. Los rendimientos subieron todavía más cuando se incrementaron las primas de riesgo en los bonos para tener en cuenta la volatilidad creciente. Para empeorar las cosas, el sistema impositivo dio a los inversores en bonos el golpe más cruel. A pesar de que en realidad éstos a menudo obtenían tasas de rendimiento negativas antes de impuestos, los cupones de los bonos de los que eran titulares fueron gravados con tipos normales del impuesto sobre la renta.

El fracaso de los bonos a la hora de ofrecer protección a los inversores contra el episodio de inflación *imprevista* apenas resulta sorprendente. El fiasco de las acciones era otra cosa. Puesto que las acciones representan títulos sobre activos en bienes reales que se supone que suben de valor a la vez que el nivel general de precios, los precios de las acciones, siguiendo esta lógica, también deberían haber subido. Es como la historia del niño que va por primera vez de visita a un museo de arte. Cuando le dijeron que un famoso cuadro abstracto se suponía que era un caballo, el niño preguntó juiciosamente: se supone que es un caballo, ¿por qué no es un caballo? Si las acciones ordinarias se

suponía que debían ser una protección contra la inflación, entonces ¿por qué no lo fueron?

Se han ofrecido muchas explicaciones relacionadas con el débil crecimiento de los dividendos y los beneficios que sencillamente no se sostienen después de un análisis cuidadoso. Una explicación normal era que la inflación había hecho que los beneficios de las sociedades mermasen drásticamente, sobre todo cuando las cifras presentadas se ajustaban por la inflación. Se pintaba ésta como una especie de bomba de neutrones financiera, que dejaba intacta la estructura de las empresas pero destruía el fluido vital de los beneficios. Muchos contemplaban el motor que movía el capitalismo como una maquinaria funcionando sin control, de manera que un paseo por Wall Street, aleatorio o no, podía ser extremadamente peligroso.

Sin embargo, el hecho es que no existían pruebas de que los auténticos beneficios se hubiesen estado «deslizando hacia abajo por un poste engrasado por la inflación cruel e inexorable», como creían algunos de la comunidad financiera a principios de los años 80. Como muestra el cuadro anterior, el crecimiento de los beneficios se aceleró en el periodo 1969-1981 y creció a un ritmo del 8 por ciento, bastante por delante de la inflación. Incluso los dividendos mantuvieron el tipo, subiendo casi al mismo nivel que la inflación.

Los entusiastas del cine puede que recuerden la maravillosa escena final de *Casablanca*. Humphrey Bogart está de pie junto al cuerpo de un comandante de la Luftwaffe, con una pistola humeante en la mano. Claude Rains, capitán de la policía colonial francesa, pasa la mirada de Bogart a la pistola humeante, al comandante muerto y por último a su ayudante, y le dice: «Han disparado al comandante Strasser. Detenga a los sospechosos habituales». Nosotros también hemos detenido

a los sospechosos habituales, pero todavía nos queda por averiguar quién disparó al mercado bursátil.

La razón principal de la bajada de los precios de las acciones en los años 70 fue que la evaluación de los beneficios por parte de los inversores (la cantidad de dólares que estaban dispuestos a pagar por cada dólar de dividendos y beneficios) descendió aproximadamente a la mitad. Las acciones dejaron de proporcionarles protección contra la inflación no porque los beneficios y los dividendos dejaran de crecer con la inflación, sino porque los múltiplos precio-beneficio se derrumbaron casi de forma literal en aquel periodo.

El múltiplo para el índice S&P quedó recortado casi dos tercios entre 1969 y 1981. Fue este descenso de los múltiplos lo que produjo los rendimientos tan extraordinariamente pobres a los inversores de los 70 y lo que evitó que los precios de las acciones reflejaran el progreso subyacente real en crecimiento de beneficios y de dividendos que realizaron la mayoría de las empresas. Algunos economistas financieros llegaron a la conclusión de que el mercado fue sencillamente irracional en los años 70 y principios de los 80: los múltiplos habían caído demasiado.

Por supuesto, es bastante posible que los inversores en acciones se volvieran unos pesimistas irracionales a principios de los 80, lo mismo que fueron optimistas de manera irracional a mediados de los 60. Pero aunque no creo que el mercado sea siempre perfectamente racional, forzado a escoger entre el mercado bursátil y los economistas, apostaría siempre por el mercado bursátil. Sospecho que los inversores en acciones no eran irracionales cuando causaron una caída pronunciada de los múltiplos precios-dividendos y beneficios: sencillamente, estaban asustados. A mediados de los 60, la inflación era

tan modesta que apenas se notaba, y los inversores estaban convencidos de que los economistas habían encontrado el remedio para las recesiones serias, que hasta se podía «afinar bien» para que desaparecieran las suaves desaceleraciones de la actividad. Nadie se habría imaginado en los 60 que la economía pudiese experimentar un desempleo con cifras de dos dígitos, ni una inflación de cifras de dos dígitos, y mucho menos que podrían aparecer ambas simultáneamente. Está claro que hemos aprendido que las condiciones económicas son mucho menos estables de lo que se pensaba. Los títulos valor (quizá debería decir los desvalorizados títulos) eran considerados, por tanto, de más riesgo y exigían una compensación por riesgo más alta⁴⁵.

El mercado proporciona primas por riesgo más elevadas mediante una bajada de los precios relativos de los beneficios y de los dividendos, lo que produce unos rendimientos mayores en el futuro, consecuentes con el nuevo entorno más arriesgado. Sin embargo, paradójicamente, los mismos ajustes que produjeron unos rendimientos muy pobres a finales de los años 60 y en los años 70 crearon unos niveles de precios muy atractivos a principios de los 80, como ya señalé en anteriores ediciones. No obstante, la experiencia pone en evidencia que si se quiere explicar la generación de rendimientos durante una década o un periodo más corto, el cambio en las relaciones de valoración desempeña un papel crítico. La tasa creciente de dividendos compensó la inflación entre 1969 y 1981, pero la caída de los múltiplos precio-dividendo, que en mi opinión reflejaba el aumento del riesgo percibido, es la que mató al mercado de valores.

Época III.^a: La edad de la exuberancia

Veamos ahora la tercera época, la edad de oro de las rentabilidades de activos financieros, que abarca desde 1982 hasta principios de 2000. Al comienzo del periodo, tanto los bonos como las acciones se habían ajustado completamente (es posible que se hubiesen ajustado en exceso) al entorno económico que había cambiado. Las acciones y los bonos se valoraban no sólo para proporcionar una protección adecuada contra la posible tasa de inflación, sino también para dar unas tasas reales de rendimiento de una generosidad fuera de lo corriente.

Efectivamente, a finales de 1981 el mercado de bonos se encontraba en desgracia. *The Bawl Street Journal*, en la edición anual de parodia de 1981, escribía: «Un bono es un instrumento de tipo fijo pensado para que baje de precio». En aquel momento, el rendimiento de los bonos de gran calidad de las sociedades se aproximaba al 13 por ciento. La tasa de inflación subyacente (medida en términos del crecimiento de los costes laborales unitarios) era en aquel momento del 8 por ciento. Por tanto, los bonos de sociedades proporcionaban una tasa real de rendimiento esperado en torno al 5 por ciento, una tasa de generosidad poco habitual dados los niveles históricos del pasado. (La tasa real de rendimiento a largo plazo de los bonos de sociedades era sólo del 2 por ciento.) Es cierto que los precios de los bonos se habían hecho volátiles y, por tanto, era razonable suponer que éstos debían ofrecer alguna prima de riesgo mayor que antes. Pero los inversores institucionales, que tienden al pánico y a la depresión, probablemente descontaron en exceso los riesgos de las inversiones en bonos. Como generales luchando en la última batalla, los inversores habían aborrecido tocar los bonos, ya que la experiencia en los últimos quince años había sido desastrosa. Por tanto, las condiciones iniciales

eran tales que los bonistas podían esperar muy buenos rendimientos en los años posteriores.

¿Y qué hay de las acciones? Como mencioné con anterioridad, es posible calcular la tasa de rendimiento prevista de las acciones añadiendo la rentabilidad por dividendos del índice al crecimiento anticipado de los dividendos por acción. Los cálculos que realicé durante 1981 sugerían una tasa total de rendimiento esperado de las acciones superior al 13 por ciento, muy por encima de la tasa esencial de inflación, y de nuevo era muy generosa según los niveles históricos.

Las acciones ordinarias también se vendían a unos desacostumbrados múltiplos bajos de beneficios depreciados cíclicamente, por debajo de la media de los múltiplos de precio-dividendo, y a unos precios que sólo representaban una fracción del valor de reposición de los activos subyacentes. No es de extrañar que viésemos tantas absorciones de sociedades en los años 80. Siempre que se puedan comprar los activos en el mercado bursátil a un coste inferior de lo que supondría su adquisición directa, existirá la tendencia a que las empresas compren las acciones de otras empresas, así como a volver a comprar sus propias acciones. Por tanto, sostenía que a principios de los años 80 se nos presentaba una situación de mercado en la que los activos en papel se habían ajustado, quizás en exceso, a la inflación y a la mayor incertidumbre asociada con ella. El siguiente cuadro muestra la evolución de la rentabilidad durante el periodo 1982-2000.

EVOLUCIÓN DE LAS RENTABILIDADES DE BONOS Y ACCIONES
(ENERO 1982-MARZO 2000)

Acciones	Rentabilidad inicial del dividendo	5,8
	Crecimiento en beneficios	6,8
	Cambio de valoración (aumento del PER)	5,7
	Rentabilidad media anual	<u>18,3</u>
Bonos	Rentabilidad inicial	13,0
	Efecto del aumento de los tipos de interés	0,6
	Rentabilidad media anual	<u>13,6</u>

Se trató realmente de una edad de exuberancia para los inversores, ya que tanto los bonos como las acciones produjeron rentabilidades increíblemente generosas. Aunque el crecimiento nominal en beneficios y dividendos no aumentó durante este periodo más que durante los decepcionantes años 70, dos factores contribuyeron a producir increíbles rentabilidades en el mercado de valores. En primer lugar, las rentabilidades iniciales de los dividendos de casi un 6 por ciento eran inusitadamente altas. En segundo lugar, el sentimiento del mercado fue de la desesperación a la euforia. Los múltiplos precio-beneficios en el mercado casi se cuadruplicaron desde 8 hasta casi 30, mientras que las rentabilidades de los dividendos cayeron hasta casi el 1 por ciento. Fue el cambio de valoración lo que llevó a los rendimientos de las acciones de inusitadamente buenos a increíblemente extraordinarios.

Igualmente, el rendimiento inicial del 13 por ciento en el mercado de bonos garantizaba que los inversores a largo plazo conseguirían rentabilidades de dos cifras. Como ya he mencionado, lo que ven los inversores a largo plazo es lo que obtienen. Además, los tipos de interés bajaron, aumentando más las rentabilidades. Y como la tasa de inflación se moderó en un 3 por ciento, los rendimientos

reales (rentabilidad después de la inflación) estaban muy por encima de la media a largo plazo. El periodo 1982-principios de 2000 fue un tiempo irrepetible para invertir en activos financieros. Mientras tanto, los activos duros como el petróleo y el oro produjeron rentabilidades negativas.

Época IV.^a: La edad del desencanto

A la edad de la exuberancia le siguió una de las peores décadas de las que hay constancia en el mercado de valores. El periodo se consideró generalmente como una «década perdida» o los «naughties». Fue una década que la mayoría de los inversores en bolsa preferirían olvidar. Tras la burbuja de Internet hubo un mercado bajista. Posteriormente en esa misma década otra burbuja y un crash sacudieron el mercado cuando la caída de los precios del mercado inmobiliario destruyó el valor de los complejos títulos garantizados con hipotecas que dependían de la subida del precio de la vivienda. Los inversores constataron una vez más que el mundo era un lugar muy peligroso. Las relaciones de valoración cambiaron consecuentemente.

EVOLUCIÓN DE LAS RENTABILIDADES DE BONOS Y ACCIONES
(ABRIL 2000-MARZO 2009)

Acciones	Rentabilidad inicial del dividendo	1,2
	Crecimiento en beneficios	5,8
	Cambio de valoración (aumento del PER)	-13,5
	Rentabilidad media anual	-6,5
 Bonos	 Rentabilidad inicial	 7,0
	Efecto del aumento de los tipos de interés	-0,6
	Rentabilidad media anual	6,4

El PER cayó y la rentabilidad de los dividendos subió. El inversor que había diversificado su cartera con bonos pudo mitigar el sufrimiento y que los bonos produjeron rendimientos positivos en esa década. La tabla anterior muestra la evolución de las rentabilidades en la edad del desencanto.

Los mercados entre 2009 y 2014

En el punto más bajo del mercado en 2009, el múltiplo precio-beneficios del índice S&P 500 había caído cíclicamente a unos beneficios 15 veces menores. La rentabilidad del dividendo había aumentado casi un 3 por ciento. Estos cambios en las relaciones de tasación crearon las condiciones para conseguir rentabilidades positivas de las acciones en los cinco años siguientes. Como los beneficios crecieron más del 10 por ciento, los precios subieron aún más, ayudados por la caída en la rentabilidad de los dividendos y el incremento de los múltiplos precio-beneficios. Los bonos también tuvieron un comportamiento bastante bueno. La rentabilidad de los bonos de Estados Unidos fue de entre el 3 y el 4 por ciento en 2009. A mediados de 2014, el bono a diez años del Tesoro estadounidense tenía una rentabilidad de un $2\frac{1}{2}$ por ciento aproximadamente. Es decir, los bonos ofrecieron una revalorización del capital cuando su rentabilidad cayó.

Arriesgando rentabilidades futuras

¿Qué sucederá de ahora en adelante? ¿Cómo podemos valorar los rendimientos de los activos financieros para los próximos años? Aunque sigo convencido de que nadie puede predecir los movimientos a corto plazo de los

mercados financieros, creo que es viable estimar el posible nivel de rentabilidades a largo plazo que los inversores pueden esperar de sus activos financieros. Y sería poco realista anunciar que las rentabilidades de dos cifras obtenidas durante el periodo 2009-2014 pueden esperarse en los próximos años.

¿Cuáles son entonces las expectativas razonables de rentabilidad a largo plazo? Podemos utilizar el mismo método que ya usé anteriormente. Ilustraré las proyecciones de rentabilidad a largo plazo a finales de 2014. El lector puede hacer cálculos similares utilizando la información adecuada para el momento de hacer la proyección.

Si miramos en primer lugar el mercado de bonos a finales de 2014, podemos hacernos una idea bastante buena de la rentabilidad que obtendrán los titulares a largo plazo. Los titulares de bonos de empresa de alta calidad ganarán aproximadamente un $4\frac{1}{2}$ por ciento si los bonos se conservan hasta su vencimiento. Los titulares de bonos del Tesoro hasta el vencimiento obtendrán un 2 por ciento. Suponiendo que la tasa de inflación no supere el 2 por ciento anual, tanto los bonos del Tesoro como los de empresas darán a los inversores un rendimiento positivo. Sin embargo estas rentabilidades son bastante más bajas de lo que han sido desde finales de los años 60. Además, si la inflación se acelera y suben los tipos de interés, los precios de los bonos caerán y los rendimientos serán aun menores. Resulta difícil imaginar que los inversores en bonos se den por satisfechos con las rentabilidades de 2014.

¿Qué clase de rentabilidad podemos esperar para las acciones ordinarias a finales de 2014? Podemos hacer cálculos razonables de al menos dos determinantes de las rentabilidades de las acciones ordinarias. Sabemos que la

rentabilidad del dividendo del índice S&P 500 fue aproximadamente el 1,9 por ciento en el año 2014. Supongamos que los rendimientos pueden crecer un 5 por ciento a largo plazo, una tasa en concordancia con los niveles históricos durante periodos de inflación controlada y similar a los cálculos hechos por las sociedades de valores de Wall Street a finales de 2014. Sumando la rentabilidad inicial y la tasa de crecimiento, obtenemos una rentabilidad total prevista para el S&P 500 de algo menos del 7 por ciento anual —algo superior a los rendimientos de los bonos pero por debajo de la media a largo plazo desde 1926, que ha sido casi de un 10 por ciento.

Por supuesto, los principales determinantes de la rentabilidad de las acciones a corto plazo serán los cambios en la forma de valorar las acciones en el mercado, es decir, los cambios en los múltiplos precio-beneficios.

Los inversores deben preguntarse, sin embargo, si los niveles de valoración del mercado a finales de 2014 se mantendrán. Los múltiplos precio-beneficios a finales de 2014 estaban sólo un poco más altos que su nivel histórico a largo plazo. La rentabilidad de los dividendos en el 1,9 por ciento era muy inferior al 4,5 por ciento histórico.

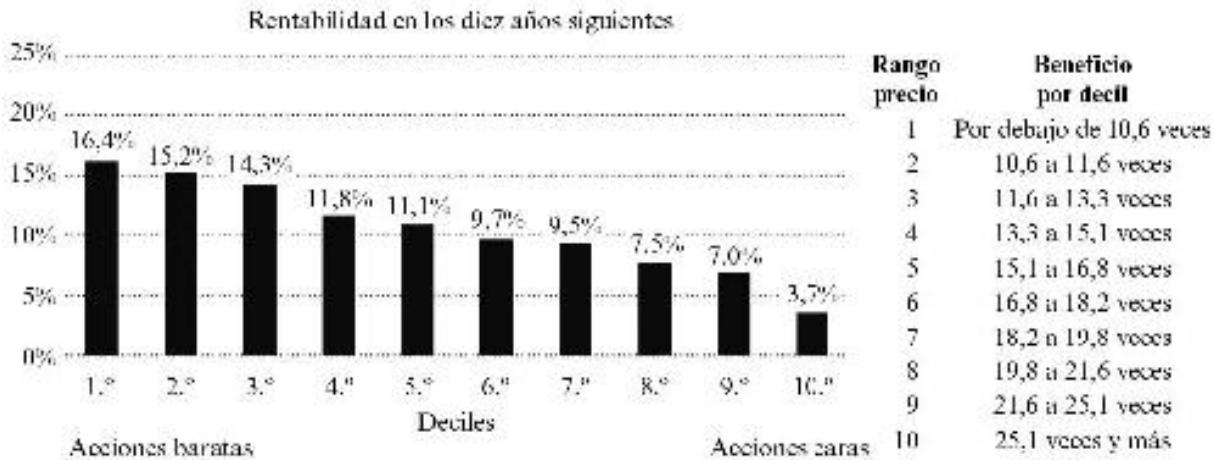
Ciertamente, los tipos de interés y la inflación fueron relativamente bajos en 2014. Cuando los tipos de interés (y la inflación) son bajos, se justifican los múltiplos precio-beneficios algo más altos y rentabilidades de dividendos inferiores. Sin embargo, no podemos dar por hecho que los tipos siempre estarán tan bajos y que la inflación será tan benigna.

Hay un modelo predecible en el mercado bursátil que también sirve para augurar rentabilidades modestas del mercado a largo plazo. Dependiendo del horizonte de previsión, se puede predecir hasta un 40 por ciento de la variabilidad de la rentabilidad futura del mercado

partiendo del múltiplo precio-beneficio inicial del mercado en su conjunto.

Una forma interesante de presentar el resultado es la del gráfico 39. Este gráfico se hizo midiendo la relación precio-beneficio del mercado amplio de Estados Unidos cada trimestre desde 1926 y calculando la rentabilidad del mercado cada diez años hasta 2014. Las observaciones se dividieron en deciles dependiendo del nivel inicial del múltiplo precio-beneficio. Por lo general, el gráfico muestra que los inversores han obtenido rentabilidades superiores del mercado bursátil cuando la relación precio-beneficio de la cartera era relativamente baja, y rentabilidades futuras más bajas cuando las acciones se adquirieron a múltiplos precio-beneficio superiores.

GRÁFICO 39
PROMEDIO DE RENTABILIDAD ANUAL COMPUUESTA TOTAL EN PERIODOS
DE DIEZ AÑOS PARA DECILES PRECIO-BENEFICIO HISTÓRICOS
DESDE 1926 HASTA AHORA



Fuente: The Leuthold Group.

Al medir el múltiplo precio-beneficios para el mercado, estos cálculos no utilizan los beneficios por acción reales, sino los beneficios ajustados cíclicamente. Por este motivo,

los múltiplos precio-beneficios se suelen denominar CAPE: múltiplos precio-beneficios ajustados cíclicamente. Los CAPE están disponibles en la página web de Robert Shiller y los beneficios se calculan como promedio de beneficios de los diez últimos años. (Se pueden obtener cálculos similares haciendo el promedio de beneficios de los últimos cinco años). El CAPE de Shiller en 2014 fue por término medio algo mayor de 25. Los CAPE sirven bastante bien para predecir rentabilidades con diez años de antelación y confirman las expectativas presentadas en este libro de rentabilidades modestas superiores al 10 por ciento para los próximos años. Pero si su periodo de inversión es de menos de una década, nadie puede predecir la rentabilidad con precisión.

Si su periodo de inversión es de una década o menos, nadie puede predecir las rentabilidades que va a recibir con ningún grado de exactitud.

Como paseante aleatorio por Wall Street, mantengo un cierto escepticismo de que alguien pueda predecir el curso de los movimientos de los precios de las acciones a corto plazo, y quizá nos vaya mejor por ello. Me viene a la memoria uno de mis episodios favoritos de la antigua y maravillosa serie radiofónica *I Love a Mistery*. El misterio giraba en torno a un inversor bursátil avaricioso que deseaba que se le permitiera, sólo una vez, ver el periódico, con los cambios de los precios de las acciones, con veinticuatro horas de antelación. Mediante algún ardid oculto, se le concedió su deseo, y al principio de la noche recibió la última edición del periódico del día siguiente. Trabajó febrilmente toda la noche planeando las compras de primera hora de la mañana y las ventas en el último momento de la sesión que le garantizarían hacer su agosto en el mercado. Luego, antes de que hubiese disminuido su júbilo, leyó el resto del periódico y se encontró con su

propia esquina. El criado lo halló muerto a la mañana siguiente.

Puesto que yo, afortunadamente, no tengo acceso a los periódicos aún no publicados, no puedo decir cuál será el comportamiento de los precios de las acciones y de los bonos en un momento determinado del futuro. No obstante, estoy convencido de que las estimaciones a largo plazo de los rendimientos de los bonos y de las acciones presentadas aquí son las más razonables que se pueden realizar para planificar las inversiones en el siglo XXI. La cuestión no es invertir con un espejo retrovisor que proyecte pasadas rentabilidades mayores del 10 por ciento en el futuro. Probablemente sigamos en un contexto de bajas rentabilidades durante algún tiempo.

[45](#) Los economistas a menudo ponen la proposición en términos de prima de riesgo, es decir, los rendimientos extra que pueden esperar de una inversión sobre los rendimientos totalmente pronosticables de las inversiones a corto plazo. Según este punto de vista, las primas de riesgo en los años 60 eran muy pequeñas, quizás del 1 o del 2 por ciento. A principios de los 80 las primas que exigían los inversores tanto para las acciones como para los bonos se ampliaron hasta un margen probablemente entre el 4 y el 6 por ciento, como mostraré más adelante.

Capítulo 14

Una guía de inversión siguiendo el ciclo vital

«Hay dos momentos en la vida de un hombre en que no debería especular: cuando no se lo puede permitir y cuando puede permitírselo.»

Mark Twain,

Viaje alrededor del mundo, siguiendo el Ecuador

La estrategia de inversión debe armonizar con el ciclo vital. Es de simple sentido común decir que una persona de 34 años y otra de 64 que ahorren para la jubilación es posible que utilicen prudentemente distintos instrumentos financieros para conseguir sus objetivos. Una persona de 34 años, que está empezando a entrar en los años de máximas ganancias de ingresos, puede utilizar el salario para cubrir cualquier pérdida de un riesgo aumentado. Por otra parte, una persona de 68 años que probablemente vaya a depender de los ingresos de sus inversiones para complementar su salario no puede permitirse perder dinero. El mismo instrumento financiero puede significar cosas distintas para personas diferentes dependiendo de su capacidad para asumir el riesgo.

Aunque es posible que la persona de 34 años y la de 68 inviertan en un certificado de depósito, el más joven lo hará porque su actitud es de aversión al riesgo, y el mayor, por su capacidad reducida de aceptar el riesgo. En el primer caso uno puede elegir más la cantidad de riesgo que quiere asumir, mientras que en el segundo no.

La decisión más importante de inversión que hará usted probablemente tenga relación con el equilibrio de las categorías de activos (acciones, bonos, bienes inmuebles, valores del mercado monetario, etc.) en cada época de su vida. Según Roger Ibbotson, que ha pasado toda una vida midiendo los rendimientos de distintas carteras, más del 90 por ciento del rendimiento total de un inversor viene determinado por los mercados en los que el inversor escoge invertir y por las proporciones. Menos del 10 por ciento del éxito de una inversión está determinado por las acciones en concreto o por los fondos de inversión que un individuo pueda seleccionar. En este capítulo le mostraré que, independientemente de la aversión que tenga al riesgo (cualquiera que sea su posición en la escala de comer bien y dormir bien), la edad, los ingresos del trabajo y las responsabilidades específicas que tenga en la vida contribuyen en gran medida a ayudarle a determinar la mezcla de activos de su cartera.

Cinco principios de distribución de activos

Antes de que podamos determinar una base racional para realizar decisiones de distribución de activos, se deben tener firmemente en mente ciertos principios. Hemos cubierto algunos de forma implícita en capítulos anteriores, pero tratarlos aquí de manera explícita debería resultar muy útil. Los principios clave son:

1. La historia nos muestra que el riesgo y el rendimiento están relacionados.
2. El riesgo de invertir en acciones ordinarias y en bonos depende del tiempo que se mantenga la inversión. Cuanto más amplio sea el periodo de inversión, menor la variación en la rentabilidad de los valores.

3. La media del coste del dinero es una técnica útil que puede reducir aún más el riesgo de la inversión en acciones y en bonos.
4. El reequilibrado puede reducir el riesgo y, en determinadas circunstancias, aumentar la rentabilidad de la inversión.
5. Debe distinguir entre su actitud hacia el riesgo y su capacidad de riesgo. Los riesgos que puede permitirse asumir dependen de su situación financiera total, incluyendo los tipos y las fuentes de sus ingresos con exclusión de los producidos por la inversión.

1. El riesgo y la recompensa están relacionados

A estas alturas está ya cansado de oír que las recompensas de la inversión sólo se pueden aumentar asumiendo un riesgo mayor. Pero no hay lección más importante en la gestión de inversiones. Esta ley de las finanzas se apoya literalmente en siglos de datos históricos. El cuadro de la página siguiente, que resume los datos presentados anteriormente, es tan bueno como cualquier otro para ilustrar esta cuestión.

Las acciones ordinarias han proporcionado claramente unas tasas de rendimiento a largo plazo muy generosas. Se estima que si George Washington hubiese apartado un dólar de su primer salario presidencial y lo hubiese invertido a la tasa de rendimiento que proporcionaban las acciones ordinarias, sus herederos habrían sido más de diez veces millonarios en 2014. Roger Ibbotson estima que las acciones han proporcionado una tasa compuesta de rendimiento del 8 por ciento anual desde 1790. (Como muestra el cuadro, los rendimientos han sido incluso más generosos desde 1926, cuando las acciones proporcionaban un 10 por ciento.) Pero este rendimiento se producía con

un riesgo sustancial para el inversor. Los rendimientos totales fueron negativos aproximadamente tres de cada diez años. Por tanto, cuando intente conseguir mayores rendimientos, no olvide nunca que «no existe un almuerzo gratis». Un riesgo mayor es el precio que se paga por conseguir unos rendimientos más generosos.

**RENDIMIENTOS TOTALES ANUALES PARA CLASES BÁSICAS
DE ACTIVOS, 1926-2013**

	<i>Rendimiento medio anual (%)</i>	<i>Índice de riesgo (volatilidad anual de los rendimientos) (%)</i>
Acciones de empresas pequeñas	12,3	32,3
Acciones de grandes empresas	10,1	20,2
Bonos del Estado a largo plazo	6,0	8,4
Letras del Tesoro USA	3,5	3,1

Fuente: Ibbotson Associates.

2. El riesgo real de la inversión en acciones y en bonos depende del tiempo que mantenga la inversión

El tiempo que mantenga su inversión, y por tanto «el poder de permanecer», tiene un papel crítico en el riesgo real que asume en cualquier decisión de inversión. Este factor importante es el que hace de la etapa del ciclo vital en el que se encuentre un elemento crítico para determinar la distribución de los activos. Veamos por qué la extensión del periodo de tenencia es tan importante para determinar su capacidad de riesgo.

Vimos en el cuadro anterior que los bonos del Estado a largo plazo en los últimos ochenta y tres años han proporcionado una tasa media de rendimiento anual del 6 por ciento. Sin embargo, el índice de riesgo mostraba que

en cualquiera de los años la tasa de rendimiento se podía desviar bastante de la media anual. En efecto, en muchos de estos años, la tasa de rendimiento para los titulares de bonos a largo plazo fue en realidad negativa. ¿Qué pasaría si le dijese que en la primera década del 2000 podría haber invertido en bonos al 5,25 por ciento a veinte años y que si promete mantenerlos durante exactamente veinte años ganará el 5,25 por ciento? Por supuesto, el obstáculo es que si se da cuenta de que tiene que vender el próximo año, la tasa de rendimiento puede ser del 20 por ciento, del 0 por ciento o hasta de una pérdida sustancial si los tipos de interés suben fuertemente y los precios de los bonos existentes bajan para ajustarse a los nuevos tipos de interés más elevados. Creo que puede ver por qué la edad y la probabilidad de que pueda mantener su programa de inversión no sólo afectan a los riesgos que puede asumir, sino que llegan a determinar la cantidad de riesgo derivado de un programa de inversión determinado.

¿Y qué hay sobre la inversión en acciones ordinarias? ¿Podría suceder que el riesgo de invertir en acciones también disminuya con la extensión de tiempo durante el cual se mantenga la inversión? La respuesta es sí. Una cantidad sustancial (aunque no toda) del riesgo de la inversión en acciones se puede eliminar adoptando un programa de propiedad a largo plazo de acciones y manteniéndolo contra viento y marea (la estrategia de comprar y mantener que hemos discutido en capítulos anteriores).

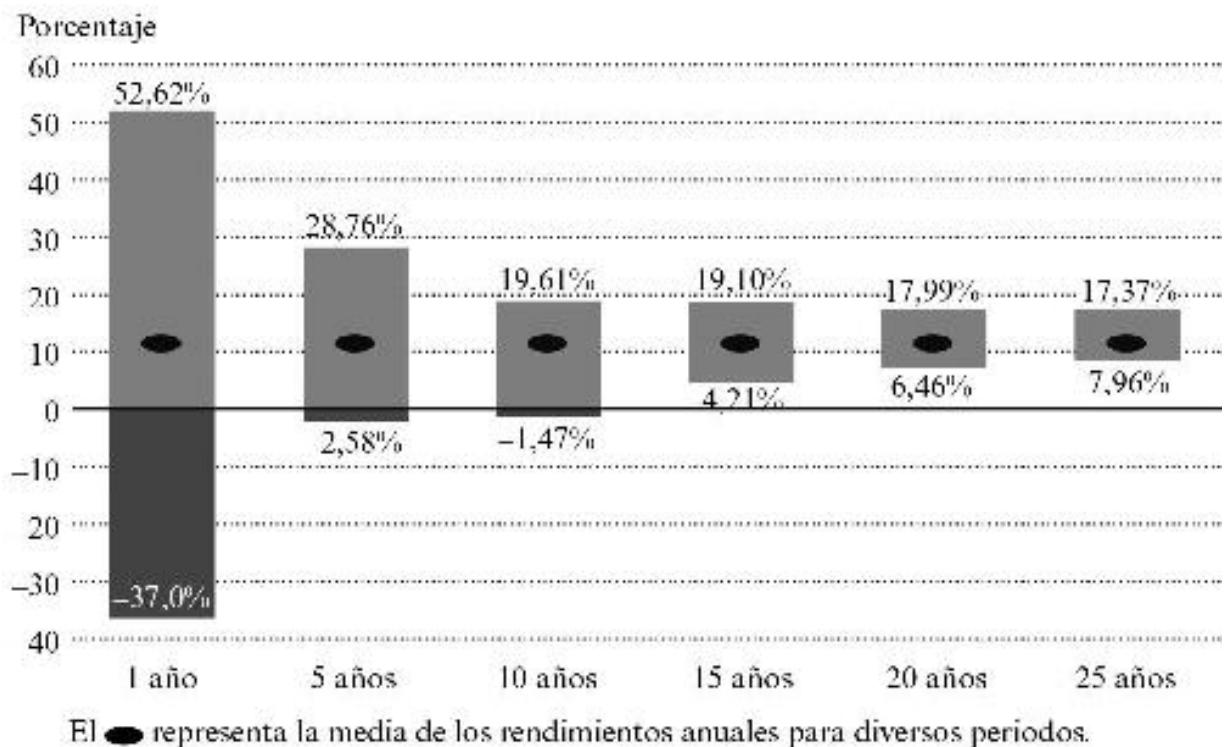
El gráfico 40 vale por mil palabras, de manera que puedo ser breve en la explicación. Fíjese que si hubiese tenido una cartera de valores diversificada (como el índice bursátil Standard & Poor 500) en el periodo comprendido entre 1950 y 2013, habría ganado, según la media, un rendimiento bastante generoso, en torno al 10 por ciento.

Pero la variedad de efectos es, sin lugar a dudas, demasiado amplia para un inversor que tiene problemas para dormir por la noche. En un año, la tasa de rendimiento de una cartera de valores típica era de más del 52 por ciento, mientras que en otro año era negativa en más del 37 por ciento. Es evidente que no se puede confiar en obtener una tasa de rendimiento adecuada cada año. La inversión adecuada es un título del Tesoro de los Estados Unidos a un año o un certificado de depósito a un año garantizado por el gobierno si tiene dinero para invertir sólo durante un año.

Pero fíjese cómo cambia el cuadro si puede mantener veinticinco años las inversiones en acciones ordinarias. Aunque existe cierta variabilidad en el rendimiento conseguido dependiendo del periodo exacto de veinticinco años en cuestión, la variabilidad es mínima.

Según la media, la inversión a veinticinco años cubierta en el gráfico ha producido una tasa de rendimiento ligeramente superior al 10 por ciento. Esta tasa esperada de rendimiento a largo plazo se reducía menos de tres puntos si por casualidad se invertía en el peor periodo de veinticinco años desde 1950. Es esta verdad fundamental la que hace que resulte importante una perspectiva de inversión según el ciclo vital. *Cuanto más extenso sea el periodo en el que puede mantener la inversión, mayor debería ser la participación de las acciones en su cartera de valores.* En general, se tiene una seguridad razonable de conseguir las tasas de rendimiento generosas que proporcionan las acciones sólo si pueden mantenerse durante periodos relativamente largos⁴⁶.

GRÁFICO 40
RANGO DE RENDIMIENTOS ANUALES SOBRE LAS ACCIONES ORDINARIAS
PARA DIVERSOS PERIODOS DE TIEMPO, 1950-2013



Si observamos los períodos de 20 o 30 años, las acciones salen ganando siempre, como se ve en la tabla siguiente. Estos datos refuerzan el consejo de que la gente joven debería tener una mayor parte de sus activos invertidos en acciones que la gente de más edad.

PROBABILIDAD DE QUE LAS ACCIONES SUPEREN A LOS BONOS
(PORCENTAJE DE PERIODOS DESDE 1802 EN LOS QUE LA RENTABILIDAD
DE LAS ACCIONES SUPERÓ LA DE LOS BONOS)

<i>Periodo de inversión</i>	<i>Porcentaje de periodos en los que las acciones han superado a los bonos</i>
1 año	60,2
2 años	64,7
5 años	69,5
10 años	79,7
20 años	91,3
30 años	99,4

No pretendo sostener que las acciones no presenten riesgos a largo plazo. Realmente la variabilidad del valor final de la cartera aumenta cuanto más tiempo conserve sus acciones. Sabemos que los inversores han pasado por décadas en las que las acciones ordinarias han producido rentabilidades generales próximas a cero. Pero aquellos inversores que han conservado sus acciones durante más de 25 años, y especialmente los que reinvierten sus dividendos e incluso incrementan su cartera con la compra por cantidades iguales de dinero, las acciones ordinarias probablemente les den rentabilidades mayores que las de los bonos seguros e incluso que las aún más seguras cuentas de ahorro garantizadas por el gobierno.

Finalmente, quizás el motivo más importante para que los inversores se hagan más conservadores con la edad es que tienen menos años de trabajo por delante. Es decir, no pueden contar con los ingresos del sueldo para mantenerse si el mercado tuviera un periodo de rentabilidades negativas. Un vuelco en el mercado bursátil podría afectar directamente a su nivel de vida, y los rendimientos uniformes —aunque inferiores— de los bonos representan

la postura inversora más prudente. Por tanto, las acciones deberían constituir una proporción menor de sus activos.

3. La compra en cantidades iguales de dinero puede rebajar los riesgos de invertir en acciones y en bonos

Si, como la mayoría de la gente, va a desarrollar su cartera de inversión poco a poco a lo largo del tiempo con la acumulación de los ahorros anuales, podrá aprovecharse de «la compra por cantidades iguales de dinero» («dollar-cost averaging»). Esta técnica es controvertida, pero le ayuda a evitar el riesgo de poner todo el dinero en el mercado de acciones o de bonos en el momento equivocado.

No se alarme por su curioso nombre. La compra por cantidades iguales de dinero significa sencillamente invertir la misma cantidad de dinero, por ejemplo, en acciones de un fondo de inversión a intervalos regulares (por ejemplo, cada mes o cada trimestre) en un periodo largo. Las inversiones periódicas de cantidades iguales de dinero en acciones ordinarias pueden reducir sustancialmente (aunque no evitar) los riesgos de la inversión en acciones, asegurando que toda la cartera de acciones no se compra a precios que están temporalmente por encima de su valor.

La tabla siguiente supone que cada año se invierten 1.000 dólares. En el primer caso, el mercado cae inmediatamente después de empezar el programa de inversión, después sube bruscamente y finalmente vuelve a caer terminando en el quinto año exactamente igual que como empezó. En el segundo caso, el mercado sube continuamente y termina un 40 por ciento más alto. Aunque en ambos casos se invirtieron exactamente 5.000 dólares, el inversor en el mercado volátil termina con

6.048, una bonita rentabilidad de 1.048 dólares, aunque la bolsa terminara exactamente igual que cuando empezó. En el caso en el que el mercado subió constantemente cada año y terminó un 40 por ciento por encima de su nivel inicial, el inversor sólo obtiene 5.915 dólares al final.

COMPRA POR CANTIDADES IGUALES DE DINERO

Año	Mercado plano volátil			Mercado alcista		
	Cantidad invertida (\$)	Precio del Fondo Índice	Número de acciones compradas	Cantidad invertida	Precio del Fondo Índice	Número de acciones compradas
1	1.000	100	10	1.000	100	10
2	1.000	60	16,67	1.000	110	9,09
3	1.000	60	16,67	1.000	120	8,33
4	1.000	140	7,14	1.000	130	7,69
5	1.000	100	10	1.000	140	7,14
Cantidad invertida	5.000			5.000		
Total acciones compradas			60,48			42,25
Coste medio de las acciones compradas	82,67 (5.000/60,48)			118,34 (5.000/42,25)		
Valor final	6.048 (60,48 x 100)			5.915 (42,25 x 140)		

Warren Buffet explica con lucidez este principio de inversión. En uno de sus artículos dice:

Unas preguntas rápidas: Si piensa comer hamburguesas toda su vida y no se dedica a la cría de ganado, ¿preferiría que el precio de la ternera subiera o bajara? Asimismo, si se va a comprar un coche de vez en cuando pero no es fabricante de automóviles, ¿preferiría que los precios fueran más caros o más baratos? Estas preguntas, por supuesto, se responden por sí solas.

Ahora el examen final: Si espera ahorrar durante los próximos cinco años, ¿preferiría que la bolsa subiera o bajara en ese periodo? Muchos inversores contestan mal. Aunque vayan a comprar acciones durante muchos años, se regocijan cuando los precios de las acciones suben y se deprimen cuando estos bajan. En efecto, se alegran de que los precios de las «hamburguesas» que van a comprar suban. Esta reacción no tiene ningún sentido. Sólo los que van a vender valores en un futuro próximo deberían alegrarse de que

las acciones subieran. Los posibles compradores deberían preferir con mucho los precios en caída.

No crea que la compra en cantidades constantes va a resolver todos sus problemas de inversión en acciones ordinarias. No puede protegerlo contra la pérdida de valor de su plan de pensiones en un año como 2008, porque ningún plan puede protegerlo cuando los mercados de acciones están bajando. Y una característica crítica del plan es que usted tiene tanto el dinero como el coraje de seguir invirtiendo en mercados bajistas con la regularidad con que lo hace en períodos mejores. No importa lo pesimista que sea usted y no importa lo malas que sean las noticias financieras y las del mundo; usted no debe interrumpir el plan, o perderá el beneficio importante de asegurar que compra por lo menos parte de las acciones después de una bajada fuerte del mercado. Una de las posibles desventajas del sistema de promedio del coste del dinero es que el precio medio por acción será menor que el precio medio al que compró las acciones. La razón es que comprará más acciones a precios bajos y menos a precios altos.

Algunos asesores no son partidarios del sistema de promedio del coste del dinero porque no es una estrategia óptima si el mercado sube todo el tiempo (habría sido mejor colocar los 5.000 dólares desde el principio del período). Pero es un seguro razonable contra un mal comportamiento de la bolsa en el futuro. Y le evita tener que arrepentirse de haber puesto todo su dinero en la bolsa durante períodos de auge como marzo de 2000 u octubre de 2007. Para ilustrar mejor las ventajas de promediar el coste del dinero, pasemos a un ejemplo real. El cuadro siguiente muestra los resultados (prescindiendo de los impuestos) de una inversión inicial de 500 dólares realizada el 1 de enero de 1978, y desde ese momento de 100 dólares cada mes en acciones del fondo de inversión Vanguard 500.

Se dedicaron menos de 44.000 dólares. El valor final fue de más de 480.000 dólares.

Por supuesto, nadie puede estar seguro de que los próximos cuarenta años proporcionarán los mismos rendimientos que los anteriores. Por tanto, el cuadro ilustra las tremendas ganancias potenciales posibles si se sigue de forma consistente un programa de compra por cantidades constantes incluso en un periodo en el que haya un entorno negativo para la inversión en acciones de crecimiento. Sin embargo, como existe una tendencia al alza en los precios de las acciones ordinarias a largo plazo, esta técnica no es necesariamente apropiada si quiere invertir una suma abultada, tal como un legado.

Si es posible, mantenga una pequeña reserva (en fondos del mercado monetario) para aprovecharse de las bajadas del mercado y comprar unas cuantas acciones más si éste desciende mucho. No estoy sugiriendo ni por un momento que intente realizar predicciones sobre el mercado. Sin embargo, suele ser un buen momento para comprar después de que el mercado se ha desplomado. Lo mismo que la esperanza y la avaricia se pueden alimentar a sí mismas para producir burbujas especulativas, de la misma forma reaccionan el pesimismo y la desesperación para producir situaciones de pánico en el mercado. Las situaciones de pánico más grandes del mercado son tan infundadas como las explosiones especulativas más patológicas. Para el mercado en su conjunto (no para las acciones individuales), la ley de Newton ha funcionado al revés: lo que baja siempre tiene que subir otra vez.

**EJEMPLO DE LA COMPRA POR CANTIDADES CONSTANTES
CON EL VANGUARD 500 INDEX FUND**

<i>Año acabado el 31 de diciembre</i>	<i>Coste total de la inversión acumulada</i>	<i>Valor total de las acciones adquiridas</i>
1978	1.600\$	1.6695
1979	2.800	3.274
1980	4.000	5.755
1981	5.200	6.630
1982	6.400	9.487
1983	7.600	12.783
1984	8.800	14.864
1985	10.000	20.905
1986	11.200	25.935
1987	12.400	28.222
1988	13.600	34.080
1989	14.800	46.127
1990	16.000	45.804
1991	17.200	61.010
1992	18.400	66.818
1993	19.600	74.688
1994	20.800	76.780
1995	22.000	106.945
1996	23.200	132.768
1997	24.400	178.219
1998	25.600	230.621
1999	26.800	280.567
2000	28.000	256.274
2001	29.200	226.624
2002	30.400	177.505
2003	31.600	229.526
2004	32.800	255.481
2005	34.000	268.935
2006	35.200	312.320
2007	36.400	330.353
2008	37.600	208.942
2009	38.800	265.758
2010	40.000	306.758
2011	41.200	313.984
2012	42.400	364.935
2013	43.600	483.747

4. El reequilibrado puede reducir el riesgo y, en determinadas circunstancias, aumentar la rentabilidad de la inversión

Una técnica de inversión muy sencilla denominada reequilibrado puede reducir el riesgo de las inversiones y, en determinadas circunstancias, incluso aumentar la rentabilidad de la inversión. La técnica consiste en devolver la proporción de activos invertidos en diferentes clases de valores (p. ej., acciones y bonos) a las proporciones adecuadas para su edad y su actitud y capacidad para soportar el riesgo. Imagine que decide que su cartera debería estar formada por un 60 por ciento de acciones y un 40 por ciento de bonos y que al principio de su programa de inversiones dividió los fondos en esas proporciones entre esos dos tipos de activos. Transcurrido un año se dio cuenta de que las acciones habían subido mucho, mientras que el precio de los bonos había caído, de forma que la cartera era ahora del 70 por ciento en acciones y del 30 por ciento en bonos. Un proporción 70-30 parecía entonces más arriesgada que la más adecuada para su tolerancia al riesgo. La técnica de reequilibrado sugiere la venta de algunas acciones (o fondos de inversión) y la compra de bonos para volver a la proporción 60-40.

La siguiente tabla muestra los resultados de una estrategia de reequilibrado en un periodo de veinte años que terminó en diciembre de 2013. Cada año (no más de una vez al año) la proporción de activos se devuelve a la asignación inicial de 60-40. Las inversiones se hicieron en fondos de índice de bajo coste. La tabla muestra que la volatilidad del valor de mercado de la cartera se redujo considerablemente con la estrategia de reequilibrado. Además, el reequilibrado mejoró la tasa anual de rentabilidad de la cartera. Sin reequilibrado, la cartera

produjo un 8,76 por ciento en ese periodo. El reequilibrado mejoró la tasa anual de rentabilidad hasta el 10,07 por ciento con menos volatilidad.

LA IMPORTANCIA DEL REEQUILIBRADO, ENERO 1996-DICIEMBRE 2009

Durante este periodo, una cartera reequilibrada anualmente tuvo menor volatilidad y mayor rendimiento

	Rendimiento medio anual	Riesgo (volati- lidad)*
60% Russell 3000/40% Barclays agregado de bonos con reequilibrado anual†	8,41	11,55
60% Russell 3000/40% Barclays agregado de bonos sin reequilibrado anual†	8,14	13,26

* Desviación estándar del rendimiento.

† Acciones representadas por el fondo de inversión Russell 3.000 Total Stock Market Fund. Bonos representados por el fondo de inversión en bonos Barclays Aggregate Total Bond Market Fund. (No se han tenido en cuenta los impuestos.)

¿Qué clase de alquimia permitió al inversor que siguió una estrategia de reequilibrado al final de cada año aumentar su tasa de rendimiento? Piense en lo que ocurría en la bolsa en esos diez años. A finales de 1999, la bolsa había experimentado una burbuja sin precedentes y el valor de las acciones se disparó. El inversor que reequilibró no tenía ni idea de que el tope del mercado estaba cerca, pero vio que la proporción de acciones de la cartera había subido muy por encima de su objetivo del 60 por ciento. Vendió bastantes acciones (y compró suficientes bonos) para restaurar la proporción original. Después, a finales de 2002, justo en lo más bajo del mercado bajista para las acciones (y después de un fuerte mercado positivo para los bonos), se dio cuenta de que la proporción de acciones estaba muy por debajo del 60 por ciento y la proporción de bonos estaba muy por encima del 40 por ciento y reequilibró con acciones. Nuevamente, a finales de 2008,

cuando las acciones se habían hundido y los bonos estaban altos, vendió bonos y compró acciones. A todos nos gustaría tener un geniecillo que nos dijera con fiabilidad que «compráramos bajo y vendiéramos alto». El reequilibrado sistemático es lo más parecido que tenemos a ese geniecillo.

5. La diferencia entre su actitud hacia el riesgo y su capacidad para asumirlo

Como ya he mencionado al principio del capítulo, los tipos de inversiones que son adecuadas para usted dependen de manera importante de sus otras fuentes de ingresos que no sean los derivados de su cartera de inversión. La capacidad de obtener ganancias aparte de las inversiones y, por tanto, la capacidad de riesgo suelen estar relacionadas con la edad. Tres ejemplos le ayudarán a entender este concepto.

Mildred G. es una viuda reciente de sesenta y cuatro años. Se ha visto forzada a dejar su trabajo de enfermera diplomada debido a una fuerte artritis progresiva. Su modesta casa en Homewood, Illinois, todavía está hipotecada. Aunque la hipoteca a tipo fijo se hizo hace tiempo a un tipo relativamente bajo, supone unos pagos mensuales sustanciales. Aparte de los pagos mensuales de la seguridad social, todo lo que Mildred tiene para vivir son los beneficios de una póliza de seguro colectiva de 250.000 dólares de la que es beneficiaria y una cartera de 50.000 dólares de acciones de crecimiento pequeño que su difunto marido acumuló durante bastantes años.

Está claro que la capacidad de Mildred de soportar el riesgo está seriamente limitada por su situación financiera. No tiene ni la esperanza de vida ni la fuerza física necesarias para obtener ingresos aparte de la cartera.

Además, tiene unos gastos fijos sustanciales de la hipoteca. No tendría posibilidad de recuperar una pérdida de la cartera. Una cartera de inversiones seguras que puedan generar unos ingresos sustanciales es lo que resulta adecuado para Mildred. Los bonos y las acciones que reparten dividendos elevados de las empresas relativamente seguras son el tipo de inversiones adecuadas. Las acciones arriesgadas (que con frecuencia no reparten dividendos) de las empresas pequeñas de crecimiento, a pesar de lo atractivos que puedan ser sus precios, no tienen cabida en la cartera de Mildred.

Tiffany B. es una soltera ambiciosa de veintiséis años que acaba de obtener un MBA en la Stanford Graduate School of Business y ha entrado en un curso de formación en el Bank of America. Acaba de heredar 50.000 dólares de las propiedades de su abuela. Su objetivo es hacerse con una cartera de un tamaño considerable que en unos años pueda permitirle financiar la adquisición de una casa y de la que pueda disponer como reserva para la jubilación.

A Tiffany se le puede recomendar de forma segura la cartera de «una mujer de negocios joven y emprendedora». Posee tanto la expectativa de vida como el poder de ingresos necesarios para mantener su nivel de vida ante cualquier pérdida financiera. Aunque su personalidad determinará la cantidad exacta de riesgo que está dispuesta a asumir, está claro que la cartera de Tiffany se encuentra hacia el extremo final de la gama de la relación riesgo-recompensa. La cartera de Mildred de acciones pequeñas de crecimiento sería mucho más adecuada para Tiffany que para una viuda de sesenta y cuatro años incapaz de trabajar.

En la novena edición de este libro presenté el caso de Carl P., de cuarenta y tres años, capataz en la planta de producción de Pontiac (Michigan) de la General Motors,

que ganaba más de 70.000 dólares anuales. Su esposa, Joan, tenía unos ingresos anuales de 12.500 dólares de la venta de productos Avon. La familia P. tenía cuatro hijos en edades comprendidas entre los seis y los quince años. Carl y Joan querían que todos sus hijos fuesen a la universidad. Se daban cuenta de que las universidades privadas probablemente estaban fuera de su alcance, pero esperaban darles una educación en la excelente universidad estatal de Michigan. Por fortuna, Carl llevaba ahorrando dinero un tiempo de forma regular mediante el plan de ahorro de nóminas de la GM, y ha escogido la opción de comprar acciones de GM mediante este plan. Había acumulado acciones de la GM por un valor de 219.000 dólares. No tenía otros activos, pero poseía el patrimonio de una modesta casa a la que sólo le quedaba liquidar una pequeña cantidad de la hipoteca.

Decía entonces que Carl y Joan tenían una cartera muy poco adecuada. Tanto sus ingresos como sus inversiones dependían de cómo fuera GM. Un acontecimiento negativo que provocase una pérdida fuerte de las acciones ordinarias de la GM afectaría directamente a su valor y al sustento de Carl. En efecto, la historia acabó mal. General Motors se declaró en quiebra en 2009. Carl se quedó sin trabajo y sin cartera de inversión. Éste no es un ejemplo aislado. Recuerde la desagradable lección que aprendieron los empleados de Enron que no sólo perdieron sus trabajos sino todos sus ahorros en acciones de la empresa cuando ésta quebró. No asuma nunca los mismos riesgos con su cartera que dependa de su principal fuente de ingresos.

Tres consejos para ajustar la guía de inversión siguiendo el ciclo vital

Una vez establecido el escenario, las siguientes secciones presentan una guía de inversión que sigue el ciclo vital. Veremos unas reglas que serán útiles para la mayoría de los individuos en distintas etapas de la vida y al final de la sección las resumiré en una guía de inversión. Por supuesto, ninguna guía se adecuará a cada caso individual. Cada plan requerirá ciertas alteraciones para adecuarse a las circunstancias individuales. Esta sección se centra en tres consejos que le ayudarán a ajustar un plan de inversión a su situación particular.

1. Necesidades específicas requieren activos específicos exclusivos

Siempre debe recordarlo: una necesidad específica debe estar dotada de unos activos específicos dedicados a esa necesidad. Suponga, por ejemplo, que estamos planeando la estrategia de inversión de una pareja joven de veintitantos años que intentan construirse una reserva para la jubilación. El consejo del cuadro de la guía de inversión según el ciclo vital, que viene a continuación, es ciertamente adecuado para satisfacer los objetivos a largo plazo. Pero suponga también que la pareja espera necesitar en un año 30.000 dólares de entrada para la compra de una casa. Esos 30.000 dólares para satisfacer una necesidad específica se deberían invertir en un valor seguro, que venza cuando sea necesario el dinero, como un certificado de depósito a un año (CD). De manera similar, si se necesitan clases en la universidad en tres, cuatro, cinco o seis años, se deben invertir en valores cupón cero del plazo de vencimiento adecuado o en certificados de depósito diferentes.

2. Reconozca su tolerancia al riesgo

El mayor ajuste individual con diferencia que ha de realizarse en cuanto a las líneas generales sugeridas es el concerniente a la actitud que se mantenga ante el riesgo. A esta razón se debe que la planificación financiera acertada sea más un arte que una ciencia. Las guías generales pueden ser de gran ayuda para determinar la proporción de los fondos de una persona que se deberían desplegar entre las distintas categorías de activos. Pero la clave para saber si la asignación recomendada de un activo funciona para usted es si es capaz de dormir por la noche. La tolerancia del riesgo es un aspecto fundamental de cualquier plan financiero, y sólo usted puede evaluar su actitud hacia él. Puede sentirse algo más cómodo con el hecho de que el riesgo que entraña la inversión en acciones ordinarias y en bonos a largo plazo se reduce cuanto más extenso sea el periodo en el que acumula y mantiene las inversiones. Pero debe tener disposición para aceptar las fluctuaciones de un año para otro del valor de su cartera. ¿Cómo se sintió cuando el mercado cayó casi un 50 por ciento en 2008? Si le entró pánico y se encontró físicamente enfermo por la gran proporción de activos invertidos en acciones ordinarias, entonces debería reducir sin duda la proporción de acciones de su plan de inversión. Por tanto, las consideraciones objetivas desempeñan también un papel importante en la asignación de los activos que usted puede aceptar, y tiene todo el derecho a desviarse de las que aquí se recomiendan dependiendo de su aversión al riesgo.

3. El ahorro constante en cantidades regulares, aunque sean pequeñas, merece la pena

Un último apunte antes de presentar la guía de asignación de activos. ¿Qué haría usted si justo en este momento no tuviese activos para asignar? Muchas

personas de medios limitados creen que es imposible construirse una reserva de tamaño aceptable. La acumulación de cantidades significativas de ahorros para la jubilación suele parecer completamente fuera del alcance. No desespere. El hecho es que un programa de ahorro regular semanal (seguido con persistencia, como mediante un plan de nóminas) puede producir con el tiempo sumas sustanciales de dinero. ¿Puede permitirse apartar 23 dólares a la semana? ¿Y 11,50 dólares a la semana? Si puede, entonces es posible acumular fácilmente con el tiempo un fondo amplio de jubilación, si tiene por delante muchos años de trabajo.

El cuadro de la página siguiente muestra los resultados de un programa de ahorros regular de 100 dólares al mes. Se supone un tipo de interés conservador del 8 por ciento como tasa de inversión. La última columna muestra los valores totales que se acumularán en distintos períodos⁴⁷. Está claro que los ahorros regulares hasta de cantidades de dinero moderadas hacen completamente posible conseguir sumas significativas de dinero para aquellos que comienzan sin ningún tipo de ahorros. Si usted puede poner unos miles en el fondo de ahorro para empezar, la suma final se verá aumentada de forma significativa.

Si sólo es capaz de ahorrar 50 dólares al mes (un poco más de 11,50 dólares a la semana), divida por la mitad los números del cuadro; si puede ahorrar 200 dólares al mes, duplique los números. Necesitará seleccionar un fondo de inversión que no pague comisiones para acumular su reserva, ya que las inversiones directas de sumas pequeñas de dinero serían prohibitivamente caras. También los fondos de inversión permiten la inmediata reinversión del interés, o de los dividendos y de las ganancias de capital, como se supone en el cuadro. Por último, asegúrese de comprobar si su empresa tiene un plan de ahorros

simultáneo. Obviamente, si ahorrando mediante un plan de ahorros por nómina patrocinado por la empresa usted puede unir sus ahorros a las aportaciones de la empresa y consigue también deducir impuestos, sus ahorros crecerán mucho más rápido.

CÓMO SE CONSTRUYEN LOS FONDOS DE JUBILACIÓN: QUÉ OCURRE CON UNA INVERSIÓN DE 100 DÓLARES AL MES QUE OBTIENE UNA RENTABILIDAD DEL 7 POR CIENTO COMPUESTA MENSUALMENTE

Año	Inversión acumulada	Renta anual	Renta acumulada	VALOR TOTAL
1	1.200	46	46	1.246
2	2.400	137	183	2.583
3	3.600	233	416	4.016
4	4.800	337	753	5.553
5	6.000	448	1.201	7.201
10	12.000	1.136	5.409	17.409
20	24.000	3.496	28.397	52.397
30	36.000	8.235	86.709	122.709

Guía de inversión según el ciclo vital

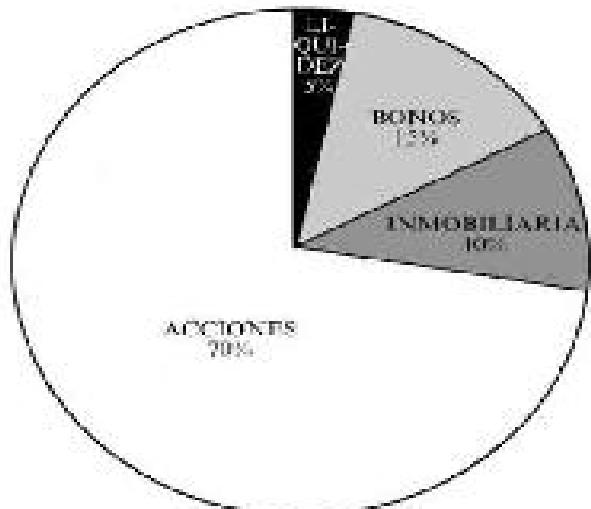
Los gráficos 41 y 42 presentan un resumen de la guía de inversión siguiendo el ciclo vital. En el Talmud, el rabino Isaac dijo que uno siempre debe dividir sus riquezas en tres partes: un tercio en tierras, un tercio en mercancías (negocios) y otro disponible (líquido). Esta distribución de activos es bastante razonable, pero podemos mejorarla porque disponemos de herramientas más refinadas y un mayor conocimiento de las circunstancias que hacen apropiadas diferentes distribuciones para personas distintas. Las ideas generales en las que se apoyan las recomendaciones se han explicado en detalle anteriormente. Para los que tienen veintitantes años se

recomienda una cartera de inversión muy agresiva. A esta edad hay un montón de tiempo para salir de los picos y los valles de los ciclos de inversión y se tiene por delante toda una vida de salario. La cartera no sólo cuenta con una gran cantidad de acciones ordinarias, sino que también contiene una proporción sustancial de acciones internacionales, incluidas acciones de alto riesgo de mercados emergentes. Como mencioné en el capítulo 8, una ventaja importante de la diversificación internacional es la reducción del riesgo. Además, la diversificación internacional permite al inversor tener una exposición mayor a otras áreas de crecimiento del mundo incluso si los mercados están cada vez más correlacionados.

A medida que avanza la edad de los inversores, deberían reducir las inversiones de más riesgo y empezar a aumentar la proporción de la cartera dedicada a los bonos y sustitutos de bonos, tales como acciones de crecimiento y acciones que pagan dividendos generosos, como las REIT. A los cincuenta y cinco años de edad, los inversores deberían comenzar a pensar en la transición hacia la jubilación y cambiar la cartera hacia la producción de una renta. La proporción de bonos y sustitutos de bonos aumenta y la cartera de acciones se hace más conservadora, de producción de ingresos y con una menor orientación al crecimiento. En la jubilación se recomienda una cartera compuesta principalmente por una diversidad de bonos y sustitutos de bonos a plazo intermedio. Una regla general de sentido común que será útil para muchos inversores es hacer que la proporción de bonos de la cartera iguale casi a la edad que se tenga. Sin embargo, incluso cuando uno se acerca a los setenta, sugiero que un 40 por ciento de la cartera se dedica a las acciones ordinarias y el 15 por ciento a los fondos de inversión inmobiliaria (REIT) para proporcionar cierto crecimiento

en los ingresos que combata la inflación. Efectivamente, puesto que la esperanza de vida ha aumentado significativamente desde que presenté por primera vez estas asignaciones en los años 80, he aumentado la proporción de acciones como corresponde.

GRÁFICO 41
GUÍA DE INVERSIÓN SEGÚN EL CICLO VITAL RECOMENDADA. DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS O AHORROS



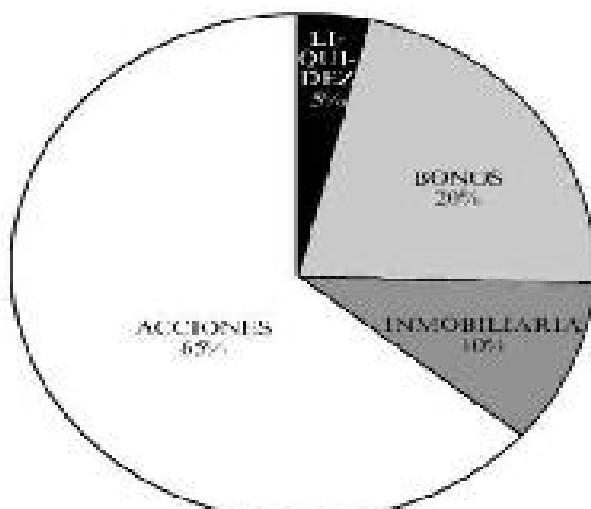
Edad: en torno a veinticinco años.

Estilo de vida: rápido, emprendedor. Con un flujo constante de ingresos, la capacidad para el riesgo es bastante alta. Necesita una disciplina de ahorro en la nómina para construir una reserva.

- LIQUIDEZ (5%): fondos del mercado monetario o fondos de bancos a corto plazo (vencimiento medio de 1 año a 1 año y medio).
- BONOS Y SUSTITUTOS DE BONOS* (15%): bonos del Tesoro cupón cero, fondos sin comisiones GNMA o fondos de bonos de grado elevado sin comisiones, valores del Tesoro con protección contra la inflación, bonos extranjeros, acciones de crecimiento.
- ACCIONES (70%): la mitad en acciones con buena representación de empresas pequeñas; la mitad en acciones internacionales, incluidos mercados emergentes.
- INMOBILIARIA (10%): cartera de REIT o fondo inmobiliario.

Edad: de treinta y muchos a cuarenta y pocos años.

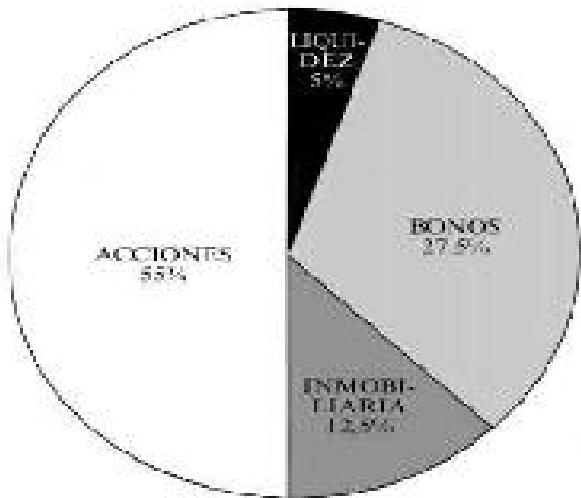
Estilo de vida: crisis de la mitad de la vida. Para las parejas con carrera que no tienen hijos. La rapidez de riesgo es todavía bastante alta. Las opciones de riesgo se desvanecen para los que tienen en ciertas gastos de matrículas universitarias.



- LIQUIDEZ (5%): fondo de mercado monetario o fondo de bancos a corto plazo (vencimiento medio de 1 año a 1 año y medio).
- BONOS Y SUSTITUTOS DE BONOS* (20%): bonos del Tesoro cupón cero, fondos sin comisiones GNMA o fondo de bonos de grado elevado sin comisiones, algunas valores del Tesoro con protección contra la inflación, bonos extranjeros, acciones de crecimiento.
- ACCIONES (65%): la mitad en acciones con buena representación de empresas pequeñas; la mitad en acciones internacionales, incluidos mercados emergentes.
- INMOBILIARIA (10%): cartera de REIT o fondo inmobiliario.

*Si los bonos se mantienen fuera de los planes de pensiones con beneficios fiscales, deben utilizarse bonos libres de impuestos.

GRÁFICO 42
GUÍA DE INVERSIÓN SEGÚN EL CICLO VITAL: RECOMENDADA, DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS O AHORROS



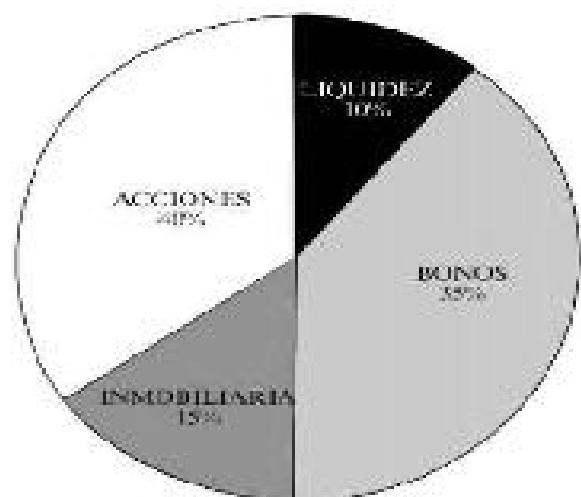
Edad: cincuenta y cinco años.

Estilo de vida: muchos todavía están reponiéndose de los gastos que conlleva la educación de los hijos. Independientemente del estilo de vida, este grupo debe empezar a pensar en la jubilación y en la necesidad de una protección de los ingresos.

- **LIQUIDEZ (5%):** fondo de mercado monetario o fondo de bonos a corto plazo (vencimiento medio de 1 año a 1 año y medio).
- **BONOS Y SUSTITUTOS DE BONOS*** (27.5%): bonos del Tesoro cupón cero, fondos sin comisiones GNMA o fondo de bonos de grado elevado sin comisiones, algunos valores del Tesoro con protección contra la inflación, bonos extranjeros, acciones de crecimiento.
- **ACCIONES (55%):** la mitad en acciones con buena representación de empresas pequeñas, la mitad en acciones internacionales, incluidos mercados emergentes.
- **INMOBILIARIA (12.5%):** cartera de REIT o fondo inmobiliario.

Edad: sesenta y muchos en adelante.

Estilo de vida: disfrutan de actividades de placer, pero también se guardan de los principales costos de la medicina. Poca o ninguna capacidad para el riesgo.



- **LIQUIDEZ (10%):** fondo de mercado monetario o fondo de bonos a corto plazo (vencimiento medio 1 año a 1 año y medio).
- **BONOS Y SUSTITUTOS DE BONOS*** (35%): bonos del Tesoro cupón cero, fondos sin comisiones GNMA o fondo de bonos de grado elevado sin comisiones, algunos valores del Tesoro con protección contra la inflación, bonos extranjeros, acciones de crecimiento.
- **ACCIONES (40%):** la mitad en acciones estadounidenses de alta calidad con alguna representación de empresas pequeñas en crecimiento; la mitad en acciones internacionales, incluidos mercados emergentes.
- **INMOBILIARIA (15%):** cartera de REIT o fondo inmobiliario.

* Si los bonos se mantienen fuera de los planes de pensiones con beneficios fiscales, deben utilizarse bonos libres de impuestos.

Para la mayoría de la gente sólo he recomendado fondos de inversión en lugar de acciones individuales para formar la cartera. Lo hago por dos razones. Primera, la mayoría de la gente no tiene suficiente capital para diversificar adecuadamente. Segunda, me doy cuenta de que la mayor parte de la gente más joven no tiene unos activos sustanciales y estará acumulando carteras mediante las inversiones mensuales. Ello hace de los fondos de inversión casi una necesidad. A medida que crecen sus activos, deben aumentar los fondos en acciones estadounidenses con un fondo de acciones internacionales (índice) que incluya acciones de mercados emergentes en rápido desarrollo. No tiene que usar los tipos exactos de fondos que yo sugiero, pero asegúrese de que son de verdad «sin comisiones» y de menor coste.

También verá que he incluido los inmuebles en las recomendaciones. Ya he dicho anteriormente que todo el mundo debería intentar tener su propia casa. Creo que cada persona debería tener inversiones sustanciales en inmuebles y, por ello, alguna parte de sus tenencias de valores deberían ser en compañías de inversión en propiedad inmobiliaria o fondos de inversión inmobiliaria, descritos en el capítulo 12. Respecto a las inversiones en bonos, la guía recomienda los gravables. Sin embargo, si se encuentra en los grupos impositivos más altos y vive en un estado de impuestos elevados, como el de Nueva York, y sus bonos están fuera de su plan de pensiones, le recomiendo que utilice los fondos de activos del mercado monetario exentos de impuestos y los fondos hechos a la medida del estado en que vive para que estén exentos tanto de los impuestos federales como de los estatales.

Fondos de ciclo vital

¿Quiere evitar el lío de ajustar su cartera a medida que cumple años y reequilibrarla cada año según la proporción de sus activos dedicada a diferentes tipos de inversiones varía con los altibajos del mercado? En estos últimos años se ha desarrollado un nuevo tipo de producto para los inversores que quieren establecer un plan y no volver a preocuparse de él. Se llama «fondo de ciclo vital» y reequilibra automáticamente y se traslada a una asignación de activos más segura a medida que cumple años. Los fondos de ciclo vital son muy útiles para los IRA, 401(k) y otros planes de pensiones.

Elija el fondo de ciclo vital concreto que sea adecuado para la fecha en que espera jubilarse. Por ejemplo, imagine que el año actual es 2015 y tiene 40 años y piensa jubilarse a los 70. En tal caso, debe comprar un fondo de ciclo vital con un «vencimiento objetivo en 2045». Las aportaciones posteriores se pueden dirigir a ese mismo fondo. El fondo se reequilibrará anualmente y la mezcla de acciones se irá haciendo más conservadora. Los grandes fondos de inversión como Vanguard, Fidelity, American Century y T. Rowe Price ofrecen fondos de ciclo vital. La información sobre los vencimientos y las acciones que ofrecen puede encontrarse en los sitios web de las propias empresas. Cuando el rendimiento de los bonos es extremadamente bajo, suelo preferir los fondos de ciclo vital más agresivos, es decir, aquellos que comienzan con una mayor parte de acciones. Para los que busquen la forma más fácil de gestionar el dinero para su jubilación, el aspecto de piloto automático de los fondos de ciclo vital es una característica que facilita las cosas. Sin embargo, antes de firmar, no olvide comprobar los honorarios. Unos honorarios más

bajos suponen más dinero en el bolsillo para disfrutar de una agradable jubilación.

Gestión de inversiones en la jubilación

Cada día, más de 10.000 miembros de la generación del *baby boom*, cumplen 65 años, y esto va a seguir así hasta el año 2030. Según las proyecciones de la Oficina del Censo de Estados Unidos, más de un millón de niños del *baby boom* vivirán más de cien años. Una persona de 65 años típica tiene una esperanza de vida media de 20 años. Hay que tener en cuenta que la mitad de los jubilados vivirán más años de los que indica la esperanza de vida media. Sin embargo, la mayoría de ellos no han hecho caso de los consejos de este libro y no han ahorrado para la jubilación. Hemos sido un país de consumidores y no de ahorradores. Teniendo en cuenta la situación del presupuesto federal, no es probable que podamos contar con el gobierno para que nos financie.

Preparación inadecuada para la jubilación

Según una encuesta sobre finanzas de los consumidores, la familia americana típica tenía poco dinero en el banco y una deuda considerable en las tarjetas de crédito. Sólo la mitad de los estadounidenses tienen una cuenta de ahorro para la jubilación, y sólo un 11 por ciento de los estadounidenses con menos ingresos tienen algún tipo de plan de ahorro o jubilación. Mientras que los americanos de más edad (entre 55 y 64 años) tienen, por término medio, 308.000 dólares en ahorros para la jubilación, esa cantidad no sería suficiente para reemplazar más del 15 por ciento de sus ingresos en la jubilación. No es un panorama muy

alentador. Para muchos estadounidenses, los años dorados son bastante lúgubres. Los niños del *baby boom* que se aproximen a la edad de jubilación y quieran evitar una vida de privaciones sólo tienen dos opciones realistas: pueden empezar a ahorrar en serio o pueden echar por tierra los pronósticos y morir antes. Como solía decir el cómico Henny Youngman: «Tengo todo el dinero que puedo necesitar si me muero hoy a las cuatro».

Para los lectores que se encuentren en la situación que he descrito, no tengo una respuesta sencilla. No tienen otra alternativa que trabajar durante los años de la jubilación y controlar los gastos ahorrando todo lo que puedan. Pero no todo es malo. Hay muchos trabajos a tiempo parcial que se pueden hacer desde casa gracias a Internet. Y también hay ventajas psicológicas y para la salud si se continua trabajando. Los que siguen haciendo algo se consideran útiles, no se sienten aislados y tienen mejor salud. Recomendaría a todo el mundo que retrasara la jubilación todo lo posible y aplazaran la seguridad social hasta la edad de jubilación total para obtener los máximos beneficios anuales. Sólo a los que tengan muy mala salud y poca esperanza de vida les recomendaría que empezaran a obtener los beneficios lo más pronto que se pueden empezar a cobrar la pensión.

Invertir en ahorros para la jubilación

Los que fueron prudentes y ahorraron para su jubilación ¿qué estrategias de inversión les garantizará que su dinero dura mientras viven? Hay dos alternativas básicas a tener en cuenta. La primera, puede dividir en anualidades todo o una parte de los ahorros para la jubilación. En segundo lugar, el jubilado puede seguir manteniendo su cartera de inversión y establecer un ritmo de retirada de fondos que le

proporcione una jubilación cómoda y reduzca al mínimo el riesgo de sobrevivir a su dinero. ¿Cómo se puede elegir una de las alternativas?

Seguro de rentas

La ley de Sturgeon, acuñada por el escritor de ciencia ficción Theodore Sturgeon, dice: «El 95 por ciento de todo lo que oyes o lees es basura». Esto es totalmente cierto en el mundo de la inversión, pero creo sinceramente que lo que está leyendo aquí entra en la categoría del 5 por ciento restante. Respecto al consejo sobre seguros de rentas, sospecho que el porcentaje de desinformación está cerca del 99 por ciento. Su vendedor de seguros le dirá que son la única solución razonable para el problema de la inversión para la jubilación. Pero muchos asesores financieros dirán: «No compre un seguro de rentas, perderá el dinero». ¿Qué puede hacer un inversor con estos consejos diametralmente opuestos?

En primer lugar vamos a explicar claramente qué son los seguros de rentas y sus dos tipos básicos. Un seguro de rentas se suele denominar «seguro vitalicio». Un seguro de rentas es un contrato que se hace con una aseguradora por el que el inversor paga una suma de dinero para garantizar una serie de pagos periódicos que durarán mientras viva el pensionista. Por ejemplo, a mediados de 2014, una prima de un millón de dólares por una anualidad vitalicia fija podría adquirir una renta media anual de unos 68.000 dólares para una persona de 65 años. Si una pareja de 65 años se jubilara y quisiera una opción conjunta para el superviviente (una renta mientras uno de los miembros de la pareja viviera), el millón de dólares proporcionaría pagos anuales fijos de unos 59.000 dólares.

Obviamente, con la inflación el poder adquisitivo de dichos pagos tendería a disminuir con el tiempo. Por ese motivo mucha gente prefiere comprar «seguros de renta variables». Los seguros de rentas variables ofrecen la posibilidad de subir los pagos con el tiempo, dependiendo del tipo de activo de inversión (normalmente fondos de inversión) que elija el rentista. Si elige acciones normales, los pagos subirán si la bolsa se porta bien, pero caerán si ésta baja. Los seguros también se pueden suscribir con un periodo de pago garantizado. Un periodo garantizado de 20 años significa que incluso si muere inmediatamente después de suscribir el seguro, sus herederos recibirán una renta durante 20 años. Obviamente, el rentista pagará esa garantía aceptando una reducción sustanciosa de la cantidad de dólares de los pagos anuales. La reducción para un hombre de 70 años estará por encima del 20 por ciento. Así pues, si le preocupa realmente la posibilidad de morir pronto y no dejar nada a sus herederos, quizás sea mejor reducir la proporción de los ahorros para la jubilación utilizada para suscribir un seguro de rentas.

Los seguros variables ofrecen un enfoque para corregir el riesgo de la inflación. Otra posibilidad es un seguro de renta con un factor de ajuste de la inflación explícito. Por ejemplo, The Vanguard Group ofrece un seguro con un ajuste de la inflación explícito (según el IPC) hasta el 10 por ciento anual. Esta garantía reducirá naturalmente el pago inicial considerablemente. Una mujer de 65 años verá que una prima de un millón de dólares le proporciona una renta anual de sólo 42.000 dólares.

Los seguros de rentas tienen una ventaja importante sobre la estrategia de invertir por su cuenta. El seguro garantiza que no va a sobrevivir a su dinero. Si disfruta de buena salud y llega a los 90 años, la aseguradora es la que se arriesga, ya que le habrá pagado más que el capital

invertido y los beneficios de la inversión. Los inversores a los que no les gusten los riesgos deben pensar en la opción de colocar una parte o todos sus ahorros en un seguro de renta cuando se jubilen.

¿Cuáles son entonces sus desventajas? Hay cuatro posibles. El seguro de renta es incompatible con el deseo de dejar una herencia, el rentista tiene un camino inflexible de consumo, puede suponer altos costes de transacción y puede ser ineficaz desde el punto de vista impositivo.

1. Deseo de dejar una herencia. Supongamos que una jubilada ha ahorrado una cantidad apreciable y puede vivir confortablemente con los dividendos e intereses de sus inversiones. Aunque podría obtener una cantidad anual mayor con un seguro de renta, no habría dinero para herencias cuando el rentista muere. Muchas personas desean dejar fondos a sus hijos, familiares o a instituciones benéficas. El seguro de renta completo es incompatible con estos deseos.

2. Flexibilidad de consumo. Supongamos que una pareja se retira a los 65 años con buena salud y suscribe un seguro de renta que paga una cantidad fija cada año mientras uno de ellos viva. Este tipo de seguro conjunto es una forma común de estructurar la jubilación en muchas parejas. Pero justo después de firmar el contrato con el seguro los dos se enteran de que tienen enfermedades incurables y que probablemente su esperanza de vida se reduzca bastantes años. La pareja querría dar la vuelta al mundo con la que siempre habían soñado. El seguro de renta no les ofrece la flexibilidad de modificar su ruta de consumo si las circunstancias cambian.

3. Los seguros de rentas pueden ser caros. Muchos seguros de rentas, especialmente los que venden los

agentes de seguros, pueden ser muy caros. El comprador no sólo paga las cuotas de gestión de la inversión y los gastos de la empresa aseguradora, sino una comisión para el agente. Algunos seguros de rentas pueden ser inversiones muy malas.

4. Los seguros de rentas pueden ser ineficaces desde el punto de vista impositivo. Aunque los seguros de rentas tienen algunas ventajas respecto a los bonos en cuanto al aplazamiento de impuestos, los seguros variables convierten las rentas de capital con imposición de tipo preferente en rentas ordinarias con imposición superior. Además, el aplazamiento parcial de los activos de la cuenta de jubilación no evita la aportación mínima necesaria que tiene que hacer. Si aporta el 50 por ciento de su plan de pensiones tendrá que hacer la aportación sobre la otra mitad. Esto no es un problema si gasta al menos esa cantidad, pero es ineficaz si no lo hace.

¿Qué haría un inversor inteligente? Éstas son mis normas: un seguro de renta parcial es bastante lógico. Es la única forma de asegurarse sin riesgos que no va a sobrevivir a su dinero. Empresas de confianza como Vanguard ofrecen seguros de rentas con bajos costes y sin comisiones de ventas. Para tomar una decisión sensata sobre los seguros de rentas, puede comparar varios en Internet. Vaya a <http://www.valic.com>. Encontrará importantes diferencias en las tarifas de las distintas empresas.

El método «Hágalo usted mismo»

Muchos jubilados preferirán mantener el control al menos de una parte de sus activos que han ahorrado para

la jubilación. Supongamos que los activos se han invertido de acuerdo con el diagrama de sectores inferior del gráfico 42, es decir, más o menos la mitad en acciones y el resto en inversiones que producen ingresos. Ahora que está a punto de romper la hucha para los gastos de manutención durante la jubilación, ¿cuánto puede gastar si quiere estar seguro de que le dure el dinero el resto de su vida? En ediciones anteriores sugerí usar la «solución del 4 por ciento»⁴⁸.

Con la «solución del 4 por ciento» no debe gastar más del 4 por ciento del valor total de sus ahorros anualmente. Con ese porcentaje las probabilidades de no quedarse sin dinero, aunque viva 100 años, son magníficas. Es muy probable también que pueda dejar a sus herederos una suma de dinero que tenga el mismo poder adquisitivo que el total de sus ahorros para la jubilación. Con la regla del 4 por ciento necesitaría 450.000 dólares de ahorros para producir una pensión de 1.500 dólares mensual o 18.000 dólares anuales.

¿Por qué sólo el 4 por ciento? Es muy probable que las acciones y los bonos renten más del 4 por ciento en los años próximos. Pero hay dos razones para limitar la tasa de retirada. En primer lugar querrá mantener la capacidad de crecimiento de los pagos mensuales con el tiempo de acuerdo con la inflación. En segundo lugar, tendrá que garantizar que puede soportar varios años de inevitable mercado bajista que la bolsa puede sufrir durante ciertos períodos.

Veamos en primer lugar de dónde sale esta cifra del 4 por ciento. En la página 309 sugerimos que las acciones podrían producir una tasa de retorno a largo plazo de un 7 por ciento anual aproximadamente. Una cartera de bonos diversificada podría producir una rentabilidad del 4 por ciento. Así pues, podemos proyectar que una cartera

equilibrada con la mitad de bonos y la mitad de acciones debería producir aproximadamente una rentabilidad del 5,5 por ciento anual. Supongamos ahora que durante la mayor parte del tiempo la inflación es del 1,5 por ciento. Esto significa que el fondo de inversión tendrá que aumentar un 1,5 por ciento al año para mantener el poder adquisitivo. Es decir, en un año típico el inversor gastará un 4 por ciento del fondo y sus ahorros crecerán un 1,5 por ciento. Los gastos del año siguiente también aumentarán un 1,5 por ciento de forma que el jubilado todavía podrá comprar la misma cesta de la compra. Gastando menos que la rentabilidad total de la cartera, el jubilado puede mantener el poder adquisitivo del fondo de inversión y su poder adquisitivo anual. La regla general es: en primer lugar, calcule el retorno del fondo de inversión y después reste la inflación para determinar el nivel de gasto sostenible. Si la inflación es probablemente del 2 por ciento anual, entonces una tasa de gasto del 3,5 por ciento sería más adecuada.

Hay un segundo motivo para establecer la tasa de gasto por debajo de la rentabilidad estimada de todo el fondo. Los rendimientos reales de acciones y bonos varían considerablemente de año a año. Los retornos de las acciones pueden ser de un 7 por ciento a la larga, pero algunos años pueden ser superiores y otros pueden ser negativos. Supongamos que se jubiló a los 65 años cuando el mercado estaba tan mal como en 2008 y 2009, cuando las acciones bajaron casi un 50 por ciento. Si hubiera retirado el 7 por ciento anual, los ahorros se le habrían terminado en 10 años. Pero si hubiera retirado sólo el 3,5 o el 4 por ciento, no se habría quedado sin dinero incluso de haber llegado a los 100 años. Un nivel de gasto conservador maximiza las posibilidades de no quedarse sin dinero. Si todavía no está en edad de jubilarse, piense en serio en atesorar todo lo que pueda para vivir

confortablemente más adelante, incluso con una tasa de retirada conservadora.

Debo añadir tres notas al pie de estas reglas de jubilación. En primer lugar, para resolver las retiradas a largo plazo, no gaste sólo un 3,5 o un 4 por ciento del valor que el fondo de inversión alcance al principio de cada año. Puesto que los mercados fluctúan, el gasto sería muy desigual y poco seguro de año a año. Mi consejo es empezar gastando un 3,5 o un 4 por ciento del fondo de pensiones y aumentar esa cantidad un 1,5 o un 2 por ciento anualmente. De esta forma nivelará la cantidad de ingresos que tendrá en la jubilación.

En segundo lugar, se dará cuenta de que los ingresos por intereses de sus bonos y los dividendos de sus acciones serán probablemente inferiores al 3,5 o 4 por ciento que quiere retirar de su fondo. Así que tendrá que decidir qué activo explotar primero. Debería vender de la parte de la cartera que tiene un exceso respecto a su mezcla objetivo. Suponga que la bolsa se ha recuperado tanto que su cartera 50-50 inicial se ha inclinado con un 60 por ciento de acciones y un 40 por ciento de bonos. Aunque esté contento con el resultado, debe preocuparse porque la cartera tiene más riesgos. Saque el dinero extra de las acciones de su cartera, ajuste la proporción y obtenga ingresos al mismo tiempo. Aunque no lo necesite para gastar, le recomiendo que reequilibre su cartera anualmente para mantener el nivel de riesgo de la cartera compatible con su tolerancia al riesgo.

En tercer lugar, tendrá que desarrollar una estrategia para utilizar los activos y diferir el pago de impuestos el mayor tiempo posible. Cuando empiece a tener aportaciones mínimas obligatorias de IRA y 401(k), tendrá que usarlas antes de utilizar otras cuentas. En las cuentas gravables ya paga impuestos sobre la renta por dividendos,

intereses y ganancias de capital realizado que produce la inversión. Así pues, deberá gastar este dinero a continuación (o incluso antes si no ha cumplido 70 años y medio cuando tiene que empezar a retirar el dinero). Después, gaste los activos adicionales con impuestos diferidos. Si va a dejar una herencia, gaste los activos de Roth IRA en último lugar. No hay que retirar fondos de estas cuentas y puede dejar los activos a sus herederos libres de impuestos.

Nadie puede garantizar que con estas reglas no vaya a vivir más que su dinero. Dependiendo de la salud y de otros ingresos y activos puede modificar estas reglas de algún modo. Si a los 80 años, y retirando un 4 por ciento anual, sigue teniendo una cartera que crece, o bien tiene una profunda fe en que la ciencia médica ha descubierto la fuente de la eterna juventud, o debería pensar en aflojar el monedero.

[46](#) Técnicamente, el hallazgo de que el riesgo se reduce con períodos de inversión más extensos depende del fenómeno de reversión a la media descrito en el capítulo 11. El lector que esté interesado puede remitirse al artículo del otoño de 1989 de Paul Samuelson en el *Journal of Portfolio Management*, «The Judgment of Economic Science on Rational Portfolio Management».

[47](#) Supongo que se pueden realizar los ahorros en una IRA o en otro medio de inversión de impuestos favorables, de manera que se prescinde de los impuestos sobre la renta sobre los beneficios de los intereses.

[48](#) En la novena edición del libro recomendaba la solución del 4,5 por ciento porque la rentabilidad de los bonos era bastante mayor que en 2014. Efectivamente, con los tipos de interés tan bajos de ahora, una regla del 3,5 por ciento daría a los jubilados aún más garantías de que no sobrevivirán a su dinero.

Capítulo 15

Tres pasos de gigante por Wall Street

«Renta anual, 20 libras; gastos anuales, 19,96 libras; el resultado es la felicidad. Renta anual, 20 libras; gastos anuales, 20,06 libras; el resultado es la miseria.»

Charles Dickens, *David Copperfield*

Este capítulo ofrece reglas para comprar acciones y consejos sobre los instrumentos que puede utilizar para seguir las recomendaciones de diversificación de activos presentadas en el capítulo 14. A estas alturas ha tomado ya decisiones sensatas sobre los impuestos, la vivienda, los seguros y sobre cómo sacarle el mayor partido a las reservas en dinero líquido. Ha revisado los objetivos, la etapa de su ciclo vital en la que se encuentra y la actitud que tiene hacia el riesgo, y ha decidido la cantidad de activos que desea poner en el mercado bursátil. Ahora es el momento de realizar unas oraciones rápidas en la iglesia y a continuación dar unos pasos valientes hacia adelante, teniendo mucho cuidado de evitar el cementerio que se encuentra a cada lado. En este capítulo presentaré unas reglas sensatas para comprar acciones, que pueden ayudarle a evitar errores caros e innecesarias comisiones de ventas, así como a aumentar algo el rendimiento sin perturbar el riesgo. No puedo ofrecer nada espectacular, pero sé que a veces un punto o dos por ciento de aumento del rendimiento pueden suponer la diferencia entre la miseria y la felicidad.

¿Qué hay que hacer para comprar? Básicamente existen tres formas: yo las llamo el paso del que no piensa, el paso

«Hágalo usted mismo» y el paso del sustituto.

En el primer caso, simplemente compra una participación del índice del mercado mediante el denominado fondo sobre el índice. Este método tiene también la virtud de ser completamente sencillo. Incluso si tiene problemas para mascar chicle mientras va dando un paseo aleatorio, podrá dominarlo. Y tiene la garantía de obtener la misma tasa de rendimiento anual que el mercado en su conjunto. En efecto, el mercado le arrastra consigo. A muchos inversores, especialmente aquellos que prefieren una solución de inversión fácil y sin riesgos, les aconsejo que se sometan a la sabiduría del mercado y utilicen los fondos de índice para toda su cartera de inversiones. De cualquier forma, recomiendo a todos los inversores que la parte fundamental de su cartera (especialmente la parte para la jubilación) esté en fondos de índice o fondos cotizados.

Con el segundo sistema, usted va al trote por Wall Street, escoge sus propias acciones y quizás pondere excesivamente algunos sectores o países. Este paso supone trabajo, pero también, en opinión de los que no lo harían de otra manera, es muy divertido. No recomiendo esta opción para la mayoría de los inversores. Sin embargo, si prefiere invertir de esta forma, para ayudarle a inclinar las probabilidades a su favor, he elaborado una serie de reglas para que le guíen cuando escoja las acciones.

Con el tercero, se puede sentar en un bordillo y seleccionar a un gestor de inversión profesional para que dé el paseo por Wall Street en su lugar. De la única manera que los inversores de medios modestos pueden permitirse esto es adquiriendo fondos de inversión. Los fondos gestionados no son mis preferidos, pero más adelante presentaré algunas ideas para ayudarle a elegir los mejores si elige esta opción.

En ediciones anteriores del libro describía una estrategia denominada el paso de Malkiel: comprar con descuento acciones de sociedades de inversiónmobiliaria. Cuando se publicó la primera edición de este libro, los descuentos en el mercado estadounidense llegaban al 40 por ciento. Ahora son mucho más pequeños, y estos fondos se valoran de forma mucho más eficiente. Pero pueden encontrarse descuentos atractivos, especialmente en fondos internacionales y bonos municipales, y en algunas ocasiones el inversor perspicaz podrá beneficiarse de ellos. Hacia el final del capítulo se describe el paso de Malkiel.

El paso del que no piensa: Invertir en fondos de índice

El índice bursátil Standard & Poor 500, que representa unos tres cuartos del valor de todas las acciones negociadas en los Estados Unidos, supera a la mayoría de los expertos a largo plazo. Comprar una cartera de todas las empresas de este índice sería una forma sencilla de tener acciones. Ya expuse en 1973 (en la primera edición del libro) que el pequeño inversor necesitaba sumamente los medios para adoptar este planteamiento:

Lo que necesitamos es un fondo de inversión sin comisiones de apertura ni amortización y con unas comisiones de gestión mínimas, que se dedique sólo a comprar los cientos de acciones que forman los índices bursátiles y que no se dedique a negociar de un título a otro en un intento de alcanzar a los ganadores. Siempre que se nota una actuación por debajo de la media en algún fondo de inversión, los portavoces de los fondos están preparados para decir: «No se pueden comprar los índices». Es hora de que el público pueda.

Poco después de que se publicase el libro, la idea del «fondo sobre el índice» se hizo popular. Al principio sólo se les ofrecía esta oportunidad de invertir a los clientes de fondos de pensiones grandes. Pero una de las mayores

virtudes del capitalismo es que siempre que se necesita un producto, alguien encuentra la forma de producirlo. En 1976, se creó un fondo que permitía al público entrar también en el juego. El Vanguard 500 Index es un fondo de inversión que compra. Las inversiones del fondo son las 500 acciones del S&P 500, adquiridas en las mismas proporciones que tienen dentro del índice. Cada inversor participa de manera proporcional de la renta neta y de las ganancias y pérdidas del capital de la cartera del fondo. En la actualidad, los fondos del índice S&P 500 pueden conseguirse en distintos complejos de fondos de inversión con gastos inferiores al 0,2 por ciento de los activos, bastante menos que los fondos de inversión o los departamentos de administración de bienes de los bancos. Ahora se puede comprar en el mercado cómodamente y sin grandes gastos. También puede comprar los fondos del índice S&P 500 cotizados que ofrecen el State Street Global Advisors, BlackRock y Vanguard.

La lógica que sustenta esta estrategia es la de la teoría del mercado eficiente. Aun en el caso de que el mercado no fuera eficiente, la indexación seguiría siendo una estrategia de inversión muy útil. Puesto que todas las acciones del mercado deben pertenecer a alguien, se deduce que todos los inversores ganarán, como media, la rentabilidad del mercado. El fondo de índice logra la rentabilidad con gastos mínimos. El fondo gestionado activamente tiene un gasto aproximado del 1,5 por ciento anual. Es decir, el fondo gestionado medio debe tener un rendimiento por debajo del mercado en conjunto del importe de los gastos que se deducen de la rentabilidad bruta lograda. Esto sería así aunque el mercado no fuera eficiente.

Numerosos estudios descritos en los capítulos anteriores de este libro han confirmado los resultados por encima de la media a largo plazo del S&P 500 en comparación con los

de los principales inversores institucionales. Hay excepciones, pero se pueden contar con los dedos de una mano los fondos de inversión que han superado a un fondo de índices con un margen significativo.

La solución de los fondos de índice: Recapitulación

Resumamos en primer lugar las ventajas de usar los fondos de índice como principal herramienta de inversión para conseguir sus objetivos. Los fondos de índice y los fondos cotizados han producido regularmente rendimientos que superaban la de los gestores profesionales. Hay dos motivos fundamentales para ello: los gastos de gestión y las comisiones. Los fondos de índice públicos suelen acarrear una comisión inferior al 0,2 por ciento o incluso menor. Los fondos de inversión a cargo de profesionales suelen cobrar gastos y comisiones anuales como media de 1 punto porcentual al año. Además, los fondos de índice sólo se negocian cuando es necesario, mientras que los fondos activos tienen una tasa de rotación de casi el 100 por cien. Haciendo unos cálculos muy modestos de los gastos de negociación, esa rotación es sin duda un lastre adicional para la rentabilidad. Incluso si los mercados bursátiles fueran perfectamente eficientes, los gestores no pueden obtener rendimientos brutos que superen al mercado global y por tanto deben, por término medio, tener resultados inferiores por el importe de esta desventaja en gastos y comisiones. Desgraciadamente, los gestores profesionales como grupo no pueden ser como Lake Wobegon, el pueblo ficticio de Garrison Keillor donde «todos los niños están por encima de la media».



«Saltar rascacielos está bien, pero ¿puede superar al índice S&P?»
© 2002 by Thomas Cheney. Reproducido con autorización.

Los fondos de índice también están muy bien por lo que se refiere a impuestos. Los fondos de índice permiten a los inversores diferir la realización de las ganancias de capital o evitarlas completamente si las acciones se legan posteriormente. Mientras dure la tendencia alcista en los precios de las acciones a largo plazo, cambiar de un valor a otro supone realizar ganancias de capital sujetas a impuestos. Los impuestos son un aspecto financiero de importancia crucial puesto que la realización anticipada de las ganancias de capital reducirá de forma sustancial los rendimientos netos. Los fondos de índice no negocian de valor en valor y, por tanto, suelen evitar los impuestos de la ganancia de capitales.

Los fondos de índice también son relativamente predecibles. Cuando se compra un fondo gestionado profesionalmente, nunca puede estar seguro de cómo se comportará en comparación con otros similares. Cuando

compra un fondo de índice, puede estar bastante seguro de que seguirá su índice y que normalmente superará al gestor profesional fácilmente. Además, el fondo de índice siempre se invierte completamente. No debe creer al gestor que le dice que su fondo se liquidará en los momentos adecuados. Hemos visto que los tiempos no funcionan en el mercado. Por último, los fondos de índice son fáciles de evaluar. Ahora hay casi 5.000 fondos de inversión, y no hay una forma fiable de saber de antemano los que van a tener mejores resultados en el futuro. Con los fondos de índice, sabe exactamente lo que obtiene, y el proceso de inversión es increíblemente sencillo.

A pesar de todas las pruebas en contra, supongamos que un inversor sigue pensando que existe realmente una gestión superior de la inversión. Dos asuntos persisten: en primer lugar, es evidente que esa habilidad es muy rara y, en segundo lugar, no parece haber un modo efectivo de encontrar esa habilidad antes de que se haya demostrado a lo largo del tiempo. Como señalé en el capítulo 7, los fondos con mejores resultados en un periodo no son los que mejores resultados obtienen en el periodo siguiente. Por ejemplo, los mejores a finales de los 90 tuvieron rentabilidades extremadamente malas en la primera década de los 2000. Paul Samuelson resume la dificultad en la siguiente parábola. Supongamos que se demostraría que uno de cada veinte alcohólicos podría aprender a convertirse en un bebedor social moderado. El médico experimentado respondería: Samuelson concluye que los inversores deben desechar la búsqueda de esas diminutas agujas en pajares inmensos.

Entre los inversores institucionales la negociación de acciones es como un ejercicio isométrico: se gastan enormes cantidades de energía, pero uno con otro, entre los gestores de inversión se equilibran y los gastos de

corretaje de los gestores disminuyen la rentabilidad. Como sabuesos rastreando, los gestores profesionales del dinero parecen destinados a perder la carrera con el conejo mecánico. Sin duda alguna, muchos inversores institucionales, incluidos Intel, Exxon, Ford, American Telephone and Telegraph, Harvard University, el College Retirement Equity Fund y la New York State Teachers Association, han puesto partes sustanciales de sus activos en los fondos sobre índices. Para 2014, aproximadamente un tercio de los fondos de inversión institucionales estaban «indexados».

¿Y qué hay de usted? Cuando compra un fondo de índice, deja a un lado la oportunidad de jactarse en el club de golf de las fantásticas ganancias que ha hecho seleccionando los ganadores del mercado. La diversificación amplia excluye las pérdidas extraordinarias en relación con todo el mercado; por definición, también excluye las ganancias extraordinarias. Por ello, muchos críticos de Wall Street se refieren a la inversión en fondos de índice como «la mediocridad garantizada». Pero la experiencia muestra de manera concluyente que los que compran estos fondos es probable que obtengan unos resultados que superen los del gestor típico de fondos, cuyas abultadas comisiones de asesoramiento y el trasiego sustancial de cartera tienden a reducir los rendimientos de la inversión. Un inversor en índices probablemente recibirá el rendimiento del mercado. Mucha gente encontrará muy atractiva la garantía de jugar en la bolsa a la par todas las manos. Por supuesto, esta estrategia no excluye el riesgo: si el mercado baja, tiene garantía de que la cartera seguirá el ejemplo.

El método de inversión del índice tiene otros atractivos para el pequeño inversor. Le permite conseguir una diversificación amplia sólo con una pequeña inversión.

También le permite reducir las comisiones de corretaje. El fondo de índice, al reunir el dinero de muchos inversores, negocia con paquetes más grandes y paga unas comisiones de corretaje mínimas en las transacciones. El fondo de índice realiza todo el trabajo de recoger los dividendos de todas las acciones que posee y de enviarle un cheque cada trimestre con todas las ganancias (ganancias que, si lo desea, puede volver a invertir en el fondo). En pocas palabras, el fondo sobre el índice es un método sensato y ventajoso para conseguir la tasa de rendimiento del mercado sin ningún tipo de esfuerzo y con un gasto mínimo.

Una definición más amplia de indexación

La estrategia del índice es la que yo he recomendado desde la primera edición de 1973, antes incluso de que existiesen estos tipos de fondos. Era claramente una idea para la que ya ha llegado su hora. Con gran diferencia, el índice utilizado más popular es el Standard & Poor 500, un índice que representa bien a las principales sociedades del mercado de los Estados Unidos. Ahora bien, aunque todavía recomiendo la inversión basada en los índices o pasiva, se ha criticado acertadamente la definición demasiado restringida de indexación.

Mucha gente equipara erróneamente indexación con una estrategia de compra del Índice S&P 500. Pero esto ha dejado de ser así. El S&P 500 omite los miles de empresas pequeñas que están entre las más dinámicas de la economía. Así pues, ahora creo que si un inversor sólo va a comprar un fondo de índice estadounidense, el mejor índice general para hacerlo es uno general, como el Russell 3.000, el Wilshire 5.000, el Total Market, el CRSP o el MSCI y no el S&P 500.

Ochenta años de historia del mercado bursátil confirman que, en conjunto, las acciones de empresas pequeñas han tendido a superar en rendimiento a las de empresas grandes. Por ejemplo, de 1926 a 2014 una cartera de acciones de empresas pequeñas produjo una tasa de rentabilidad aproximada del 12 por ciento anual, mientras que la rentabilidad de las acciones de empresas más grandes (como las del S&P 500) era de alrededor del 10 por ciento. Aunque las acciones de empresas pequeñas fueron más arriesgadas que las de las grandes compañías, el asunto es que una cartera bien diversificada de empresas pequeñas probablemente producirá una rentabilidad superior. Por esta razón, ahora defiendo la inversión en un índice que contenga una representación mucho más amplia de las empresas de Estados Unidos, incluyendo a gran número de las dinámicas pequeñas empresas que deben estar en las primeras fases de sus ciclos de crecimiento.

Recordemos que el S&P 500 representa entre el 75 y el 80 por ciento del valor del mercado de todas las acciones en circulación de los Estados Unidos. El otro 20 a 25 por ciento del valor total de mercado de los Estados Unidos representa literalmente miles de empresas. En muchos casos son las empresas de crecimiento nuevas que ofrecen recompensas más elevadas a la inversión (al igual que riesgos más elevados). El índice Wilshire 5.000 contiene todas las acciones ordinarias que se negocian al público en las bolsas de Estados Unidos. El índice Russell 3.000 y el MSCI contienen todas las acciones del mercado si exceptuamos las más pequeñas (con mucha menor liquidez). Hay ahora una serie de fondos de inversión basados en estos índices más amplios. Suelen denominarse Total Stock Market Portfolio. Aunque el comportamiento en el pasado no puede asegurar nunca los resultados futuros, las pruebas indican claramente que los fondos de índices

Total Stock Market han proporcionado unos rendimientos más elevados que el gestor medio de acciones.

Además, a diferencia de la caridad, la indexación no empieza (ni termina) por uno mismo. Como dije en el capítulo 8, los inversores pueden reducir riesgos diversificando con valores extranjeros; incluyendo activos como renta inmobiliaria en sus carteras y colocando una parte de su cartera en bonos o títulos similares, incluyendo los del Tesoro con protección contra la inflación. Ésta es la lección básica de la moderna teoría de cartera. Es decir, un inversor no debe comprar exclusivamente un fondo de índice de la bolsa estadounidense y ningún otro tipo de valor. Pero esto no es un argumento en contra de la indexación, porque hay fondos de índice que imitan el resultado de diversos índices internacionales, como el índice EAFE de la compañía de inversión Morgan Stanley (MSCI), que representa los índices europeo, australiano y del Lejano Oriente, y el índice MSCI de mercados emergentes. Están también los fondos de índice de inversión inmobiliaria (REIT). Por último, los fondos de índice Total Bond Market hacen un seguimiento del índice de mercados de bonos Barclays Aggregate. Estos fondos también han superado a los fondos de bonos gestionados por profesionales.

Uno de los mayores errores que comete el inversor es no diversificar internacionalmente su cartera. La economía estadounidense representa tan sólo un tercio de la economía mundial aproximadamente. Por supuesto que un fondo de índice Total Stock Market ofrece una cierta diversificación global porque muchas de las multinacionales estadounidenses como General Electric y Coca-Cola hacen una parte de su negocio en el extranjero. Pero los mercados emergentes (como China, India y Brasil) han crecido mucho más deprisa que las economías

desarrolladas. China, por ejemplo, se sigue considerando un mercado emergente, pero ahora es la segunda economía mundial y de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional va a seguir siendo la economía que más crezca. Por eso, en las siguientes recomendaciones, observará que sugiero que una parte importante de la cartera se invierta en mercados emergentes.

Los mercados emergentes seguramente mantengan altas tasas de crecimiento hasta bien entrado el siglo xxi. En los mercados emergentes la población es por lo general más joven que en el mundo desarrollado. Las economías con una población más joven crecen más deprisa. Además, a finales de 2014, su valoración era más atractiva que las de Estados Unidos. Hemos dicho que los múltiplos precio-beneficios ajustados cíclicamente (CAPE) suelen tener capacidad para predecir las rentabilidades a largo plazo de los títulos en mercados desarrollados. La siguiente tabla muestra que esa misma relación se mantiene en mercados emergentes. Los CAPE de los mercados emergentes estaban por debajo del 15 por ciento en 2014. Los rendimientos a largo plazo de los futuros han sido generosos cuando las acciones podían comprarse con esas valoraciones.

RENDIMIENTO DE CAPES Y FUTUROS EN MERCADOS EMERGENTES (2005-2014)

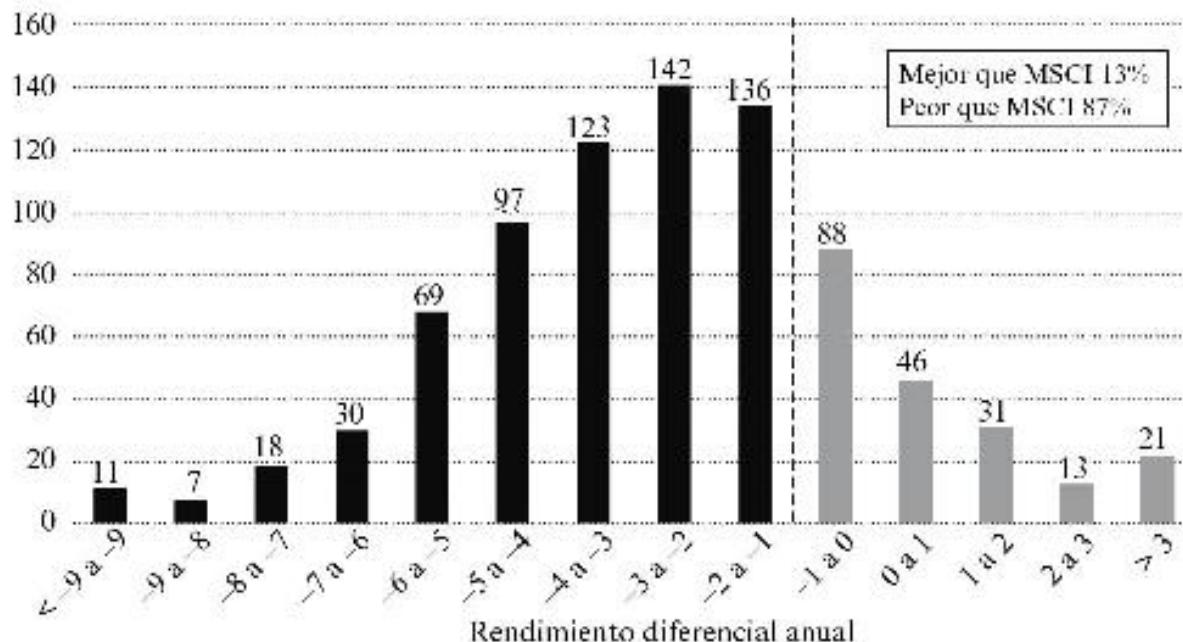
CAPE	Rendimiento anual de los valores a 5 años
10-15	13%
15-20	11%
20-25	7%
25-30	1%
30-40	-3%

La indexación también puede ser una estrategia muy eficaz en mercados emergentes. El gráfico 43 muestra que una gran mayoría de fondos de renta variable de mercados emergentes gestionados activamente son superados por el índice MSCI de mercados emergentes. Aunque los mercados emergentes no suelen ser tan eficientes como los mercados desarrollados, es difícil acceder y negociar en ellos. Los porcentajes de gastos de los fondos activos son mucho mayores que en los mercados desarrollados. Además, la liquidez es menor y los costes de las transacciones son superiores en los mercados emergentes. Por lo tanto, después de tener en cuenta todos los gastos, la indexación resulta una excelente estrategia de inversión.

Una cartera con fondos de índice específicos

El cuadro de la página 348 muestra selecciones de fondos de índice que los inversores pueden utilizar para hacer sus carteras. El cuadro indica los porcentajes recomendados para gente que tiene unos cincuenta años el grupo que he denominado «de mediana edad». Los que no tienen esta edad pueden usar exactamente la misma selección y cambiar las proporciones a las adecuadas para su grupo de edad. Deben recordar asimismo que pueden alterar los porcentajes dependiendo de su actitud y capacidad personal para asumir riesgos. Los que desean aceptar más riesgos con la esperanza de obtener mayores rentabilidades podrían aumentar la proporción de valores. Los que necesitan unos ingresos regulares para sus gastos habituales podrían aumentar los valores inmobiliarios y las acciones de crecimiento porque suelen proporcionar mayores ingresos corrientes.

GRÁFICO 43
FONDOS DE RENTA VARIABLE DE MERCADOS EMERGENTES COMPARADOS
CON EL ÍNDICE MSCI DE MERCADOS EMERGENTES



Plazo de diez años expirado el 31 de diciembre de 2013 (neto sin honorarios, incluida la desviación de supervivencia).

Fuente: Morningstar.

También debe recordarse que estoy suponiendo que casi todos sus valores, si no todos, están invertidos en planes de pensiones con ventajas fiscales. Todos sus bonos deberían estar en este tipo de cuentas. Si los bonos están fuera de estas cuentas, entonces preferirá comprar bonos libres de impuestos en lugar de valores con ingresos fijos gravables. Además, si las acciones ordinarias están en cuentas sujetas a impuestos, podría pensar en los fondos de índice de gestión de impuestos. Por último, observe que le ofrezco opciones de distintos fondos de índice. Por mi larga relación con The Vanguard Group, quería que hubiese otros fondos para elegir. Todos los fondos que indico en el cuadro tienen unos gastos moderados y no tienen

comisiones. También se pueden utilizar ETF en lugar de fondos de inversión.

UNA CARTERA DE FONDOS DE ÍNDICE ESPECÍFICA PARA PERSONAS DE MEDIANA EDAD

Efectivo (5%)*

Fidelity Money Market Fund (FORXX) o Vanguard Prime Money Market Fund (VMMXX)

Bonos y sustitutos de bonos (27,5%)**

U.S. Vanguard Intermediate Term Bond (VICSX) or iShare Corporate Bond ETF (LQD) (7,5%)

Vanguard Emerging Market Government Fund (VGAVX) (7,5%)

Wisdom Tree Dividend Growth Fund (DGRW) or Vanguard Dividend Growth Fund (VDIGX) (12,5%)**

Valores de renta inmobiliaria (12,5%)

Vanguard REIT Index Fund (VGSTX)

Acciones (55%)

Acciones estadounidenses (27%)

Mercados internacionales desarrollados (14%)

Mercados internacionales emergentes (14%)

* Un fondo de bonos a corto plazo puede sustituir a uno de los fondos del mercado monetario indicado.

** Aunque no entra en el epígrafe de una cartera de fondos de índice, recomiendo que los inversores coloquen una parte de su cartera de bonos en valores del Tesoro protegidos contra la inflación. El crecimiento de los fondos de dividendos y de bonos corporativos también son una excepción, ya que no son fondos de índice estándar.

FONDOS DE ÍNDICE COTIZADOS (ETF)

	<i>Denominación abreviada del valor (ticker)</i>	<i>Porcentaje de gastos</i>
<i>Mercado de valores EE. UU.</i>		
Vanguard Total Stock Market	VTI	0,05%
iShares Russell 3000	IWV	0,20%
<i>Mercados desarrollados (EAFFE)</i>		
Vanguard Europa Pacific	VFA	0,09%
iShares MSCI EAFE	EFA	0,35%
<i>Mercados emergentes</i>		
Vanguard Emerging Markets	VWO	0,15%
iShares MSCI Emerging Markets	EEM	0,67%
<i>Todo el mundo excepto EE. UU.</i>		
Vanguard FTSE All World (EX U.S.)	VEU	0,15%
SPDR MSCI ACWI (EX U.S.)	CWI	0,34%
<i>Todo el mundo incluido EE. UU.</i>		
Vanguard Total World	VT	0,18%
iShares MSCI ACWI	ACWI	0,34%
<i>Mercado total de bonos EE. UU.*</i>		
Vanguard Intermediate Term Corporate Bond	VCTT	0,12%
iShares Investment Grade Corporate Bond	LQD	0,15%

* Los inversores que deben pagar impuestos deben considerar los bonos municipales fijos indicados en la p. 360.

ETF impuestos

Una de las ventajas, señaladas antes, de la gestión pasiva de la cartera de valores (es decir, la compra y mantenimiento de un fondo sobre índices diversificado) es que esa estrategia minimiza los costes de las transacciones y los impuestos. Los impuestos son una consideración financiera de una importancia crucial, como han demostrado dos economistas de la Universidad de Stanford, Joel Dickson y John Shoven. Utilizando una muestra de 62 fondos de inversión con registros de largo plazo,

descubrieron que, antes de impuestos, un dólar invertido en 1962 habría aumentado a 21,89 dólares en 1992. Sin embargo, tras pagar los impuestos sobre los ingresos por dividendos y las distribuciones de los incrementos de capital, ese mismo dólar invertido en fondos de inversión por un inversor de altos ingresos habría aumentado sólo a 9,87 dólares.

En una medida muy considerable, un fondo de inversión sobre índices ayuda a resolver los problemas fiscales. Como no negocian de un valor a otro, tienden a evitar los impuestos por incrementos de capital. Sin embargo, incluso estos fondos realizan algunos incrementos de capital que son gravables para los tenedores. Estos incrementos suelen surgir de forma involuntaria: ya sea debido a la compra de una de las compañías del índice o porque se fuerzan ventas del fondo de inversión. Esto último ocurre cuando los tenedores deciden reembolsar sus participaciones y el fondo debe vender acciones para obtener dinero efectivo. Así, ni siquiera los fondos de inversión sobre índices regulares son una solución perfecta para el problema de minimizar las responsabilidades fiscales.

Los fondos de índice cotizados (ETF) como los «spiders» (un fondo del S&P 500) y los «vipers» (un fondo Total Stock Market) suelen tener mejores comportamientos impositivos que los fondos de índice regulares porque pueden aprovecharse de amortizaciones «en títulos». El proceso de amortización en títulos consiste en el reembolso de acciones de bajo coste para la amortización. Es una transacción que no está sujeta a impuestos para el fondo, por lo que no hay un beneficio que deba distribuirse a los otros accionistas del fondo. Además, el accionista ETF que reembolsa paga impuestos sobre el coste original de las acciones, no sobre los del fondo en el conjunto de acciones entregadas. Por otra parte, los ETF tienen los gastos más

bajos, incluso más bajos que los de los fondos de inversión equivalentes. Hay muchos ETF disponibles no sólo para las acciones estadounidenses sino para las internacionales. Los ETF son un medio excelente para invertir importantes sumas en fondos de índice.

Sin embargo, con las ETF hay que pagar los gastos de transacción, incluyendo las comisiones de gestión⁴⁹ y el diferencial comprador-vendedor. Los fondos de inversión de índice sin comisiones serán mucho más convenientes para esos inversores que vayan acumulando pequeñas cantidades de acciones de índice. Recomiendo que evite la tentación de comprar o vender ETF a cualquier hora del día y comprar dichos fondos con anticipación. Estoy de acuerdo con John Bogle, fundador de The Vanguard Group, en que todo lo que anime a la negociación será perjudicial para el inversor: «Los inversores se suicidan cuando negocian». Si se siente tentado, haga como Little Miss Muffet⁵⁰ y huya de las arañas y otros bichos.

En la tabla siguiente enumero las ETF que puede utilizar para crear su cartera. Tenga en cuenta que para los inversores que quieren simplificar al máximo la compra de acciones hay fondos y ETF Total World Index que permiten una diversificación internacional total comprando de una sola vez.

Si desea un método sencillo y comprobado para lograr grandes resultados con su inversión, no siga leyendo. Los fondos indexados o ETF que he indicado le darán una gran diversificación, eficiencia impositiva y pocos gastos. Aunque quiera comprar acciones individuales, haga lo que hacen cada vez más los inversores institucionales: indexe la parte fundamental de su cartera siguiendo las indicaciones y apueste con lo que le sobre. Con un núcleo sólido de fondos de índice puede apostar sin tanto riesgo como

gestionara activamente toda la cartera. Y aunque cometiera errores, no serán fatídicos.

El paso «Hágalo usted mismo»: Reglas potencialmente útiles para la elección de valores

La indexación es la estrategia que más recomiendo para particulares e instituciones. Sin embargo, me doy cuenta de que a muchos puede parecerles muy aburrida. Los que poseen un temperamento especulativo sin duda preferirán utilizar sus propios pasos (e ingenio) para elegir los ganadores, al menos en una parte de sus fondos de inversión. Para quienes insisten en jugar por sí mismos, puede resultar más atractivo el paso «Hágalo usted mismo».

Mortificado desde pequeño por la pasión por el juego, puedo entender perfectamente por qué muchos inversores no sólo sienten el apremio de seleccionar los ganadores ellos mismos, sino también una absoluta falta de interés por un sistema que promete unos resultados simplemente equivalentes a los del mercado en su conjunto. El problema es que requiere un gran trabajo hacerlo uno mismo y, como he mostrado una y otra vez, son muy raros los ganadores consistentes. Sin embargo, para los que consideran la inversión un juego, esta sección demuestra cómo una estrategia sensata puede producir unas recompensas sustanciales y, por lo menos, minimizar los riesgos en el juego de seleccionar acciones.

No obstante, antes de poner la estrategia a trabajar, necesita conocer las fuentes de información sobre inversión y cómo escoger el intermediario adecuado. La mayoría de las fuentes de información se pueden conseguir en las bibliotecas públicas. Debería ser un lector voraz de las páginas financieras de los diarios, en particular del *New*

York Times y del *Wall Street Journal*. Además deberían estar en su lista de lecturas obligatorias semanarios como *Barron's*. Las revistas de negocios como *Bloomberg Businessweek*, *Fortune* y *Forbes* son valiosas para ampliar horizontes con ideas de inversión. También son buenos los principales servicios de asesoría de inversión. Por ejemplo, debería intentar tener acceso al *Outlook*, de Standard & Poor, y al *Value Line Investment Survey*. La primera es una publicación semanal que contiene listados de recomendaciones; la segunda presenta los historiales, las revisiones actuales y clasificaciones del riesgo (beta) de todas las principales acciones, así como recomendaciones semanales. Por último, hay muchísima información, incluyendo recomendaciones de analistas de valores, en Internet.

En la primera edición de *Un paseo aleatorio por Wall Street*, escrito hace casi cuarenta años, propuse cuatro reglas para realizar con éxito la selección de acciones. Sigo encontrándolas igual de útiles hoy. De forma abreviada, las reglas, algunas de las cuales se han mencionado en capítulos anteriores, son como sigue:

Regla número 1: Limite la compra de acciones a aquellas empresas que parecen capaces de mantener unos aumentos de beneficios por encima de la media al menos durante cinco años.

El juego estriba, y sé lo difícil que puede llegar a ser, en la selección de acciones cuyos beneficios crezcan. El crecimiento consistente no sólo aumenta los beneficios y los dividendos de la empresa, sino que también puede aumentar el múltiplo que el mercado está dispuesto a pagar por esos beneficios, lo que aumentaría las ganancias aún más. Por tanto, el comprador de un título cuyos

beneficios empiezan a crecer rápidamente tiene un beneficio potencial doble: pueden aumentar tanto los beneficios como el múltiplo.

Regla número 2: No pague nunca por un título más de lo que se puede justificar razonablemente mediante una base sólida del valor.

Aunque estoy convencido de que usted nunca podrá juzgar el valor intrínseco exacto de un título, creo que puede estimar someramente cuándo parece que un título está valorado razonablemente. El PER del mercado es un buen lugar para empezar: debería comprar acciones que se vendan a múltiplos que estén de acuerdo con este ratio, o que no estén muy por encima. Busque las situaciones de crecimiento que todavía no ha reconocido el mercado pujando por el múltiplo del título hasta una prima alta. Si, en efecto, se produce el crecimiento, a menudo conseguirá una bonificación doble: pueden subir tanto los beneficios como el PER. Por la misma razón, tenga cuidado con las acciones que presentan un múltiplo muy alto y que han descontado ya en el precio muchos años de crecimiento. Si los beneficios bajan en lugar de subir, puede tener problemas dobles: el múltiplo bajará a la vez que los beneficios y se producirán grandes pérdidas. Siguiendo esta regla, se habrían evitado las cuantiosas pérdidas que sufrieron los inversores con las acciones de crecimiento de alta tecnología que se vendieron a múltiplos astronómicos del precio-beneficio a principios de 2000.

Fíjese que, aunque parecido, no es únicamente otro respaldo de la estrategia actualmente tan popular de «compre acciones de PER bajo». Según esta regla, es perfectamente correcto comprar un título con un PER ligeramente por encima de la media del mercado, siempre y

cuando las expectativas de crecimiento de la empresa estén muy por encima de la media. Puede llamarle a esto una estrategia ajustada de PER bajo. Algunos lo denominan una estrategia GARP («growth at a reasonable price»: crecimiento a un precio razonable). Compre acciones cuyos PER están bajos en relación con sus expectativas de crecimiento. Si puede ser incluso razonablemente preciso en la selección de empresas que en efecto gozan de un crecimiento por encima de la media, será recompensado con rendimientos por encima de la media.

Regla número 3: Resulta de ayuda comprar acciones que tengan historias de crecimiento previsto con las que los inversores puedan construir castillos en el aire.

En el capítulo 2 subrayé la importancia que tienen los elementos psicológicos en la determinación del precio de las acciones. Los inversores individuales e institucionales no son como ordenadores que calculan los precios garantizados de los PER y a continuación imprimen decisiones de compra y de venta. Son seres humanos con sentimientos, guiados por la codicia, el instinto de jugar, la esperanza y el temor en las decisiones que toman en el mercado bursátil. Por eso es por lo que la inversión de éxito exige la agudeza tanto intelectual como psicológica. Por supuesto, el mercado no es tampoco totalmente subjetivo; si aparece para establecerse una tasa de crecimiento positiva, el título tiene casi la certeza de conseguir seguidores. Pero los títulos son como las personas, unos tienen unas personalidades más atractivas que otros, y el avance del múltiplo de un título puede que se realice de forma más lenta y en proporciones más pequeñas si su historia no se hace popular. La clave del éxito es encontrarse donde estarán otros inversores unos meses

antes de que lleguen allí. Por tanto, mi consejo es que se pregunte usted si la historia que tiene su título es probable que capte la atención de las masas. ¿Es una historia de la que se pueden generar sueños contagiosos? ¿Es una historia con la que los inversores pueden construir castillos en el aire, pero castillos en el aire que en realidad se asientan sobre una base sólida?

Regla número 4: Haga el menor número de transacciones posible.

Estoy de acuerdo con la máxima de Wall Street: «Mantén los ganadores y vende los perdedores», pero no porque crea en el análisis técnico. Los cambios frecuentes a lo único que conducen es a subvencionar a su intermediario y a aumentar la carga de impuestos cada vez que realice beneficios. No digo que nunca haya que vender las acciones que producen beneficios. Las circunstancias que le llevaron a comprar el título pueden cambiar, y en especial cuando llega la época de los tulipanes al mercado, muchos de los títulos de crecimiento de éxito se pueden valorar en exceso, como sucedió en la burbuja de Internet de 1999-2000. Pero es muy difícil reconocer el momento adecuado para vender y puede entrañar altos costes fiscales. Mi propia filosofía me lleva a minimizar el número de transacciones todo lo posible. Sin embargo, no tengo piedad con los perdedores. Con pocas excepciones, vendo antes de que se acabe el año todas las acciones en las que tengo alguna pérdida. La razón para escoger ese momento es que las pérdidas son deducibles (hasta cierta cantidad) de los impuestos, o pueden compensar las ganancias que ha tenido con anterioridad. Por tanto, asumir las pérdidas puede reducir su cuenta fiscal. Si el crecimiento que espero empieza a materializarse y estoy convencido de que el

título funcionará un poco mejor, es posible que lo mantenga algún tiempo más. Pero no recomiendo demasiada paciencia en las situaciones de pérdidas, en especial cuando una actuación rápida puede producir unos beneficios fiscales inmediatos.

La teoría del mercado eficiente advierte de que incluso si se siguen reglas sensatas como éstas es difícil conseguir resultados superiores. El pequeño inversor trabaja con muchas desventajas. Una vez que una historia llega a la prensa ordinaria, es probable que el mercado ya haya tenido en cuenta esta información. La selección de acciones particulares es como criar puercoespinos. Estudian y estudian, toman una decisión y a continuación proceden con mucho cuidado. En el análisis final, por mucho que deseo que el éxito sea el resultado de seguir mis buenos consejos, puede deberse principalmente a un golpe de suerte.

A pesar de todos los peligros, la selección de acciones particulares es un juego fascinante. Mis reglas creo que inclinan las probabilidades a su favor a la vez que le protegen del riesgo excesivo que entrañan las acciones de múltiplos elevados. Pero si escoge este sendero, recuerde que un gran número de inversores, incluyendo a los entendidos, están intentando jugar el mismo juego. Y son bastante escasas las probabilidades de que alguien obtenga de forma consistente mejores resultados que los del mercado. No obstante, para muchos de nosotros intentar adivinar con antelación el mercado es un juego demasiado divertido para abandonarlo. Incluso si estuviese convencido de que no lo iba a hacer mejor que la media, estoy seguro de que la mayoría de los que tengan un carácter especulativo entre ustedes todavía querrían seguir jugando a seleccionar acciones particulares al menos con una parte de su fondo de inversión. Mis reglas, al menos, le permiten

hacerlo de un modo que limita en gran medida su exposición al riesgo.

Si quiere comprar acciones por su cuenta, le recomiendo encarecidamente que utilice una estrategia mixta: indexar el núcleo de la cartera y jugar con las acciones con el dinero con el que pueda correr mayores riesgos. Si la parte principal de los fondos de jubilación están indexados y las acciones están diversificadas con bonos e inversión inmobiliaria, puede especular con seguridad con algunas acciones determinadas, sabiendo que los huevos principales están en un cesto seguro.

Aunque utilice fondos indexados para todas sus inversiones puede modificar la ponderación de los distintos elementos de la cartera para intentar mejorar la rentabilidad. Un ajuste que hago en mi cartera indexada es sobreponerar China en relación con su peso en el índice de referencia mundial. La razón es que creo que China tiene un peso muy pequeño en relación con su importancia económica. Algunas particularidades del mercado de valores chino ha llevado a su menor valoración tanto en los fondos indexados de mercados emergentes como en los índices mundiales.

La mayoría de los índices se ponderan de forma «flotante». Si una parte de las acciones no se negocian libremente, no se cuentan para ponderar la empresa en el índice. La ponderación flotante significa que China se infravalora por dos motivos: en primer lugar, no se cuentan las acciones negociadas en los mercados de Shanghai y Shenzhen porque esas acciones sólo pueden comprarlas los chinos (con algunas excepciones). Tan sólo las acciones de libre contratación de empresas chinas cotizadas en Hong Kong o en Nueva York se cuentan en el índice. En segundo lugar, el gobierno chino posee una enorme proporción de las acciones de muchas empresas y dichas acciones no se

cuentan. El resultado es que China apenas obtiene un 2 por ciento de ponderación en los índices mundiales, mientras que, ajustado con paridad de poder adquisitivo, el PIB chino es aproximadamente un 13 por ciento del PIB mundial y sigue creciendo.

Por eso creo que el inversor tiene que poner más acciones chinas en su cartera de las que hay disponibles en los índices mundiales o de mercados emergentes. No obstante, soy fiel a mis creencias y creo que la mejor forma de hacerlo es comprar un fondo indexado amplio de empresas chinas. Tres de las que cotizan en la bolsa de Nueva York son YAO (un fondo indexado que representa a todas las empresas chinas disponibles para inversores internacionales), HAO (un índice de capitalización pequeña que contiene más medianas empresas con menos participación del gobierno) y TAO (fondo inmobiliario chino).

El paso del sustituto: Contrate a un paseante profesional de Wall Street

Hay una forma más sencilla de jugar en el paseo de la inversión: en lugar de intentar seleccionar los ganadores particulares (las acciones), escoja los mejores entrenadores (gestores de inversión). Estos «entrenadores» se presentan bajo la forma de gestores de fondos de inversión, y existen miles para que usted escoja.

En ediciones anteriores de este libro proporcioné los nombres de varios gestores de inversión que habían disfrutado de largos históricos de acertada gestión de carteras, así como breves biografías que explicaban sus estilos de inversión. Estos gestores se encontraban entre los muy escasos que habían mostrado habilidad para superar el mercado durante largos períodos. He

abandonado esa práctica en la edición actual por dos razones.

Primera, con la excepción de Warren Buffett, la mayoría de esos gestores se han retirado de la gestión activa de cartera, y el propio Buffett estaba en edad de jubilarse en 2014. La segunda razón para dejar de sugerir gestores de fondos particulares es que cada vez estoy más convencido de que los históricos pasados de los gestores de fondos carecen de valor para predecir el éxito futuro. Los pocos ejemplos de unos resultados consistentes superiores no tienen mayor frecuencia que lo que cabría esperar de la suerte.

Dando por sentado que prefiere invertir en un fondo mobiliario de inversión gestionado activamente, ¿es posible seleccionar uno que tenga unos resultados excelentes? Un método plausible, apoyado por muchos planificadores financieros y editores, es elegir los fondos con los mejores históricos de actuación reciente. Las páginas financieras de los periódicos y revistas están llenas de anuncios que declaran que tal fondo particular es el número uno en términos de su histórico de actuación. Esta perspectiva tiene al menos dos problemas. En primer lugar, muchos anuncios de fondos son bastante engañosos. El número uno de la lista suele corresponder a un periodo específico seleccionado y comparado con un grupo particular (y habitualmente pequeño) de fondos de acciones ordinarias. Por ejemplo, un fondo se anunciaba de este modo: Está implícito que este fondo obtuvo los mejores resultados durante un periodo de cuarenta y cuatro años. La verdad, revelada en una pequeña nota a pie de página a la que hacía referencia el asterisco, era que el fondo fue el número uno sólo durante un periodo específico de tres meses y sólo comparado con una categoría específica de

fondos con un valor de activos entre 250 y 500 millones de dólares.

La razón más importante para mostrarse escépticos con los historiales de actuación pasada es que, como ya he mencionado con anterioridad, no existe una relación consistente a largo plazo entre la actuación en un periodo y los resultados de la inversión en el siguiente. He estudiado la persistencia de la actuación de los fondos de inversión durante más de cuarenta años y he llegado a la conclusión de que es sencillamente imposible para los inversores garantizarse rendimientos por encima de la media con la compra de los fondos que presenten los mejores historiales recientes. Aunque se pueden encontrar unos pocos ejemplos (como el Berkshire Hathaway de Buffett) de logros excelentes y bastante constantes a largo plazo, el resultado general es que no hay una persistencia fiable a largo plazo. No pueden asegurarse unos resultados superiores con la compra de fondos de inversión que hayan superado el mercado en algunos periodos pasados. Una vez más, el pasado no predice el futuro.

He probado una estrategia en la que al comienzo de cada año los inversores clasificarían todos los fondos mobiliarios generales basándose en sus historiales de los doce meses pasados. En estrategias alternativas, he asumido que el inversor compra los diez fondos primeros, los veinte fondos primeros y así sucesivamente. No se puede superar el mercado de forma consistente mediante la compra de los fondos de inversión que hayan obtenido mejores resultados en el pasado.

También probé la estrategia de comprar los fondos «mejores» clasificados por una de las principales revistas financieras. La implicación clara de estas pruebas en el laboratorio de la actuación de los fondos, así como la investigación académica presentada en la segunda parte de

este libro, es que no se puede confiar en que un historial excelente de un gestor particular vaya a continuar de forma consistente en el futuro. A decir verdad, muchas veces sucede que los mejores de un periodo son los que causan problemas el siguiente.

El servicio de información sobre fondos de inversión Morningstar

Si la actuación reciente no es un indicador fiable para escoger un fondo de inversor, ¿qué lo es? He afirmado con frecuencia que las dos mejores cosas ocurridas a la industria de los fondos de inversión han sido la llegada de Jack Bogle (que inició el Vanguard Group de fondos de inversión de bajo coste para el consumidor a mediados de los años 70) y la de Don Phillips (que a comienzos de los años 90 comenzó el extremadamente útil servicio Morningstar, que publica información sobre fondos de inversión).

Básicamente, el Morningstar es una de las fuentes más completas de información sobre fondos de inversión que un inversor puede encontrar. Para cada fondo, Morningstar publica una sola página de información repleta de datos importantes. Sus informes muestran los rendimientos pasados, las clasificaciones de riesgo, la composición de las carteras de valores y el estilo de inversión del fondo (por ejemplo, búsqueda de grandes compañías establecidas o compañías menores de crecimiento; favorable a las acciones de «valor» con PER bajos; compra de acciones extranjeras o nacionales o ambas, y demás). Los informes indican si el fondo tiene coste de compra (comisiones) y muestran la relación anual de gastos y el porcentaje del valor del activo representado por las apreciaciones no realizadas. Si compra fondos gestionados profesionalmente,

tendrá que buscar fondos sin comisiones, impuestos y gastos bajos con pocas apreciaciones no realizadas para reducir al mínimo las obligaciones fiscales futuras. En cuanto a los fondos de bonos, Morningstar proporciona datos sobre los rendimientos, vencimiento efectivo, calidad de los bonos poseídos e información sobre comisiones y gastos.

El servicio Morningstar también utiliza un sistema de clasificación de cinco estrellas. Evalúa los resultados pasados teniendo en cuenta los rendimientos del mercado en general y los costes y riesgos unidos a la obtención de esos rendimientos. A los fondos mejores se les otorgan cinco estrellas, dos más de las que asigna Michelin a los mejores restaurantes del mundo. Las estrellas son útiles para clasificar la actuación pasada. A diferencia de las de Michelin, que casi garantizan una comida de la calidad designada, la clasificación del Morningstar no garantiza al inversor una actuación superior continuada. En el pasado los fondos de cinco estrellas no se han portado mejor que los de tres estrellas, ni siquiera que los de una, y el inversor inteligente mirará más allá de las estrellas al tomar las decisiones de inversión adecuadas.

¿Hay alguna forma de elegir un fondo gestionado activamente que se comporte mejor que la media? He hecho muchos estudios sobre la rentabilidad de los fondos de inversión para intentar explicar por qué algunos fondos se comportan mejor que otros. Como he dicho antes, los resultados pasados no ayudan a la hora de predecir el comportamiento futuro. Las dos variables que ayudan a predecir el comportamiento futuro son los porcentajes de gasto y las transacciones. Grandes gastos y muchos movimientos reducen la rentabilidad, especialmente la rentabilidad después de impuestos si los fondos están en cuentas gravables. Los fondos mejor gestionados tienen

gastos moderados y pocos movimientos. Cuantos menos gastos cobre el proveedor del servicio de inversión, más recibirá el inversor. Como dice Jack Bogle, fundador del Grupo Vanguard, en el negocio de los fondos de inversión, «recibes lo que no pagas». Recomiendo a los inversores que no compren nunca fondos gestionados activamente con gastos superiores a 50 puntos básicos (0,5 puntos por ciento) y con más del 50 por ciento de transacciones. Las estadísticas de movimientos y los porcentajes de gastos se pueden encontrar en los sitios web de los fondos y otras fuentes de información financiera como Morningstar.

El paso de Malkiel

Como saben los lectores de ediciones anteriores, me gusta comprar acciones de un tipo especial de fondo de inversión denominado fondo de capital limitado (oficialmente, una sociedad inversora de capital limitado) cuando tienen un buen descuento. Los fondos de capital limitado se diferencian de los fondos de inversión sin capital limitado (el tipo de fondo que se expuso en la sección anterior) en que ni emiten ni redimen acciones después de la oferta inicial. Para comprar o vender acciones tiene que ir a un corredor. El precio de las acciones depende de lo que otros inversores quieran pagar por ellas y, a diferencia del precio de las acciones de un fondo sin límite de capital o en ETF, no está necesariamente relacionado con el valor neto del activo. Por tanto, un fondo de capital limitado se puede vender a una prima por encima o a un precio de descuento de su valor neto del activo. Durante gran parte de los años 70 y principios de los 80 se estaban vendiendo estos fondos con descuentos sustanciales de su valor neto del activo. Los fondos de capital limitado contratan a gestores

profesionales y los gastos no son superiores a los de los fondos de inversión normales. Así que, para los que creen en la gestión profesional de la inversión, ésta era la forma de comprar con descuento, y así se lo dije a mis lectores.

El atractivo de comprar estos fondos de capital limitado con grandes descuentos era que, incluso si los descuentos permanecían en cotas elevadas, los inversores cosecharían unas recompensas extraordinarias de sus compras. Si pudiese comprar acciones con un descuento del 25 por ciento, tendría 4 dólares del valor del activo por cada 3 que invirtiese. Por tanto, incluso si los fondos sólo igualaban el rendimiento del mercado, como esperarían los que creen en el paseo aleatorio, superaría las medias.

Era como tener una cuenta de ahorros con 100 dólares que rindiese el 5 por ciento de interés. Deposita 100 dólares y gana 5 de interés cada año. Sólo que esta cuenta de ahorros se podía adquirir con un descuento del 25 por ciento, en otras palabras, por 75 dólares. Todavía conseguiría 5 dólares de interés (5 por ciento de 100), pero puesto que pagó sólo 75 dólares por la cuenta, la tasa de rendimiento que obtendría sería del 6,67 por ciento ($5/75$). Fíjese que el aumento del rendimiento no estaba previsto en el descuento. Aunque sólo recuperase 75 dólares cuando lo liquidase, todavía habría recibido una gran bonificación por los rendimientos extra mientras mantuvo la cuenta. El descuento sobre fondos de capital limitado proporcionaba bonificaciones similares. Conseguiría su parte de dividendos de 1 dólar del valor del activo aunque sólo pagase 75 centavos.

La estrategia funcionó incluso mejor de lo que se esperaba. Los descuentos se estrecharon de forma significativa en los fondos de capital limitado en Estados Unidos. Aunque la publicidad que se dio a los fondos de capital limitado en mis libros puede haber contribuido a

eliminar los descuentos, creo que la razón fundamental del estrechamiento es que los mercados de capital son razonablemente eficientes. Es posible que el mercado haya valorado mal los activos de vez en cuando, creando ineficiencias temporales. Pero si existe en realidad un área de ineficiencia en la valoración que pueda descubrir el mercado y explotar de forma fiable, los inversores a la busca de valores se aprovecharán de estas oportunidades y, por tanto, las eliminarán. Es muy posible que existan irregularidades de valoración e incluso que persistan durante algún tiempo, pero las leyes financieras de gravedad acabarán apoderándose de ellas y surgirá el valor verdadero.

Con la mayoría de los descuentos desaparecidos en el momento en que esta edición va a imprenta, los fondos de capital limitado ya no resultan una oportunidad de inversión especialmente atractiva⁵¹. Pero sigue habiendo descuentos para algunos fondos internacionales, fondos que invierten en mercados emergentes y fondos que invierten en bonos municipales. Las carteras diversificadas de fondos limitados de los mercados emergentes que vendan con descuentos sustanciales resultarán una alternativa viable —y probablemente preferible— a un fondo indexado de un mercado emergente. Cuando hay descuentos superiores al 10 por ciento, es el momento de abrir el monedero a los fondos limitados. La siguiente tabla muestra una serie de fondos limitados de mercados emergentes con sus descuentos a mediados de 2014. Compruebe los descuentos cuando esté preparado para invertir y decida si son superiores al 10 por ciento. Los descuentos no varían de una semana a la siguiente.

También hay fondos limitados que contienen bonos municipales libres de impuestos. Estos fondos vendían con descuentos en las épocas en las que los inversores estaban

preocupados sobre la solvencia de los valores municipales. La inquietud respecto a la deuda de Puerto Rico y la bancarrota de Detroit hizo bajar los precios y todos los valores de gobiernos estatales y locales dieron mayores rendimientos. Esta inquietud también provocó una bajada de los precios y mayores descuentos en los fondos de bonos municipales limitados. En 2014, muchos de estos fondos vendían a descuentos del 10 por ciento y más, y daban a los inversores rendimientos de entre el 6 y el 7 por ciento. La rentabilidad de los fondos normales de bonos municipales a largo plazo se situaba en 2014 entre el 3,5 y el 4 por ciento.

Los fondos limitados mejoran sus rentabilidades con un apalancamiento moderado. Piden prestado dinero a tipos de interés a corto plazo muy bajos para comprar bonos a largo plazo de mayor rentabilidad. Esto incrementa su rendimiento por encima del de los fondos de inversión que no utilizan el apalancamiento. Pero esto no sale gratis. El apalancamiento aumenta la volatilidad potencial y por lo tanto el riesgo de los fondos limitados.

**SELECCIÓN DE FONDOS LIMITADOS DE MERCADOS EMERGENTES CON
DESCUENTOS SOBRE SU VALOR ACTIVO**
(JUNIO 2014)

<i>Nombre del fondo (Símbolo ticker)</i>	<i>Valor activo neto (NAV)</i>	<i>Precio</i>	<i>Descuento</i>	<i>Descripción</i>
Templeton Dragon (TDF)	27,51	24,41	-11,5%	Hong Kong, China, Taiwán
Morgan Stanley Asia-Pacific (API)	17,82	15,94	10,5	Mercados asiáticos
Latin American Equity (LAQ)	32,89	29,54	11,2	Todos los mercados latinoamericanos emergentes
Korea Fund (KF)	46,70	41,84	-10,4	Empresas coreanas
Aberdeen Greater	11,30	9,97	-11,8	Renta variable de empresas chinas
Aberdeen Singapore	14,69	13,00	11,5	Valores de Singapur (al menos 65%) e inversiones en otros países del Pacífico
Morgan Stanley Emerging Market (EMF)	17,12	15,42	-9,9	Todos los mercados emergentes
Taiwan (TWN)	20,94	19,17	-8,5	Empresas taiwanesas

SELECCIÓN DE FONDOS DE BONOS MUNICIPALES LIMITADOS CON DESCUENTOS SOBRE SU VALOR ACTIVO NETO (JUNIO 2014)

<i>Nombre del fondo (símbolo ticker)</i>	<i>Valor activo neto (NAV)</i>	<i>Precio</i>	<i>Descuento</i>	<i>Descripción</i>
BlackRock Municipal Income Investment (BBF)	15,12	13,77	-8,9%	Nacional
Invesco Municipal Trust (VKQ)	13,77	12,43	9,7	Nacional
Nuveen Quality Municipal Fund (NQI)	14,66	13,11	10,6	Nacional
BlackRock CA Municipal (BFZ)	15,92	15,02	5,7	California
Nuveen NJ Municipal (NQJ)	15,34	13,60	11,3	Nueva Jersey
Nuveen NY Dividend Advantage (MAB)	15,20	13,67	10,1	Nueva York
Eaton Vance Municipal (MAB)	14,90	13,61	8,7	Massachusetts
BlackRock PA Municipal Yield (MPA)	15,83	14,24	10,0	Pensilvania

Una paradoja

Aunque algunos fondos limitados de mercados emergentes parecían atractivos durante 2014, los fondos internos con valores estadounidenses ya no vendían a los niveles de ganga de períodos anteriores. Esto ilustra una paradoja importante de asesoría de inversión, así como la máxima de que los valores auténticos acaban prevaleciendo en el mercado. Existe una paradoja fundamental sobre la utilidad de la asesoría de inversión en relación con títulos específicos. Si el asesoramiento llega a bastante gente y todos lo llevan a cabo, el conocimiento del consejo destruye su utilidad. Si todo el mundo conoce la existencia de una «buena compra» y todos van corriendo a comprar, el precio de la «buena compra» subirá hasta que ya no resulte una buena compra.

Éste es el principal pilar lógico sobre el que se apoya la teoría de la eficiencia del mercado. Si no se impide que se extiendan las noticias, los precios reaccionarán rápidamente de manera que reflejen todo lo que se conoce. Esto me llevó a predecir en la edición de 1981 que no siempre se podrían conseguir unos descuentos tan favorables. Escribí entonces: «Me sorprendería mucho ver que los niveles de descuentos de los años 80 se perpetuasen indefinidamente». Por la misma razón soy escéptico sobre la posibilidad de que las reglas sencillas de dominio popular tengan éxito indefinidamente. Hay una historia académica muy conocida sobre el paseo aleatorio de un profesor de finanzas y sus alumnos. Cuando él y sus alumnos vieron un billete de 100 dólares en el suelo, les dijo que no hiciesen caso. Si fuese de verdad un billete de 100 dólares —razonó en voz alta—, alguien lo hubiese cogido ya. Por suerte, los estudiantes eran escépticos, no sólo sobre los profesionales de Wall Street, sino también sobre los profesores doctos, y por eso recogieron el dinero.

Está claro que existe una lógica considerable en la posición del profesor de finanzas. En los mercados en los que gente inteligente está a la búsqueda de valores, no es probable que se deje permanentemente un billete de 100 dólares para que se lo lleven. Pero la historia nos dice que las oportunidades sin explotar existen de vez en cuando, lo mismo que existen las épocas de valoración especulativa excesiva. Conocemos el caso de los holandeses que pagaban cantidades astronómicas por los bulbos de tulipán, el de los ingleses que se gastaban el dinero de modo extravagante en las burbujas más improbables y el de los modernos gestores institucionales de fondos que estaban convencidos de que algunas acciones de Internet eran tan diferentes de las demás que cualquier precio era razonable. Y cuando el pesimismo se adueñaba de los inversores, se

escapaban las auténticas oportunidades de inversión fundamental, como los fondos de capital limitado. A pesar de todo, las valoraciones excesivas acabaron corrigiéndose y los inversores atraparon la oferta de los fondos de capital limitado. Quizás el consejo del profesor de finanzas debería haber sido: en este sentido es en el que me considero un caminante aleatorio. Estoy convencido de que el valor verdadero aflorará, pero, de vez en cuando, no me sorprende que existan anomalías. Es posible que a veces haya billetes de 100 dólares en el suelo y, por supuesto, detendré mi paseo aleatorio para inclinarme a propósito y recogerlos.

Los asesores de inversiones

Si sigue las recomendaciones de este libro al pie de la letra, no necesita un asesor de inversiones. Al menos que tenga complicaciones legales o fiscales, debería ser capaz de conseguir la diversificación necesaria y hacer un reequilibrado por su cuenta. Incluso puede resultarle divertido y encargarse totalmente de su programa de inversiones.

El problema de los asesores de inversiones es que suelen ser bastante caros y problemáticos. Muchos asesores le cobrarán un 1 por ciento anual o más por gestionar sus asuntos. Los corredores le cobrarán todavía más, entre un 2 y un 3 por ciento anual en comisiones. Como sospecho que las rentabilidades van a ser de un solo dígito durante un tiempo, esas comisiones van a perjudicar mucho al rendimiento neto de sus inversiones.

Muchos asesores de inversiones a menudo tienen conflictos de intereses. Algunos le colocarán en fondos que sobornan a los asesores. En otras palabras, los asesores cobran por asignarle esos fondos. Quizás esos fondos no le

interesen (efectivamente, suelen tener porcentajes de gastos muy altos). Si cree que necesita un asesor de inversiones, asegúrese de que es un asesor que cobre «sólo honorarios». Estos asesores no cobran por asignar productos de inversión y es más probable que tomen decisiones en interés del cliente en lugar de en el suyo propio.

Si cree que la selección de un conjunto de inversiones adecuadamente diversificado y su reequilibrado posterior, tal como he sugerido, es demasiado trabajo, hay una alternativa barata. Le advierto desde el principio que el servicio que propongo es uno en el que soy director general de inversiones y por lo tanto quiero dejar claro mi conflicto de intereses. La empresa se llama Wealthfront. Es el servicio de inversiones automatizado más grande y que más está creciendo. Wealthfront presenta una amplia selección de fondos de índice cotizados elegidos por su bajo coste. La comisión general es de solo un 0,4 por ciento anual y se incluyen todos los gastos de corretaje. Wealthfront reequilibra la cartera automáticamente e incluso ofrece un programa de recuperación de pérdidas fiscales. Si uno de los ETF en las inversiones diversificadas de su cartera ha bajado, Wealthfront lo venderá con pérdidas y lo sustituirá por un instrumento de inversión similar, pero no idéntico. Así pues, en lugar de tener que pagar una considerable factura fiscal al final del año (como sucede con muchos fondos gestionados activamente), Wealthfront puede proporcionarle algunas pérdidas de capital que compensen las ganancias y que se pueden deducir hasta un límite de sus impuestos. La dirección de contacto de Wealthfront es www.wealthfront.com si desea más información.

Unas reflexiones finales sobre nuestro paseo

Nos encontramos al final de nuestro paseo. Echemos una mirada hacia atrás un momento para ver dónde hemos estado. Está claro que es rara la capacidad de superar la media de manera consistente. Ni el análisis fundamental de la base sólida del valor de un título ni el análisis técnico de la tendencia del mercado a hacer castillos en el aire puede producir unos resultados superiores fiables. Hasta los profesionales tienen que taparse la cara de vergüenza cuando comparan los resultados que obtienen con los conseguidos por el método de seleccionar acciones lanzando los dardos.

Las políticas sensatas de inversión para personas particulares se deben desarrollar en dos pasos. Primero, es de importancia crucial entender las alternativas del riesgo-rendimiento que se pueden encontrar y hacer la selección de valores a la medida del carácter y de las necesidades propias. La cuarta parte proporciona una guía cuidadosa para esta parte del paseo, en la que se incluyen unos ejercicios de precalentamiento que abarcan desde la planificación de los impuestos hasta la gestión de los fondos de reserva y una guía siguiendo el ciclo vital para las asignaciones de la cartera. Este capítulo ha cubierto la parte fundamental del paseo aleatorio por Wall Street: tres pasos importantes para comprar acciones. Empecé sugiriendo unas estrategias razonables que son coherentes con la existencia de mercados eficientes. La estrategia de indexación es la más recomendable. Como mínimo, la parte fundamental de una cartera de inversión debería estar indexada. Sin embargo, reconocía que la mayoría de los inversores no se convencerían de que la teoría del paseo aleatorio es válida. Decir al inversor que no existe ninguna esperanza de superar las medias es como decir a un niño de seis años que no existen los Reyes Magos. Le quita la chispa a la vida.

Para los que estén afectados de manera incurable por el microbio especulativo, que insisten en seleccionar acciones particulares en un intento de superar al mercado, les ofrecía cuatro reglas. Las probabilidades les son desfavorables, pero es posible que tengan suerte y hagan grandes ganancias. También sugería que es posible que quisiera apostar por los escasos gestores de inversión que, por lo menos en el pasado, han demostrado cierto talento para encontrar los pocos billetes de 100 dólares caídos por el mercado. Nunca olvide que el pasado no es una guía recomendable para el comportamiento futuro.

La inversión es un poco como hacer el amor. En última instancia, es un arte que requiere parte de talento y la presencia de una fuerza misteriosa que se llama suerte. En efecto, la suerte puede ser responsable en un 99 por ciento del éxito de las pocas personas que han superado los índices bursátiles. «Aunque los hombres se vanaglorian de sus hazañas —escribió La Rochefoucauld—, éstas son con más frecuencia producto de la casualidad que de sus designios.»

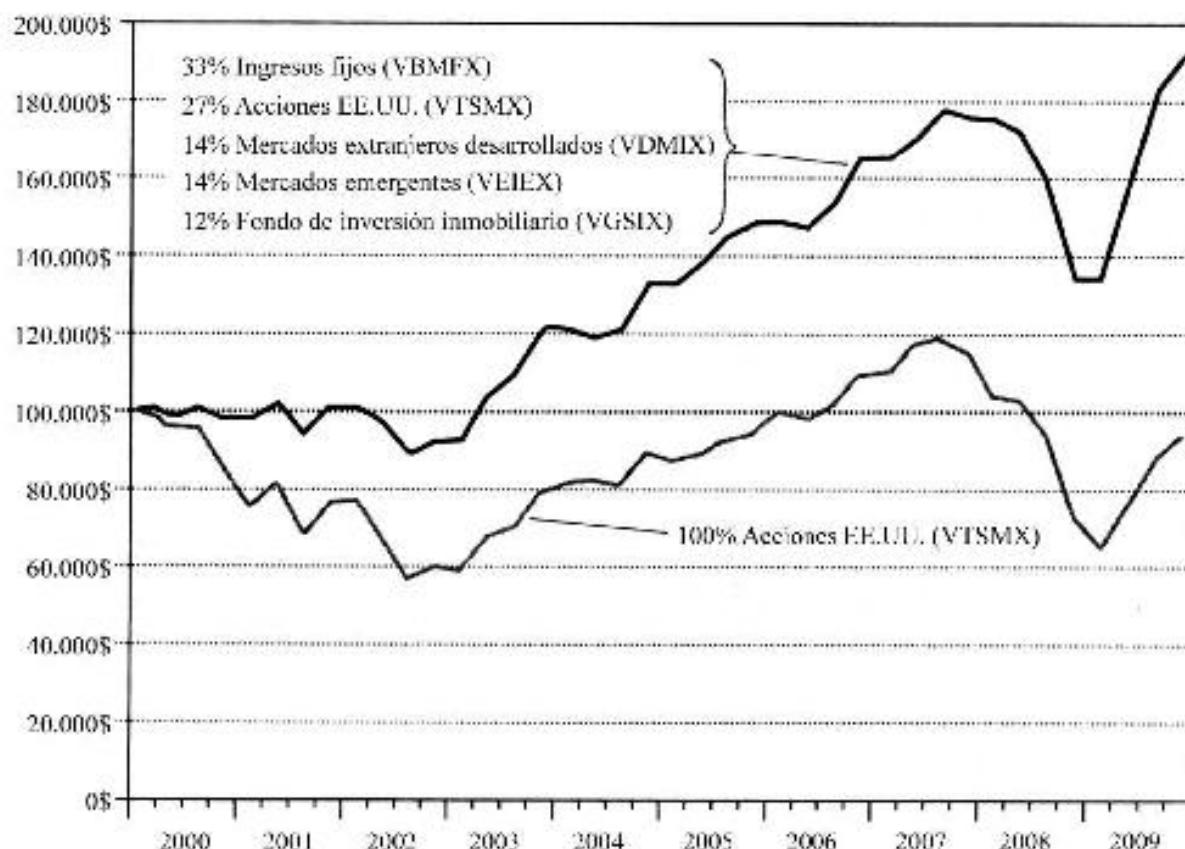
El juego de la inversión es también como hacer el amor en otro sentido importante: es demasiado divertido para dejarlo. Si posee el talento de reconocer títulos que tienen un buen valor y el arte de reconocer una historia que puede antojársele a los demás, es una gran sensación ver cómo el mercado le vindica. Incluso si no tiene tanta suerte, mis reglas le ayudarán a limitar los riesgos y a evitar gran parte de las molestias que a veces entraña el juego. Si sabe que ganará o, por lo menos, que no perderá demasiado, y si indexa al menos la parte principal de su cartera, será capaz de jugar con más satisfacción. Como mínimo, espero que este libro haga el juego todo lo más divertido posible.

Una última cosa

Una de las mayores satisfacciones de escribir once ediciones de este libro han sido las numerosas cartas que me han llegado de inversores agradecidos. Todos me dicen qué bien les ha ido siguiendo un consejo sencillo que sigue siendo el mismo desde hace más de cuarenta años. Estas lecciones conllevan la diversificación amplia, el reequilibrado anual, utilizar fondos indexados y aguantar.

La primera década del nuevo milenio ha sido una época llena de retos para los accionistas. Incluso un fondo con todas las acciones del mercado formado exclusivamente con acciones estadounidenses perdió dinero. A pesar de todo, en esta década horrible, de haber seguido las lecciones intemporales que propugno, se habrían conseguido resultados satisfactorios. El gráfico 44 muestra que una inversión en el VTSMX (Vanguard Total Stock Market Fund) no tuvo rentabilidades positivas en la década «perdida» de los «naughties». Pero supongamos que el inversor diversificó su cartera con los porcentajes conservadores que indicaba en el gráfico 42 para las personas de mediana edad. La cartera diversificada (con reequilibrado anual) produjo un rendimiento bastante satisfactorio incluso en una de las peores décadas de las que los inversores tienen memoria. Y si los inversores utilizaron además la compra en cantidades constantes para ir añadiendo pequeñas cantidades a la cartera durante ese tiempo, los resultados fueron aun mejores. Si sigue estas sencillas reglas y las lecciones intemporales que se propugnan en este libro le irá bien, incluso en tiempos difíciles.

GRÁFICO 44
**UNA CARTERA MUY DIVERSIFICADA DE FONDOS DE INVERSIÓN
 (CON REEQUILIBRADO ANUAL) PRODUJO RENDIMIENTOS ACEPTABLES
 INCLUSO EN LA PRIMERA DÉCADA DEL SIGLO XXI**



[49](#) Algunos agentes de Bolsa ofrecen transacciones de ETF sin comisiones.

[50](#) «Little Miss Muffet» es una canción infantil inglesa que habla de una niña que merendaba y se asustó al ver una araña.

[51](#) En efecto, cuando compra unos fondos nuevos de capital limitado con un valor a la par más un 5 por ciento de comisión de suscripción, no sólo es afectado por el equivalente a una gran comisión de apertura, sino que también corre el riesgo de que el fondo se venda con descuento en algún momento en el futuro. Nunca compre un fondo de capital limitado a su precio de oferta inicial. Casi de forma invariable resultará ser un mal negocio. Sin embargo, merece la pena comprobar si los descuentos se amplían en el futuro cuando las condiciones del mercado sean inestables.

Título original: *A Random Walk Down Wall Street, 11th edition*

Esta edición ha sido publicada por acuerdo con W.W. Norton.

Edición en formato digital: 2016

© 2016, 2015, 2012, 2011, 2007, 2003, 1999, 1996, 1990, 1985, 1981, 1975,
1973, by W. W. Norton & Company, Inc.

© de la traducción: María Hernández Díaz, 2016

© Alianza Editorial, S. A., Madrid, 2016

Calle Juan Ignacio Luca de Tena, 15

28027 Madrid

alianzaeditorial@anaya.es

ISBN ebook: 978-84-9104-262-4

Está prohibida la reproducción total o parcial de este libro electrónico, su transmisión, su descarga, su descompilación, su tratamiento informático, su almacenamiento o introducción en cualquier sistema de repositorio y recuperación, en cualquier forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, conocido o por inventar, sin el permiso expreso escrito de los titulares del Copyright.

Conversión a formato digital: REGA

www.alianzaeditorial.es