

*El mejor método para garantizar
la rentabilidad en bolsa*

EL PEQUEÑO LIBRO



PARA
INVERTIR
CON
SENTIDO
COMÚN



JOHN C. BOGLE

Fundador y exCEO de Vanguard Mutual Fund

DEUSTO

Índice

Portada

Dedicatoria

Introducción. No permitas que una estrategia ganadora se convierta en una estrategia perdedora

Capítulo uno. Una parábola

Capítulo dos. Exuberancia racional

Capítulo tres. Únete al bando de los negocios

Capítulo cuatro. Cómo la mayoría de los inversores convierten un juego de ganadores en uno de perdedores

Capítulo cinco. La gran ilusión

Capítulo seis. Los impuestos también son costes

Capítulo siete. Cuando los buenos tiempos no se prolongan

Capítulo ocho. Seleccionando los ganadores de largo plazo

Capítulo nueve. Los ganadores de ayer, los perdedores de mañana

Capítulo diez. ¿Buscas consejo para seleccionar fondos?

Capítulo once. Céntrate en los fondos de menor coste

Capítulo doce. Benefíciate de la majestad de la simplicidad

Capítulo trece. Fondos de bonos y fondos del mercado monetario

Capítulo catorce. Fondos indexados que prometen batir el mercado

Capítulo quince. El fondo cotizado

Capítulo dieciséis. ¿Qué habría pensado Benjamin Graham sobre la indexación?

Capítulo diecisiete. «Las implacables reglas de la humilde aritmética»

Capítulo dieciocho. ¿Qué debo hacer ahora?

Agradecimientos

Notas

Créditos

Te damos las gracias por adquirir este EBOOK

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

¡Regístrate y accede a contenidos exclusivos!

Próximos lanzamientos
Clubs de lectura con autores
Concursos y promociones
Áreas temáticas
Presentaciones de libros
Noticias destacadas

PlanetadeLibros.com

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



Explora Descubre Comparte

A PAUL A. SAMUELSON, catedrático de Economía en el Instituto Tecnológico de Massachusetts, premio Nobel y sabio de las inversiones.

En 1948, cuando era estudiante en la Universidad de Princeton, su libro de texto ya clásico me introdujo en la ciencia económica. En 1974, sus escritos reavivaron mi interés en la indexación del mercado como estrategia de inversión.

En 1976, su columna en *Newsweek* aplaudió mi creación del primer fondo de inversión indexado del mundo. En 1993, escribió el prólogo de mi primer libro, y en 1999 ofreció un potente apoyo para mi segunda obra. Ahora, en su nonagésimo segundo año de vida, sigue siendo mi mentor, mi inspiración, la luz que me guía.

Introducción

No permitas que una estrategia ganadora se convierta en una estrategia perdedora

EL ÉXITO EN LAS INVERSIONES ESTÁ relacionado con el sentido común. Como dijo el Oráculo,[*] es simple, pero no es fácil. La aritmética simple sugiere, y la historia lo confirma, que la estrategia ganadora es la de poseer todos los negocios que cotizan en bolsa del país a un coste muy bajo. Con ello, te garantizas capturar casi la totalidad de los rendimientos que estos generan en forma de dividendos y beneficios.

La mejor manera de implementar esta estrategia es simple: adquirir un fondo que invierta en esta cartera, y mantenerla para siempre. A este tipo de fondos se les conoce como fondos indexados y son simplemente una cesta (cartera) en la que hay muchos, muchos huevos (acciones) diseñada para replicar el rendimiento general de cualquier mercado financiero o sector del mercado.[1] Los fondos indexados clásicos, por definición, representan básicamente la cesta de acciones del mercado en su totalidad, no solo unos cuantos huevos sueltos. Estos fondos eliminan el riesgo de las acciones individuales, el de los sectores de mercado, y el de la elección del gestor, y tan solo el riesgo de mercado permanece (que ya de por sí es suficientemente grande, gracias). Los fondos indexados compensan su falta de emoción en el corto plazo con su verdaderamente emocionante productividad de largo plazo.

Los fondos indexados eliminan el riesgo de las acciones individuales, los sectores de mercado, y la selección del gestor. Solo permanece el riesgo de mercado.

Este libro es mucho más que un texto sobre fondos indexados. Es un libro que tiene la determinación de cambiar la forma que tienes de pensar sobre las inversiones. Porque cuando entiendas cómo funcionan en verdad nuestros mercados financieros, te darás cuenta de que el fondo indexado es, de hecho, la única inversión que garantiza que recojas la justa parte de los beneficios que las empresas generen. Gracias al milagro del interés compuesto, la riqueza que esas rentabilidades han acumulado a lo largo de los años ha sido poco menos que fantástica.

Me refiero al fondo indexado clásico, que está ampliamente diversificado, que invierte todo (o casi todo) su patrimonio en adquirir su parte proporcional de los 15 billones de dólares de capitalización de la bolsa estadounidense, mientras opera con gastos mínimos y sin honorarios de asesoramiento, con una rotación de cartera minúscula, y una alta eficiencia fiscal. El fondo indexado es dueño de la América corporativa: compra una participación en cada acción del mercado en proporción a su capitalización y la mantiene después para siempre.

Por favor, no despreciemos el poder de someter al interés compuesto las fabulosas rentabilidades obtenidas por nuestras empresas. A lo largo del pasado siglo, nuestras corporaciones han ganado una rentabilidad sobre su capital del 9,5 por ciento por año. Aplicando esa rentabilidad al interés compuesto durante una década, cada dólar inicial invertido crece hasta 2,48 dólares; durante dos décadas, 6,14 dólares; durante tres décadas, 15,22 dólares; durante cuatro décadas, 37,72 dólares, y durante cinco décadas, 93,48 dólares.^[2] La magia del interés compuesto es poco menos que un milagro. Dicho de otro modo, gracias al crecimiento, la productividad, la

inventiva y la innovación de nuestras corporaciones, el capitalismo crea riqueza, *un juego de suma positiva* para sus propietarios. *Invertir en acciones es una estrategia ganadora.*

Las rentabilidades que obtienen los negocios se traducen en última instancia en las rentabilidades que obtiene la bolsa. No tengo manera de saber qué parte de estas rentabilidades has conseguido en el pasado. Pero los estudios académicos sugieren que si inviertes en una típica cartera de acciones, tus beneficios han sido menores que los del mercado en aproximadamente 2,5 puntos porcentuales por año. Aplicando esa cifra a la rentabilidad anual del 12 por ciento conseguida durante los últimos veinticinco años por el índice de acciones Standard & Poor's 500, tu rentabilidad anual ha sido menor del 10 por ciento. Resultado: tu porción de la tarta del mercado ha sido inferior al 80 por ciento. Además de esto, como se explica en el capítulo 5, si eres el inversor típico en un fondo de inversión, te ha ido aún peor.

Si no crees que esa es la experiencia de la mayoría de los inversores, piensa por un momento en las implacables normas de la humilde aritmética. Estas normas férreas definen el juego. Como inversores, todos nosotros como grupo conseguimos la rentabilidad de mercado. El valor que logramos como grupo —espero que estés sentado para esta sorprendente revelación— es el promedio. Cada rendimiento adicional que cada uno de nosotros consiga significa que otro de nuestros compañeros sufre un déficit en su rentabilidad de precisamente la misma cantidad. *Antes de la deducción de los costes de inversión, batir el mercado de valores es un juego de suma cero.*

Pero los costes de jugar al juego de la inversión reducen las ganancias de los ganadores y aumentan las pérdidas de los perdedores. Así que, ¿quién gana? Seguro que lo sabes. Los intermediarios (en realidad, las agencias de correduría, los agentes, los banqueros de inversión, los gestores de dinero, los comercializadores, los abogados, los contables, los departamentos de operaciones de nuestro sistema financiero) son los únicos que tienen la seguridad de ganar en el juego de la inversión. *Nuestros crupieres financieros siempre ganan.* En el casino, la casa siempre gana. En

las carreras de caballos, el hipódromo siempre gana. En la lotería primitiva, el Estado siempre gana. La inversión no es diferente. *Tras deducir los costes de invertir, batir el mercado de acciones es un juego de perdedores.*

Sí, después de los costes de la intermediación financiera —todas esas comisiones de intermediación, costes de transacciones de cartera, y gastos de operación del fondo; todos esos honorarios de gestión; todos esos dólares en publicidad y todos los planes de comercialización; y todos esos gastos legales y honorarios de custodia que pagamos, día tras día y año tras año—, batir el mercado es inevitablemente un juego de perdedores. No importa cuántos libros se publiquen y se publiciten intentando mostrar lo fácil que es ganar, los inversores se quedan cortos. De hecho, cuando añadimos a la ecuación el coste de estos libros de autoayuda para inversión, se vuelve incluso más aún un juego de perdedores.

No permitas que un juego de ganadores se convierta en un juego de perdedores.

La maravillosa *magia de la capitalización de rentabilidades* que se refleja en la productividad de largo plazo de las empresas estadounidenses se traslada, entonces, a las igualmente maravillosas rentabilidades de la bolsa. Pero esas rentabilidades son superadas por la poderosa *tiranía de capitalizar los costes* de inversión. Para los que eligen jugar, las probabilidades a favor de la consecución de rentabilidades superiores son desastrosas. Simplemente, jugar condena al inversor medio a un doloroso déficit sobre las rentabilidades generadas por el mercado en el largo plazo.

La mayoría de los inversores piensan que pueden superar los escollos de la inversión mediante la investigación y el conocimiento, negociando acciones con presteza para permanecer un paso por delante del juego. Pero mientras que los inversores que menos negocian tienen una escasa probabilidad de capturar las rentabilidades de mercado, los que más

negocian están condenados al fracaso. Un estudio académico mostraba que el quintil más activo de todos los inversores rotaba su cartera a una tasa de más del 21 por ciento al mes. En tanto que ganaron una rentabilidad de mercado del 17,9 por ciento al año durante los periodos de 1990 a 1996, incurrieron en costes de negociación de aproximadamente el 6,5 por ciento, lo que les dejó con una rentabilidad anual del 11,4 por ciento, solo dos tercios de la rentabilidad en esa fuerte subida de mercado.

Los inversores en fondos confían en que podrán seleccionar fácilmente gestores de fondos superiores. Se equivocan.

Los inversores en fondos tienen ideas sobredimensionadas sobre su propia omnisciencia. Escogen fondos en función de la superioridad en el rendimiento reciente de los gestores de fondos, o incluso de su superioridad en el largo plazo, y contratan asesores que les ayuden a hacer eso mismo. Pero los asesores tienen incluso menos éxito aún (véanse capítulos 8, 9 y 10). Ignorando el peaje que se paga por los costes, los inversores en fondos desembolsan voluntariamente fuertes comisiones de comercialización e incurrir en excesivos honorarios y gastos de gestión de sus fondos, y están inconscientemente sujetos a los sustanciales, pero ocultos, costes de transacción en que incurrir los fondos a consecuencia de su rotación de cartera hiperactiva. Los inversores en fondos confían en que pueden seleccionar fácilmente gestores de fondos superiores. Pero se equivocan.

Por el contrario, para los que invierten y después se retiran del juego y nunca pagan un solo coste innecesario, las probabilidades a favor del éxito son asombrosas. ¿Por qué? Simplemente porque son propietarios de *empresas*, y las empresas, como grupo, ganan rentabilidades sustanciales sobre su capital y pagan dividendos a sus dueños. Sí, muchas compañías individuales fracasan. Empresas con ideas fallidas y estrategias rígidas y

equipos de dirección débiles en última instancia caen víctimas de la *destrucción creativa*, que es el emblema del capitalismo competitivo, para que otras les sucedan.[3] Pero en el agregado, las empresas crecen con el crecimiento de largo plazo de nuestra vibrante economía.

Este libro te dirá por qué deberías dejar de contribuir a los crupieres de los mercados financieros, que se llevan alrededor de 400.000 millones de dólares cada año de ti y de tus compañeros inversores. También te contará lo fácil que es hacer simplemente eso: límitate a comprar la bolsa al completo. Después, una vez que hayas comprado tus acciones, sal del casino y permanece fuera. Límitate a mantener la cartera de mercado para siempre. Y eso es lo que hace el fondo indexado.

Esta filosofía de inversión no es solo simple y elegante. La aritmética en que se basa es irrefutable. Pero su disciplina no es fácil de seguir. Mientras nosotros los inversores aceptemos el *statu quo* de la enloquecida mezcolanza que el mercado financiero es hoy día; mientras que disfrutemos de la diversión (sin reparar en el coste) de comprar y vender acciones; mientras sigamos sin darnos cuenta de que existe un camino mejor, esa filosofía parecerá contraintuitiva. Pero te pido que consideres cuidadosamente el apasionado mensaje de este pequeño libro. Cuando lo hagas, tú también querrás unirte a la revolución e invertir de una nueva forma, más económica y eficiente, incluso más honesta, una forma más productiva en la que tu interés propio será lo primero.

Puede parecer descabellado por mi parte tener la esperanza de que un pequeño libro pueda encender la llama de una revolución en la inversión. Las ideas nuevas que se enfrentan a lo establecido son siempre recibidas con duda, desdén, e incluso miedo. De hecho, hace doscientos treinta años, Thomas Paine, cuyo panfleto llamado «Sentido común» ayudó a encender la revolución estadounidense, se enfrentó al mismo desafío. Esto es lo que Paine escribió:

Los sentimientos contenidos en las siguientes páginas quizás no sean lo suficientemente modernos para conseguirles el favor general; el hábito persistente de no pensar que algo esté mal le concede a esto la apariencia superficial de estar bien, y levanta de entrada un formidable

clamor en defensa de la costumbre. Pero el tumulto pronto se calma. El tiempo consigue más conversos que la razón.

En las siguientes páginas, no ofrezco nada más que meros datos, argumentos simples, y sentido común; y no tengo otros preliminares que acordar con el lector, salvo pedirle que se distancie del prejuicio y la presunción, y deje que su razón y sus sentimientos determinen por ellos mismos; que hará gala, o más bien que no se desprenderá, del verdadero carácter de un hombre, y agrandará generosamente sus miras más allá del día presente.

Como ahora sabemos, los articulados y potentes argumentos de Thomas Paine triunfaron en su día. La revolución estadounidense llevó a nuestra Constitución, que hasta la fecha define la responsabilidad de nuestro gobierno, nuestros ciudadanos y el tejido de nuestra sociedad. Inspirado por sus palabras, titulé mi libro de 1999 *Common Sense in Mutual Funds* (Sentido común en fondos de inversión), y pedí a los inversores que se distanciaran del prejuicio y que agrandasen generosamente sus miras más allá del día presente. En este nuevo libro, reitero esa proposición.

Si «pudiera tan solo explicarle a suficientes personas, con el suficiente cuidado, el suficiente detalle y la suficiente seriedad, el porqué de las cosas, finalmente todo el mundo se daría cuenta, y entonces todo se arreglaría».

En *Common Sense in Mutual Funds*, también apliqué a mi yo idealista estas palabras del difunto periodista Michael Kelly: «El sueño que guía (al idealista) es que si pudiera tan solo explicarle a suficientes personas, con el suficiente cuidado, el suficiente detalle y la suficiente seriedad, el porqué de las cosas, finalmente todo el mundo se daría cuenta, y entonces todo se arreglaría». Este libro es mi intento de explicar el sistema financiero a tantos de vosotros como estéis dispuestos a escuchar con el suficiente cuidado, el suficiente detalle y la suficiente seriedad como para que os deis

cuenta y todo se arregle. O al menos que vuestra propia participación en el sistema financiero sea la correcta.

Algunos pueden sugerir que, como creador tanto de Vanguard en 1974 como del primer fondo indexado en 1975, tengo intereses creados en convencerles de mi opinión. ¡Por supuesto que los tengo! Pero no porque me beneficie al hacerlo. No gano ni un céntimo con ello. Más bien, quiero convencerte porque los mismos elementos que formaron los cimientos de Vanguard tantos años atrás —todos esos valores y estructuras y estrategias— te enriquecerán.

En los primeros años de la indexación, la mía era una voz solitaria. Pero había otros creyentes reflexivos y respetados cuyas ideas me inspiraron para continuar con mi misión. Hoy en día, muchos de los más sabios y exitosos inversores apoyan el concepto de fondo indexado, y entre los académicos, la aceptación está cerca de ser universal. *Pero no tienes por qué creerme a mí.* Escucha a estos expertos independientes sin intereses personales en el asunto, salvo el de difundir la verdad en el mundo de la inversión. Oirás hablar de alguno de ellos al final de cada capítulo.

Escucha, por ejemplo, a Paul A. Samuelson, premio Nobel y profesor de Economía en el Instituto Tecnológico de Massachusetts, a quien va dedicado este libro: «Los razonados preceptos de Bogle pueden permitir que un millón de ahorradores nos convirtamos a veinte años vista en la envidia de nuestros vecinos, mientras que al mismo tiempo habremos podido dormir tranquilos en estos tiempos azarosos».

Dicho de otro modo, en palabras del himno Shaker: «Es el regalo de ser simple, es el regalo de ser libre, es el regalo de llegar adonde deberíamos estar». Adaptando este mensaje a la inversión simplemente mediante la inversión en un fondo indexado, serás libre de casi todos los costes excesivos de nuestro sistema financiero, y recibirás, cuando llegue el tiempo de echar mano de los ahorros que hayas capitalizado, el regalo de llegar justo adonde deberías estar.

El sistema financiero, por desgracia, no se arreglará en mucho tiempo. Pero la naturaleza glacial de ese cambio no te impide velar por tus propios intereses. No tienes que participar en su cara necedad. Si eliges jugar el

juego de los ganadores de invertir en empresas y te abstienes de jugar al de los perdedores de tratar de batir el mercado, puedes empezar la tarea simplemente usando tu propio sentido común, comprendiendo el sistema e invirtiendo con los únicos principios que eliminarán sustancialmente todos sus costes excesivos. Luego, finalmente, ante cualquier rentabilidad que nuestras empresas tengan la generosidad de entregar en los años futuros, al estar reflejadas en nuestros mercados de acciones y bonos, tendrás la garantía de ganar tu parte equitativa. Cuando comprendas estas realidades, verás que solo se trata de sentido común.

JOHN C. BOGLE

Valley Forge, Pennsylvania

5 de enero de 2007

No tienes por qué crearme a mí

Charles T. Munger, socio de Warren Buffett en Berkshire Hathaway, dice: «El sistema general de gestión de dinero [hoy en día] requiere que la gente finja que puede hacer algo de lo que es incapaz y que le gusta algo que le disgusta. Es un negocio gracioso porque, en términos netos, el negocio de la gestión de inversiones en conjunto no añade valor a todos los compradores combinados. *Esta es la forma en que ha funcionado*. Los fondos de inversión cargan un 2 por ciento por año y luego los agentes hacen que la gente cambie de fondo a fondo, lo que le cuesta otros tres o cuatro puntos porcentuales. El pobre público en general obtiene un producto terrible por parte de los profesionales. Pienso que es asqueroso. Es mucho mejor ser parte de un sistema que aporta valor a la gente que compra el producto».

William Bernstein, gestor de inversiones (y neurólogo), y autor de *The Four Pillars of Investing*, dice: «Ya es bastante malo que tengas que incurrir en el riesgo de mercado. Solo un necio incurriría en riesgos adicionales de hacer más daño aún por no diversificar apropiadamente sus propios ahorros. Evita el problema: compra un fondo indexado bien gestionado e invierte así en todo el mercado».

Así lo expresa *The Economist* de Londres: «La verdad es que, en su mayoría, los gestores de fondos han ofrecido un valor extremadamente pobre a cambio del dinero recibido. Sus registros de alto rendimiento casi siempre son seguidos de rachas de bajo rendimiento. En periodos largos, casi ningún gestor de fondos ha ganado a los índices de mercado. Animar a los inversores, en lugar de a repartir sus riesgos sabiamente o a buscar el mejor ajuste con sus pasivos del futuro, a poner su dinero en los activos más de moda, con frecuencia cuando ya están sobrevalorados. Y mientras tanto cargan a sus clientes altos honorarios por el privilegio de perder su dinero [...]. (Una) lección específica [...] es los méritos de la inversión indexada [...] casi nunca encontrarás un gestor de fondos que pueda batir el mercado repetidamente. Es mejor invertir en un fondo

indexado que promete una rentabilidad de mercado pero con honorarios significativamente menores».

Los lectores de *El pequeño libro* interesados en revisar las fuentes originales de las citas en el apartado «No tienes por qué creermé a mí» que aparece al final de cada capítulo, y otras citas del texto principal, pueden encontrarlas en mi página web: <www.johncbogle.com>. Ni se me ocurriría desperdiciar valiosas páginas de este libro con una pesada bibliografía, así que, por favor, no dudes en visitar mi página. Es verdaderamente asombroso que tantos gigantes de la academia y muchos de los más grandes inversores del mundo, famosos por batir el mercado, confirmen y aplaudan las virtudes de la inversión indexada. Espero que su sentido común, quizás incluso más que el mío propio, os hagan a todos inversores más sabios.

Capítulo uno

Una parábola *La familia Gotrocks*

INCLUSO ANTES DE QUE PIENSES sobre «fondos indexados» —en su forma más básica, fondos de inversión que se limitan a comprar todas las acciones del mercado estadounidense y las mantienen para siempre—, debes entender cómo funciona en verdad la bolsa. Quizá mi parábola casera —mi versión de una historia contada por Warren Buffett, presidente de Berkshire Hathaway, en el informe anual de la compañía de 2005— aclarará la necesidad y antiproduktividad de nuestro vasto y complejo sistema financiero.

Érase una vez...

Una acaudalada familia llamada Gotrocks creció a lo largo de generaciones hasta incluir a miles de hermanos, hermanas, tías, tíos y primos, poseía el ciento por ciento de las acciones de cada compañía de Estados Unidos. Cada año, cosechaban las recompensas de la inversión: todo el crecimiento de los beneficios que esas miles de compañías generaban y todos los dividendos que distribuían.^[4] Cada miembro de la familia se hacía rico al mismo ritmo, y todo era armonía. Su inversión se había capitalizado durante

décadas, creando enorme riqueza, porque la familia Gotrocks jugaba al juego de los ganadores.

Pero, transcurrido un tiempo, unos cuantos ayudadores de gran locuacidad entraron en escena, y convencieron a algunos de los primos «listos» Gotrocks de que podían ganar una proporción mayor que la de sus demás parientes. Estos ayudadores convencieron a los primos de que vendieran las acciones de algunas de sus compañías a otros miembros de la familia y que les compraran a estos algunas acciones de otras compañías a cambio. Los ayudadores se ocupaban de las transacciones, y, como intermediarios, recibían comisiones por sus servicios. La propiedad, por tanto, se reorganizaba entre los miembros de la familia. Sin embargo, para sorpresa de ellos, la riqueza de la familia comenzó a crecer a un ritmo más bajo. ¿Por qué? Porque parte de la rentabilidad era ahora consumida por los ayudadores, y la proporción de la familia del generoso pastel que la industria estadounidense cocina cada año —todos esos dividendos pagados, todos esos beneficios reinvertidos en el negocio— del ciento por ciento en el comienzo empieza a decrecer simplemente porque una parte de los retornos es ahora consumida por los ayudadores.

Para empeorar las cosas, mientras que la familia siempre había pagado impuestos en sus dividendos, algunos de los miembros están pagando ahora impuestos por las plusvalías que realizan por el intercambio de acciones entre unos y otros, disminuyendo más aún la riqueza total de la familia.

Los primos listos se dan cuenta pronto de que su plan, en realidad, ha disminuido la tasa de crecimiento de la riqueza de la familia. Admiten que su incursión en la elección de acciones había sido un fracaso y concluyen que necesitan asistencia profesional, la mejor que pueda ayudarles a elegir las acciones adecuadas para ellos. Así que eligen expertos en elección de acciones —¡más ayudadores!— para conseguir una ventaja. Estos gestores de dinero cargan un honorario por sus servicios. Así que, cuando una familia evalúa su riqueza un año más tarde, se encuentra con que su parte del pastel ha disminuido aún más.

Para empeorar aún más las cosas, los nuevos gestores se sienten obligados a ganarse el jornal negociando las acciones de la familia a niveles

de actividad febril, no solo aumentando las comisiones de intermediación pagadas al primer conjunto de ayudadores, sino también aumentando la factura tributaria. Ahora la antigua proporción del ciento por ciento del pastel de beneficios y dividendos ha disminuido más aún.

«Pues resulta que no elegimos buenas acciones por nosotros mismos, y cuando eso no funcionó, tampoco elegimos buenos gestores que pudieran hacerlo por nosotros —dijeron los primos listos—. ¿Qué hacemos?» Sin dejar que sus dos fracasos anteriores les desanimen, deciden contratar aún más ayudadores. Contratan a los mejores consultores de inversiones y planificadores financieros que pueden encontrar para que les asesoren sobre cómo seleccionar a los gestores adecuados, que entonces con seguridad elegirán las acciones adecuadas. Los consultores, por supuesto, les dicen que pueden hacer exactamente eso. «Tan solo páganos honorarios por nuestros servicios —les aseguran a los primos los nuevos ayudadores—, y todo irá bien.» Por desgracia, la proporción del pastel de la familia vuelve a caer una vez más.

Líbrate de todos tus ayudadores. Entonces, nuestra familia cosechará de nuevo el ciento por ciento del pastel que la América corporativa hornea para nosotros.

Finalmente, alarmada, toda la familia se reúne y hace balance de lo sucedido desde que algunos de ellos comenzaran a intentar a ser más listos que los otros. «¿Cómo puede ser —se preguntan— que nuestro ciento por ciento original del pastel (formado cada año por todos esos dividendos y beneficios) haya menguado a solo un 60 por ciento?» Su miembro más inteligente, un tío viejo y sabio, responde amablemente: «Todo ese dinero que habéis pagado a esos ayudadores y todos esos impuestos innecesarios que estáis desembolsando se extraen de los beneficios y dividendos totales

de nuestra familia. *Volved a la casilla de salida, y hacedlo inmediatamente.* Libraos de vuestros intermediarios. Libraos de vuestros gestores de inversiones. Libraos de todos vuestros consultores. Entonces, nuestra familia volverá a cosechar el ciento por ciento del pastel, sin importar lo grande que sea, que la América corporativa cocine para nosotros, año tras año».

Siguieron el sabio consejo de su viejo tío, y volvieron a su estrategia original pasiva pero productiva, manteniendo sus inversiones en todas las acciones de la América empresarial, y permaneciendo de esta forma. Eso es exactamente lo que hace un fondo indexado.

... y la familia Gotrocks vivió feliz para siempre

El inimitable Warren Buffett añade una cuarta ley a las tres leyes de la dinámica de sir Isaac Newton con la moraleja de esta historia de la siguiente manera: «Para el conjunto de los inversores, las rentabilidades disminuyen cuando el movimiento aumenta».

A pesar de lo precisa que sea esa declaración críptica, añadiría que la parábola refleja el profundo conflicto de intereses entre los que trabajan en el negocio de las inversiones y los que invierten en acciones y bonos. El camino a la riqueza para los que están en el negocio es persuadir a sus clientes, «*No te quedes quieto. Haz algo*». Pero el camino a la riqueza para el conjunto de sus clientes es seguir la máxima opuesta: «*No hagas nada. Estate quieto*». Pues esa es la única forma de evitar jugar al juego de los perdedores de tratar de batir el mercado. Cuando cualquier negocio es gestionado de una forma que directamente desafía los intereses del conjunto de sus clientes, es solo cuestión de tiempo hasta que se produce un cambio.

La moraleja de la historia, entonces, es que la inversión exitosa tiene que ver con invertir en empresas y cosechar las enormes recompensas que ofrecen los dividendos y el crecimiento de los beneficios de las empresas de nuestra nación y del mundo. *Cuanto mayor sea el nivel de su actividad inversora, mayor será el coste de la intermediación financiera y los*

impuestos, y menor será la rentabilidad neta que los propietarios de empresas recibirán como grupo. Cuanto menor sea el coste en que incurran los inversores como grupo, mayores recompensas cosecharán. Así que para realizar las rentabilidades generadas por las empresas en el largo plazo, el inversor inteligente minimizará a la mínima expresión los costes de la intermediación financiera. Eso es lo que nos dice el sentido común. En eso consiste la indexación. Y ese es el tema de este libro.

No tienes por qué crearme a mí

Escucha a **Jack R. Meyer**, antiguo presidente de la Harvard Management Company, el exitoso genio que triplicó el fondo dotacional de la Universidad de Harvard desde 8.000 millones de dólares hasta 27.000 millones. Esto es lo que tenía que decir en una entrevista para *Business Week* en 2004: «El negocio de las inversiones es un timo gigantesco. La mayoría de la gente piensa que puede encontrar gestores que puedan obtener un alto rendimiento, pero la mayoría de la gente se equivoca. Puedo asegurar que entre el 85 y el 90 por ciento de los gestores no empata con sus índices de referencia. Al tener los gestores honorarios e incurrir en costes de transacción, sabes que en el agregado están restando valor». Cuando se le preguntó si los inversores privados pueden extraer alguna lección de lo que hace Harvard, el señor Meyer respondió: «Sí. Primero, diversifica. Crea una cartera que cubra un montón de clases de activo. Segundo, te interesa mantener los honorarios bajos, lo que significa evitar los fondos más de moda pero más caros, en favor de los fondos indexados de bajo coste. Y finalmente, invierte para el largo plazo. Los inversores solamente deberían tener fondos indexados para mantener sus honorarios bajos y reducir sus impuestos. No cabe duda de que esto es así».

En términos que son un poco más académicos, el profesor de Princeton **Burton G. Malkiel**, autor de *Un paseo aleatorio por Wall Street*, expresa lo siguiente: «Los fondos indexados han producido regularmente tasas de rentabilidad que excedían los de los gestores activos en cerca de dos puntos porcentuales. La gestión activa en su conjunto no puede conseguir rentabilidades brutas que excedan las del mercado y por tanto deben tener, de media, un rendimiento inferior que los índices equivalente a las desventajas ocasionadas por la cantidad de estos gastos y de los costes de transacción.

»La experiencia demuestra de forma concluyente que es más probable que los compradores de fondos indexados obtengan resultados superiores a los del gestor de fondos típico, cuyos honorarios de asesoramiento y sustancial rotación de cartera tienden a reducir los rendimientos de la inversión. Mucha gente encontrará muy atractiva la garantía de jugar al juego de la bolsa al par en cada ronda. El fondo indexado es un método razonable y útil de obtener la tasa rentabilidad del mercado sin ningún esfuerzo y con un gasto mínimo».

Capítulo dos

Exuberancia racional

La realidad empresarial se impone a las expectativas del mercado

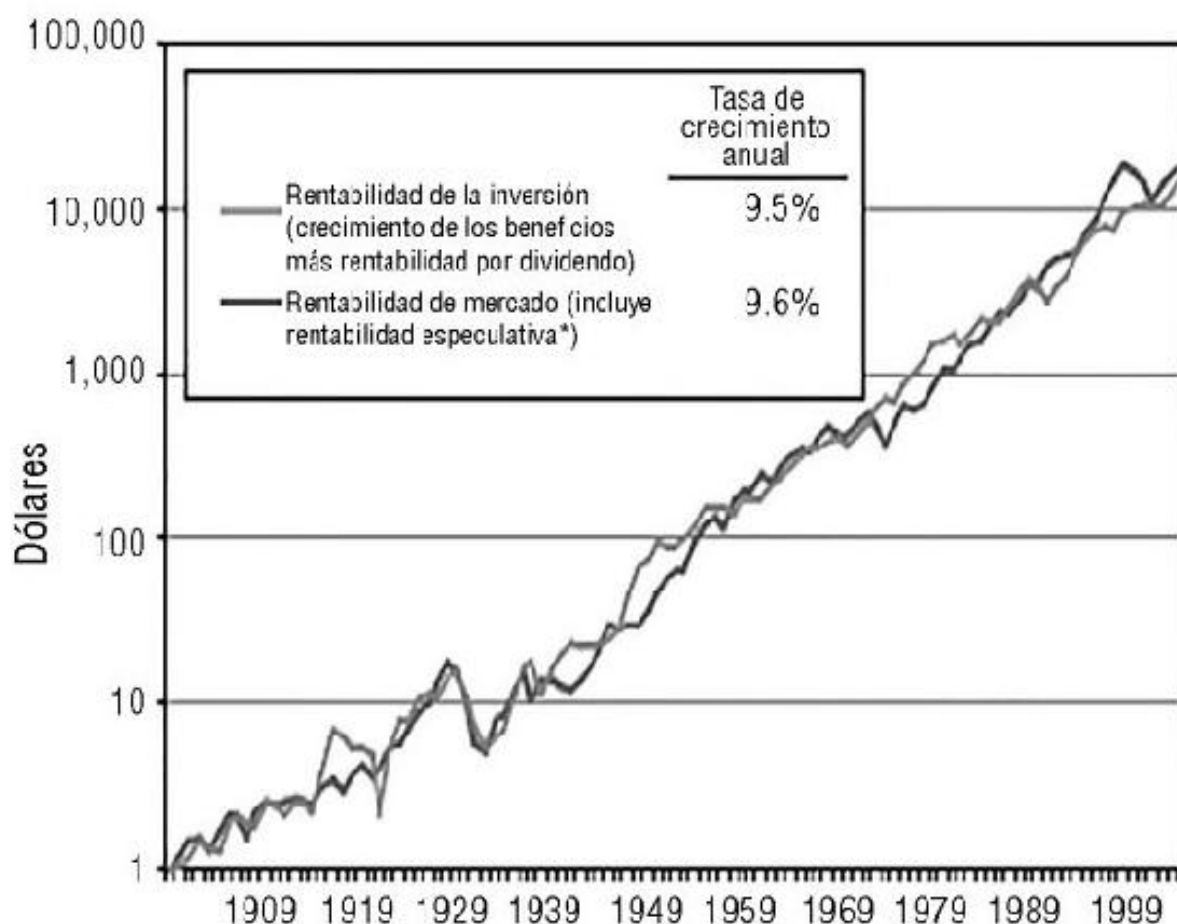
ESA MAGNÍFICA PARÁBOLA SOBRE la familia Gotrocks del capítulo uno nos muestra la realidad central de las inversiones: «Lo máximo que los propietarios en agregado pueden ganar entre el momento actual y el Día del Juicio es lo que sus empresas puedan ganar en agregado», en palabras de Warren Buffett. Ilustrando el punto en cuestión con Berkshire Hathaway, la compañía de inversiones que cotiza en bolsa que ha gestionado durante cuarenta años, Buffett dice: «Cuando la acción temporalmente lo hace mejor o peor que el negocio, un número limitado de accionistas —ya sean compradores o vendedores— reciben ganancias superiores a costa de aquellos con los que negocian en los mercados. *[Pero] con el tiempo, las ganancias agregadas realizadas por los accionistas de Berkshire necesariamente deben ajustarse a las ganancias de la compañía.*»

«A lo largo del tiempo, las ganancias agregadas realizadas por los accionistas necesariamente deben ajustarse a las ganancias de la compañía.»

¡Con cuánta frecuencia pierden de vista los inversores ese principio eterno! Pero los registros están claros. La historia, si solo nos tomásemos la molestia de revisarla, revela el notable, si no esencial, vínculo entre las rentabilidades capitalizadas de largo plazo que consiguen las empresas —la rentabilidad por dividendo anual más la tasa anual de crecimiento de los beneficios— y las rentabilidades capitalizadas conseguidas por el mercado de acciones estadounidense. Piensa en esa certeza por un momento. ¿Puedes ver que es simple sentido común?

¿Necesitas pruebas? Tan solo observa el historial desde que empezó el siglo xx (figura 2.1). La rentabilidad anual total media de las acciones fue del 9,6 por ciento, virtualmente idéntica a la rentabilidad de las inversiones del 9,5 por ciento; un 4,5 por ciento de la rentabilidad por dividendo y un 5 por ciento del crecimiento de los beneficios. Esa minúscula diferencia del 0,1 por ciento por año surgió de lo que yo llamo la rentabilidad especulativa. Depende de cómo se mire, es meramente ruido estadístico, o quizá refleja una tendencia general alcista de largo plazo en la valoración de las acciones, una predisposición de los inversores a pagar precios más altos por cada dólar de beneficios al final del periodo que al principio.

Figura 2.1 Rentabilidad de la inversión frente a rentabilidad de mercado. Crecimiento de 1 dólar, 1900-2005



* Impacto de cambio en el PER

Estas rentabilidades que se capitalizan a lo largo de ciento seis años produjeron capitalizaciones que son verdaderamente sorprendentes. Cada dólar invertido inicialmente en 1900 a una rentabilidad de la inversión del 9,5 por ciento creció hasta los 15.062 dólares[5] al cierre de 2005. Es cierto, pocos (si es que hay alguno) de nosotros tienen ciento seis años, pero, como la familia Gotrocks a lo largo de generaciones, el milagro de hacer trabajar las rentabilidades mediante el interés compuesto es poco menos que asombroso; estamos posiblemente ante el juego definitivo de los ganadores.

Como deja claro la figura 2.1, hay baches a lo largo del camino en las rentabilidades de inversión que consiguen nuestras empresas. Algunas veces, como en la Gran Depresión de comienzos de la década de 1930, estos baches son grandes. Pero nos sobreponemos a ellos. Así que, si te alejas del gráfico y entrecierras los ojos, la tendencia de los fundamentales de los negocios parece casi una línea recta con pendiente suavemente ascendente, y esos baches periódicos apenas son visibles.

Las rentabilidades de la bolsa algunas veces se adelantan a los fundamentales del negocio (como a finales de los años veinte, comienzos de los setenta, finales de los noventa). Pero es solo cuestión de tiempo hasta que, como atraídos por un imán, pronto regresan, aunque con frecuencia solo después de haber caído muy por debajo durante un tiempo (como a mediados de los cuarenta, finales de los setenta, y los mínimos de mercado de 2003).

En nuestro necio enfoque en las distracciones de mercado de corto plazo de cada momento, nosotros, también, con frecuencia pasamos por alto esta larga historia. Ignoramos que cuando las rentabilidades de las acciones se alejan materialmente de la norma de largo plazo, rara vez se debe a los *fundamentos económicos* de la inversión, el crecimiento de los beneficios y la rentabilidad por dividendo de nuestras empresas. En lugar de eso, el motivo por el que las rentabilidades anuales de las acciones son tan volátiles se debe en gran parte a las *emociones* de invertir.

Podemos medir estas emociones mediante la ratio de precio/beneficios (PER por sus siglas en inglés), que mide el número de dólares que los inversores están dispuestos a pagar por cada dólar de beneficios. Al igual que la confianza de los inversores va y viene, los múltiplos PER suben y caen.[6] Cuando domina la avaricia, vemos PER muy altos. Cuando la esperanza prevalece, los PER son moderados. Cuando el miedo toma las riendas, los PER son muy bajos. De un lado para otro, una vez y otra, las oscilaciones en las emociones de los inversores descarrilan momentáneamente la tendencia alcista de largo plazo en los fundamentos económicos de la inversión.

«Es peligroso [...] aplicar al futuro argumentos inductivos basados en la experiencia pasada.»

Lo que la figura 2.1 muestra es que mientras los precios que pagamos por las acciones con frecuencia pierden el vínculo con la realidad de los valores, *en el largo plazo, la realidad manda*. Así que, mientras que los inversores parecen aceptar intuitivamente que el pasado es el inevitable prólogo del futuro, cualquier rentabilidad de mercado pasada que haya incluido un componente de retorno altamente especulativo es una guía profundamente fallida para lo que está por venir. Para entender por qué las rentabilidades pasadas no predicen el futuro, necesitamos tan solo atender a las palabras del gran economista británico John Maynard Keynes, escritas hace setenta años: «Es peligroso [...] aplicar al futuro argumentos inductivos basados en la experiencia del pasado, salvo que uno pueda distinguir las razones amplias por las que la experiencia pasada fue lo que fue».

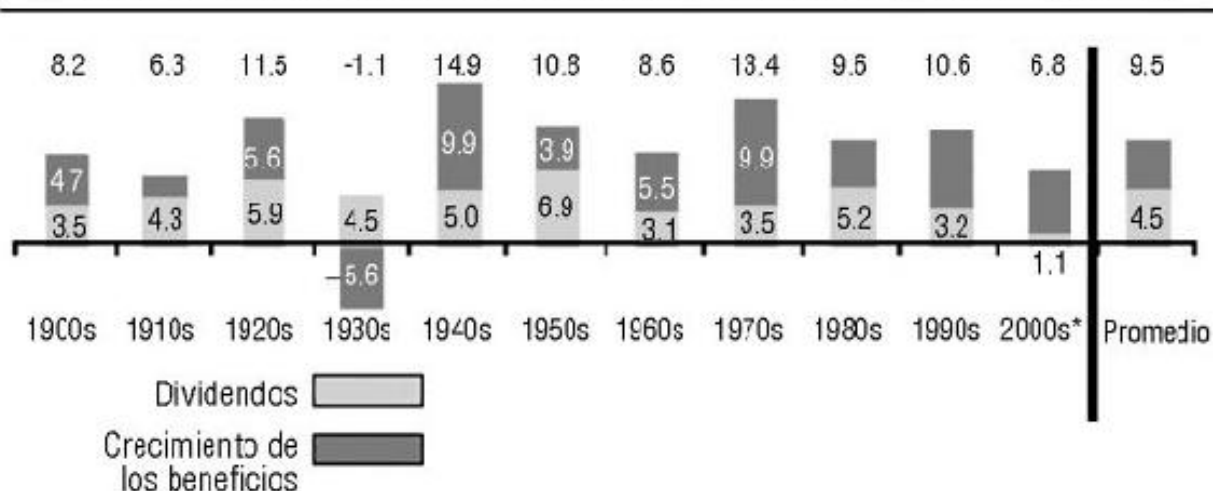
Pero si podemos distinguir las razones por las que el pasado fue lo que fue, entonces, podemos establecer expectativas razonables sobre el futuro. Keynes nos ayudó a hacer esta distinción al señalar que el estado de las expectativas de largo plazo de las acciones es una combinación de emprendimiento («pronosticar la rentabilidad potencial de los activos a lo largo de su ciclo de vida») y especulación («pronosticar la psicología del mercado»). Estoy muy familiarizado con esas palabras, puesto que hace cincuenta y cinco años las incorporé en mi tesis de graduación en Princeton, que versaba (providencialmente para mi futura trayectoria profesional) sobre la industria de los fondos de inversión. Se titulaba «El papel económico de la compañía de inversiones».

Esta naturaleza dual de rentabilidades se refleja cuando observamos las rentabilidades de la bolsa a lo largo de las décadas. Si usamos las ideas de Keynes, divido las rentabilidades de la bolsa en dos partes: 1) *rentabilidad*

de la inversión (emprendimiento), que consiste en la rentabilidad inicial por dividendo más el subsiguiente crecimiento de los beneficios, que juntos forman la esencia de lo que llamamos «valor intrínseco»; y 2) *rentabilidad especulativa*, el impacto de los cambiantes múltiplos de precio sobre beneficios sobre el precio de las acciones.

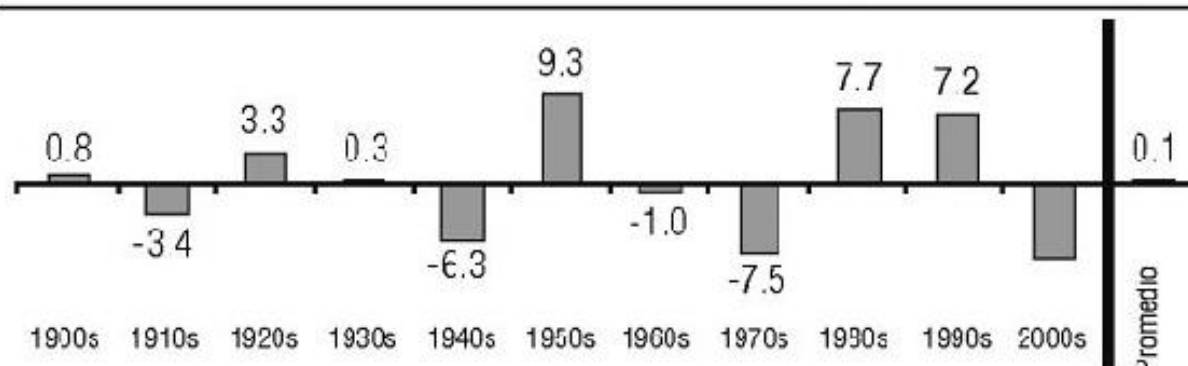
Empecemos con las rentabilidades de la inversión. La figura 2.2 muestra la rentabilidad de la inversión anual media de las acciones a lo largo de las décadas desde 1900. Nótese primero la constante contribución de las rentabilidades por dividendo a la rentabilidad total durante cada década: siempre positiva, solo una vez fuera del rango del 3 al 7 por ciento y con un 4,5 por ciento de promedio. Entonces, cabe también señalar que la contribución del crecimiento de los beneficios a la rentabilidad de la inversión, con la excepción de unos años treinta dominados por la depresión, fue positiva en cada década, normalmente comprendida entre el 4 y el 7 por ciento, y de promedio un 5 por ciento por año. El resultado: la rentabilidad total de la inversión (la línea superior, que combina la rentabilidad por dividendo y el crecimiento de los beneficios) fue negativa en solo una única década (de nuevo, en la de los treinta). Estas rentabilidades totales de la inversión —las ganancias logradas por las empresas— fueron notablemente constantes: se movieron generalmente en un rango que va del 8 por ciento al 13 por ciento cada año, y de promedio un 9,5 por ciento.

Figura 2.1 Rentabilidad de la inversión por década (porcentaje/año)



Ahora entran en escena las rentabilidades especulativas. Comparadas con la relativa consistencia de los dividendos y el crecimiento de los beneficios a lo largo de las décadas, las salvajes variaciones en la rentabilidad especulativa marcan el gráfico a la vez que las ratios (PER) aumentan y disminuyen (figura 2.3). Un aumento del ciento por ciento en el PER, de 10 a 20 veces los beneficios a lo largo de una década, equivaldría a una rentabilidad especulativa anual del 7,2 por ciento. Curiosamente, y sin excepción, a cada década de rentabilidad especulativa significativamente negativa le sigue una década en la que esta se vuelve positiva en una cantidad correlativa —los tranquilos diez y luego los locos años veinte, los desesperanzadores cuarenta y después los florecientes cincuenta, los desalentadores setenta y los galopantes ochenta—, el paradigma de la reversión a la media. (Puede concebirse la reversión a la media como la tendencia de las rentabilidades de las acciones de volver a su normalidad de largo plazo con el tiempo; periodos de rentabilidades excepcionales tienden a ser sucedidos por periodos de rendimientos por debajo de la media, y viceversa.) Entonces, sorprendentemente, hay un segundo aumento exuberante consecutivo sin precedentes en la rentabilidad especulativa de los noventa, una pauta que nunca se había producido.

Figura 2.3 Rentabilidad especulativa por década (porcentaje/año)



Ejemplo: En los años ochenta, el PER aumentó desde 7,3 hasta 15,2 veces, un aumento porcentual del 110 por ciento, igual a un 7,7 por ciento por año.

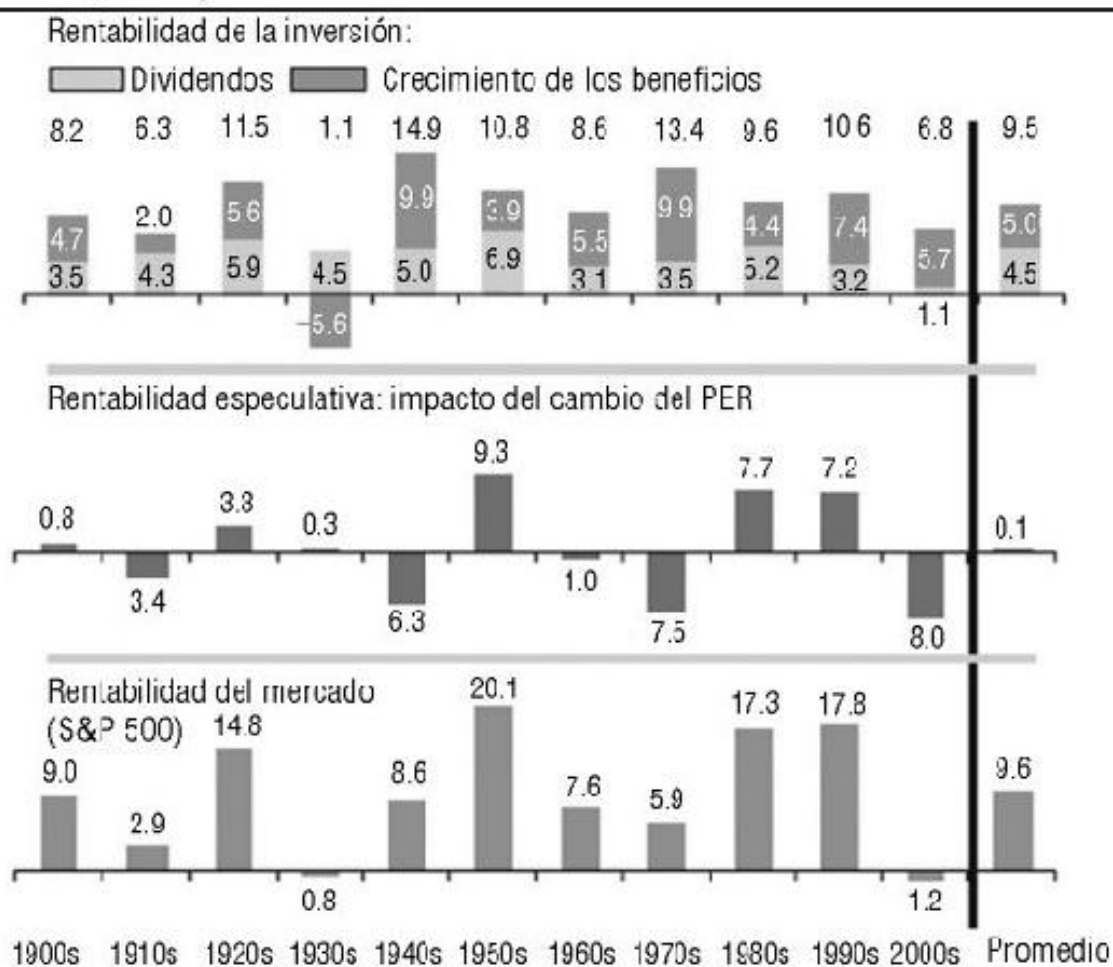
* 2000-2005 incluidos.

Para el cierre de 1999, el PER había subido a un nivel sin precedentes de 32 veces los beneficios, preparando el escenario para el regreso a la cordura en las valoraciones que pronto sucedió. La caída en los precios de los mercados de acciones nos dio nuestro merecido. Con unos beneficios que han continuado en aumento, el PER se encuentra actualmente en 18 veces, comparado con el nivel de 15 veces que prevalecía a comienzos del siglo xx. Como resultado, la rentabilidad especulativa ha añadido solo 0,1 puntos porcentuales a la rentabilidad anual de la inversión conseguida por nuestras empresas en el largo plazo.

Cuando combinamos estas dos fuentes de rentabilidad de las acciones, obtenemos la rentabilidad total producida por la bolsa (figura 2.4). A pesar del enorme impacto de la rentabilidad especulativa —arriba y abajo— en la mayoría de las décadas individuales, este es virtualmente nulo en el largo plazo. La actividad empresarial, por lo tanto, ha creado casi en su totalidad la rentabilidad anual total media de las acciones del 9,6 por ciento, con solo 0,1 puntos porcentuales creados por la especulación. El mensaje está claro: en el largo plazo, la rentabilidad de las acciones depende, casi por completo, de la realidad de las rentabilidades de la inversión que consiguen nuestras corporaciones. La percepción de los inversores, reflejada en la

rentabilidad especulativa, cuenta poco; las emociones, tan dominantes en el corto plazo, se disuelven.

Figura 2.4 Rentabilidad total de las acciones por década (porcentaje/año)



«Pronosticar con precisión las oscilaciones en las emociones de los inversores no es posible. Pero pronosticar los fundamentos económicos de largo plazo de la inversión tiene unas probabilidades de éxito notablemente altas.»

Tras más de cincuenta y cinco años en el negocio, no tengo la menor idea de cómo pronosticar estas oscilaciones en las emociones del inversor. [7] Pero, debido en gran parte a que la aritmética de la inversión es tan básica, puedo pronosticar los fundamentos económicos de largo plazo de la inversión con una probabilidad de éxito notablemente alta. ¿Por qué? Simplemente, porque son las rentabilidades de la inversión —los beneficios y dividendos generados por las empresas estadounidenses— las responsables casi en su totalidad de las rentabilidades entregadas por nuestra bolsa. Dicho de otro modo, mientras que la ilusión (los precios momentáneos que pagamos por las acciones) con frecuencia pierde el vínculo con la realidad (los valores intrínsecos de nuestras corporaciones), en el largo plazo es la realidad la que manda.

Para dejar claro este punto, pensemos que la inversión consiste en dos juegos diferentes. He aquí la manera en que Roger Martin, decano de la Rotman School of Management de la Universidad de Toronto, los describe. Uno es «el mercado *real*, donde las gigantes empresas que cotizan compiten, donde las compañías reales gastan dinero real para fabricar y vender productos y servicios reales, y, si juegan con habilidad, consiguen beneficios reales y pagan dividendos reales. Este juego también requiere estrategia real, determinación, y experiencia; innovación real y previsión real».

Ligeramente vinculado a este juego hay otro, el mercado de las expectativas. Aquí, «los precios no los fijan las cosas reales como los márgenes de ventas o los beneficios. En el corto plazo, los precios de las acciones suben solo cuando las expectativas de los inversores suben, no necesariamente cuando las ventas, los márgenes, o los beneficios suben».

La bolsa es una distracción gigantesca.

A esta distinción crucial, añadiría que el mercado de las expectativas no solo es un producto de las expectativas de inversores activos, sino de las expectativas de los especuladores activos que intentan adivinar cuáles serán las expectativas de estos inversores, y cómo actuarán cuando cada nueva noticia llegue al mercado. *El mercado de las expectativas es el de la especulación. El mercado real es el de la inversión.* La única conclusión lógica es que la bolsa es una distracción gigantesca que hace que los inversores se concentren en expectativas de inversión transitorias volátiles en lugar de en lo realmente importante: la capitalización gradual de las rentabilidades conseguidas por los negocios de las corporaciones.

Mi consejo a los inversores es que ignoren el ruido de corto plazo de las emociones que se reflejan en nuestros mercados financieros y se concentren en los fundamentos económicos productivos de largo plazo de los negocios de nuestras corporaciones. Shakespeare podría haber estado describiendo las inexplicables fluctuaciones horarias y diarias —algunas veces incluso anuales y de más largo plazo— de la bolsa cuando escribió: «Es un cuento contado por un idiota, lleno de ruido y furia, que no significa nada». El camino hacia el éxito en las inversiones es salirse del mercado de las expectativas de los precios de las acciones y adentrarse en el mercado real de los negocios.

No tienes por qué creer en mí

Simplemente, atiende a la distinción atemporal hecha por **Benjamin Graham**, inversor legendario, autor de *El inversor inteligente* y mentor de Warren Buffett. Tenía toda la razón del mundo cuando señaló la realidad esencial de la inversión: «En el corto plazo, la bolsa es una urna electrónica [...] (pero) en el largo plazo es una báscula». Ben Graham continúa usando su magnífica metáfora de «Mr. Market». El inversor con una sólida cartera de acciones debería esperar que sus precios fluctúen y no debería ni preocuparse por las grandes caídas ni emocionarse con los grandes avances. Debería recordar siempre que las cotizaciones de mercado están ahí para su conveniencia, bien para aprovecharse de ellas o bien para ser ignoradas.

«Imagine que usted posee una pequeña acción en algún negocio privado que le ha costado 1.000 dólares. Uno de sus socios, de nombre Mr. Market, es muy servicial. Cada día le cuenta lo que piensa que vale su participación y más aún se ofrece a o bien comprarle su participación o a que pueda aumentar su participación en función de ese precio. Algunas veces, su idea del valor parece plausible y justificada por el desarrollo del negocio y su potencial. Por otro lado, con

frecuencia, Mr. Market permite que su entusiasmo o su miedo lo posean, y el valor que propone parece poco menos que tonto.

»Si usted es un inversor prudente, ¿dejará que las comunicaciones diarias de Mr. Market determinen su opinión sobre el valor de su participación de 1.000 dólares en la empresa? Solo en el caso de que esté de acuerdo con él o en el de que desee operar con él. La mayor parte del tiempo será más sensato crearse sus propias ideas sobre el valor de sus inversiones. El verdadero inversor [...] lo hará mejor *si se olvida de la bolsa y presta atención a su rentabilidad por dividendo y los resultados operativos de sus compañías.*»

Capítulo tres

Únete al bando de los negocios

Confía en la navaja de Occam para ganar haciendo que sea sencillo

ENTONCES, ¿CÓMO TE UNES AL BANDO de los negocios? Simplemente, comprando una cartera que posea acciones en cada negocio de Estados Unidos y manteniéndola para siempre. Es un concepto simple que garantiza que ganarás en el juego de la inversión al que juegan la mayoría del resto de los inversores, que —como grupo— tienen garantizado perder.

Por favor, no equipares simplicidad con estupidez. Hace tiempo, en 1320, Guillermo de Occam lo expresó bien, esencialmente exponiendo este precepto: cuando existen múltiples soluciones a un problema, elige la más simple.^[8] Así que la navaja de Occam vino a representar un principio fundamental de la investigación científica. Con diferencia, la manera más simple de ser propietario de todos los negocios estadounidenses es invertir en la totalidad de la cartera del mercado

La navaja de Occam: cuando existen soluciones múltiples a un problema, elige la más simple.

Durante la mayoría de los últimos ochenta años, la cartera de mercado aceptada estaba representada por el índice Standard & Poor's 500 (el S&P

500), que fue creado en 1926 y ahora engloba 500 acciones. Esencialmente, está compuesto por las 500 mayores corporaciones de Estados Unidos, ponderadas por el valor de su capitalización de mercado.[9] En los últimos años, estas 500 acciones han representado alrededor del 80 por ciento del valor de mercado de todas las acciones del país. La belleza de un índice ponderado por la capitalización de este tipo es que se ajusta automáticamente a los cambiantes precios de las acciones y nunca tiene que comprar o vender acciones por este motivo.

Con el enorme crecimiento de los fondos de pensiones corporativos entre 1950 y 1990, era un estándar de medida ideal, la referencia o tasa mínima de rentabilidad que fuera el estándar de comparación de cómo lo estaban haciendo sus gestores profesionales. Hoy día, el S&P 500 continúa siendo un estándar válido contra el que comparar las rentabilidades conseguidas por los gestores profesionales de los fondos de pensiones y de inversión.

En 1970, se desarrolló una medida incluso más exhaustiva de la bolsa estadounidense. Llamada originalmente Wilshire 5000, se la conoce ahora como Dow Jones Wilshire Total Stock Market Index (Índice total del mercado). Abarca unas 4.971 acciones, incluyendo las 500 acciones del S&P 500. Sin embargo, al estar sus componentes ponderados también por su capitalización bursátil, las 4.471 acciones restantes representan tan solo el 20 por ciento de su valor. No obstante, este índice, el más amplio de los índices bursátiles estadounidenses, es la mejor medida del valor agregado de las acciones, y por tanto una medida soberbia de las rentabilidades conseguidas en la bolsa estadounidense por todos los inversores en conjunto.

Los dos índices tienen una composición similar. La figura 3.1 muestra las doce principales acciones en cada uno de ellos, y el peso en la configuración de cada índice.

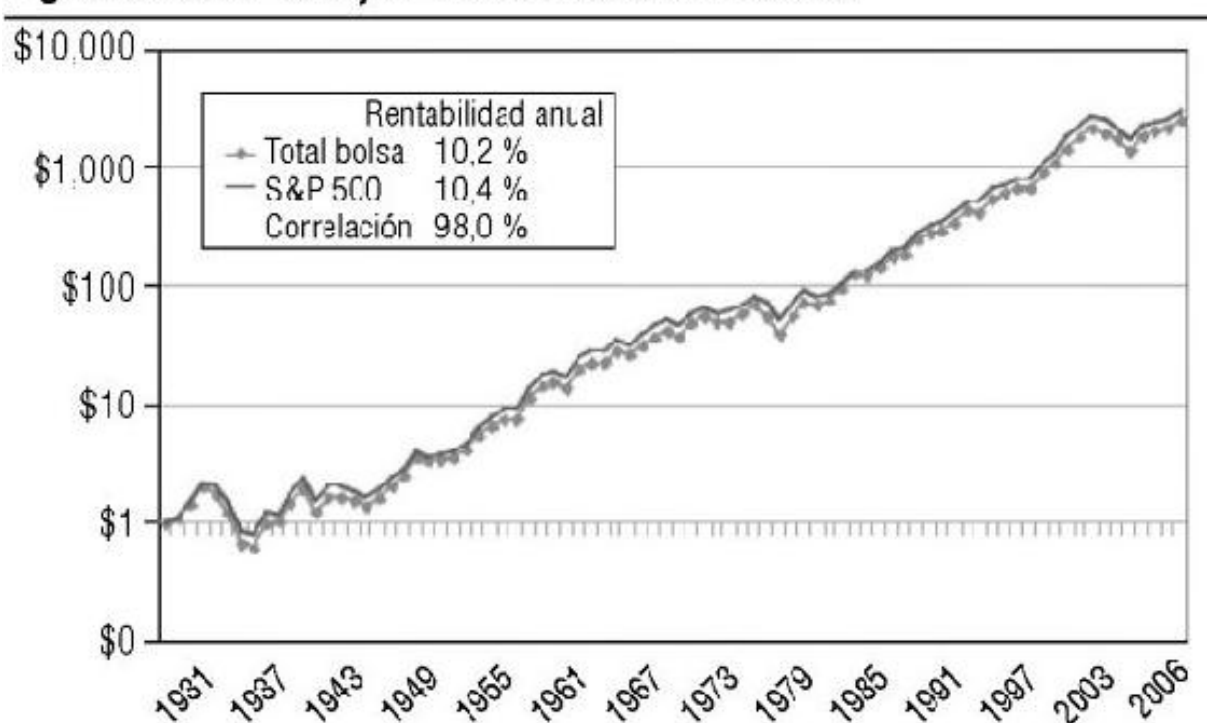
Figura 3.1 S&P 500 frente al índice total del mercado: comparación de cartera, julio de 2006

S&P 500		Índice total del mercado	
Clasificación	Ponderación	Clasificación	Ponderación
1. Exxon Mobil	3.2 %	1. Exxon Mobil	2.6 %
2. General Electric	3.0	2. General Electric	2.4
3. Citigroup	2.1	3. Citigroup	1.7
4. Bank of America	2.1	4. Bank of America	1.5
5. Microsoft	1.8	5. Microsoft	1.5
6. Procter & Gamble	1.6	6. Procter & Gamble	1.3
7. Johnson & Johnson	1.5	7. Johnson & Johnson	1.2
8. Pfizer	1.5	8. Pfizer	1.2
9. American International Group	1.3	9. Altria Group	1.1
10. Altria Group	1.3	10. J. P. Morgan	1.0
11. J. P. Morgan	1.3	11. Chevron	1.0
12. Chevron	1.2	12. American International Group	0.9
Top 12	21.7 %	Top 12	17.1 %
Top 25	33.5	Top 25	26.8
Top 100	64.3	Top 100	50.5
Top 500	100.0	Top 500	81.0
Capitalización bursátil total	11,9 billones dólares	Capitalización bursátil total	15 billones dólares

Dada la similitud de estas dos carteras, casi no sorprende que los dos índices hayan conseguido rentabilidades muy parecidas. El Center for Research in Security Prices (Centro de Investigación del Precio de los

Títulos) de la Universidad de Chicago se ha remontado hasta 1926 en su cálculo de las rentabilidades conseguidas por todas las acciones estadounidenses. (Sus datos desde 1970 han arrojado un ajuste virtualmente perfecto al Índice Total de Mercado.) De hecho, las rentabilidades de los dos índices se replican la una a la otra casi con total precisión. Desde 1928, el comienzo del periodo de medición, hasta 2006, difícilmente puede distinguirse la una de la otra (figura 3.2).

Figura 3.2 S&P 500 y el Índice total del mercado



Para el periodo completo, la rentabilidad anual media del S&P 500 fue del 10,3 por ciento; la rentabilidad del Índice total del mercado fue del 10,1 por ciento. Esto representa lo que llamamos un *resultado que depende del periodo*, es decir, todo depende de la fecha de comienzo y la del final. Si iniciásemos nuestra comparación a comienzos de 1930 en lugar de en 1926, las rentabilidades de las dos serían idénticas: 9,9 por ciento al año.

Sí, existen variaciones a lo largo de algunos periodos: el S&P 500 fue mucho más fuerte desde 1982 hasta 1990, cuando su rentabilidad anual del 15,6 por ciento sobrepasó a la del Índice total del mercado del 14,0 por

ciento. Pero en los últimos años (desde 1998 hasta 2006), las acciones de pequeña y mediana capitalización lo hicieron mejor, y la rentabilidad del Índice total del mercado del 3,4 por ciento al año superó claramente a la del 2,4 por ciento del S&P 500. Pero con una correlación del 0,98 entre las rentabilidades de los dos índices (donde 1,0 es la correlación perfecta), hay poco que escoger entre ellos.

Independientemente de cuál de las dos medidas usemos, debería ahora ser obvio que las rentabilidades conseguidas por las corporaciones cotizadas que componen la bolsa deben ser necesariamente iguales a las rentabilidades agregadas brutas conseguidas por todos los inversores como grupo en ese mercado. Igual de evidente, como discutiremos en el capítulo 4, es que las rentabilidades netas conseguidas por estos inversores deben ser necesariamente menores que las rentabilidades brutas en una cantidad equivalente a los costes de intermediación en los que incurren. Nuestro sentido común nos dice lo obvio: en tanto que poseer la bolsa en el largo plazo es un juego de ganadores, batir el mercado es un juego de perdedores.

Si los datos no demuestran que la indexación gana, entonces, los datos son erróneos.

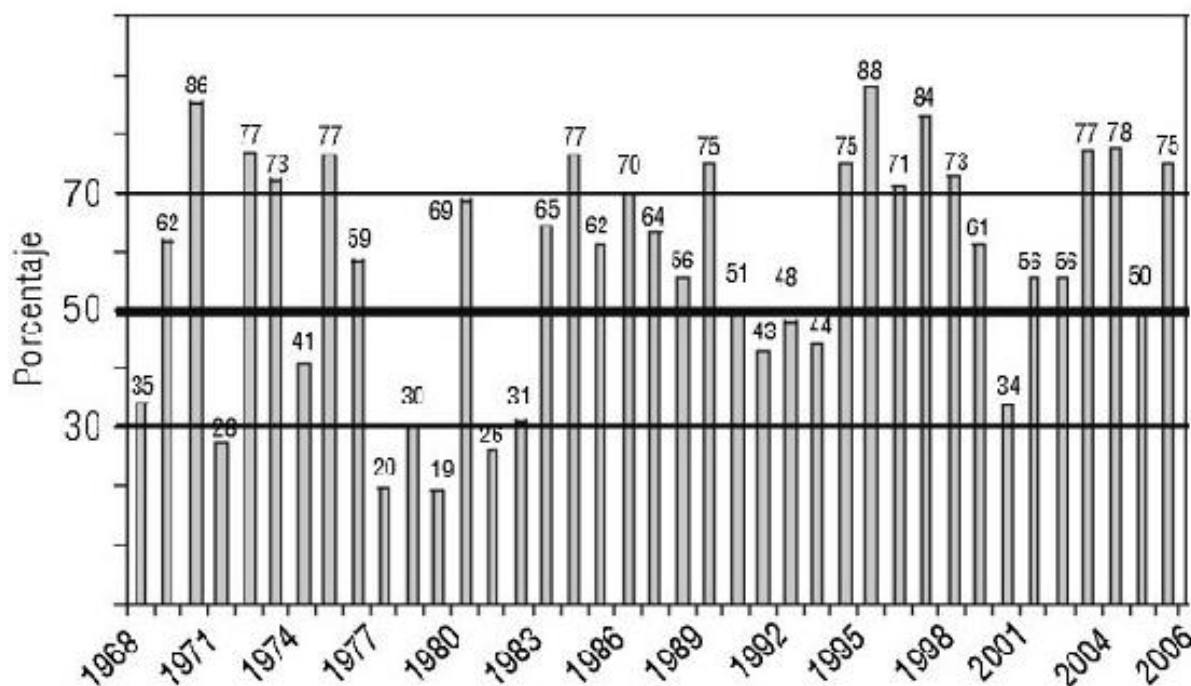
Un fondo que englobe a todo el mercado tiene garantizado sobrepasar con el tiempo las rentabilidades conseguidas por el conjunto de los inversores. Una vez que admities este hecho, te das cuenta de que el fondo indexado tiene garantizado ganar no solo con el tiempo, sino cada año, cada mes y semana, incluso en cada minuto del día. Porque independientemente de si el marco temporal es de corto o de largo plazo, la rentabilidad bruta de la bolsa, menos los costes de intermediación, es igual a la rentabilidad neta conseguida por el conjunto de los inversores. Si los datos no demuestran que la indexación gana, entonces, los datos son erróneos.

En el corto plazo, sin embargo, no siempre parece que el S&P 500 (que sigue siendo aún la referencia más común de comparación para fondos de inversión y de pensiones) o el Índice total del mercado estén ganando. Eso sucede porque no hay manera posible de calcular las rentabilidades conseguidas por la diversidad de participantes, de los que hay millones, aficionados y profesionales, estadounidenses y extranjeros, en la bolsa de Estados Unidos.

Así que lo que hacemos en el campo de los fondos de inversión es calcular las rentabilidades de varios fondos, contando cada fondo —en lugar de los activos de cada fondo— como una entrada. Como existen muchos fondos especializados en acciones de pequeña y mediana capitalización, por lo general con bases de activos relativamente modestas, causan un impacto desproporcionado en los datos. Cuando los fondos de acciones de pequeña y mediana capitalización se adelantan al mercado total, el fondo del Índice total del mercado parece quedarse atrás. Cuando las acciones de pequeña y mediana capitalización se retrasan respecto al mercado, el fondo indexado luce formidablemente.

No obstante, el ejercicio de calcular cómo las rentabilidades conseguidas por el mercado se comparan con las rentabilidades conseguidas por el fondo de acciones promedio es tanto esclarecedor como persuasivo (figura 3.3). Si comparamos los resultados de los que son descritos como fondos «centrados en gran capitalización» con las rentabilidades del S&P 500 (porque debido a su ponderación en función de la capitalización bursátil es un índice «centrado en gran capitalización»), la ventaja del índice S&P es impresionante.

Figura 3.3 Fondos de gran capitalización superados por el S&P 500



Durante el periodo de treinta y nueve años que va de 1968 a 2006, el S&P 500 cayó al último cuartil solo en dos años (y no lo ha hecho desde 1979). El índice ha superado el fondo promedio en veintiséis de los restantes treinta y cinco años, incluyendo once de los últimos quince años. Su clasificación promedio estuvo en el percentil 58 (que supera el rendimiento del 58 por ciento de los fondos de gestión activa comparables), lo que se traduce, como pronto veremos en el capítulo 4, a una enorme superioridad a lo largo del tiempo. Es difícil imaginar que incluso uno solo de los fondos de acciones de gran capitalización tenga un registro de consistencia similar.

La consistencia importa. Un fondo que sea bueno o muy bueno en la inmensa mayoría de los años produce una rentabilidad mucho mayor en el largo plazo que un fondo que es soberbio en la mitad de los años y un desastre en la otra mitad. Las clasificaciones de un único año, pues, ignoran la ventaja que por pura aritmética produce esa consistencia. En el siguiente capítulo, se cataloga el impacto de esa consistencia de largo plazo a lo largo de los últimos veinticinco años.

Estos datos anuales están afectados por lo que se conoce como *sesgo de supervivencia*; excluyen los registros de los fondos que, inevitablemente, a consecuencia de su mal rendimiento, regularmente, desaparecen del mercado. Como resultado de este ruido en los datos, el gráfico resta importancia aún más el éxito de la estrategia de poseer un índice de mercado.

Se han vertido muchas críticas sobre el S&P 500 por escoger con frecuencia acciones de la «nueva economía» como JDS Uniphase y Yahoo! cerca del pico de sus precios inflados durante la burbuja, justo antes de que se estrellaran, asumiendo por tanto un sesgo de crecimiento justo en el peor momento. Siendo válida esta crítica, el excelente registro de largo plazo del fallido índice desmiente la existencia de un problema de importancia. De hecho, desde que el mercado tocara techo a comienzos del año 2000 (como se muestra en la figura 3.3), el S&P 500 ha tenido tan solo un año de mal rendimiento significativo (2000), tres años aproximadamente en la media, y tres años en el primer cuartil entre sus iguales (2003, 2004, y 2006). Imagino que la amplia mayoría de los gestores de activos hubieran estado encantados de haber conseguido un resultado así.

***El registro del primer fondo de inversión indexado:
15.000 dólares invertidos en 1976; valían 461.771
dólares en 2006.***

Por tanto, la época reciente no solo no ha erosionado, sino que ha mejorado notablemente el registro a origen del primer fondo indexado del mundo, conocido ahora como Vanguard 500 Index Fund. Déjame ser específico: en una cena el 20 de septiembre de 2006, en la que se celebraba el 30 aniversario de la oferta pública de venta del fondo, el secretario de los aseguradores de la emisión del fondo informó que había comprado 1.000 acciones al precio de oferta original de 15,00 dólares por acción, una

inversión de 15.000 dólares. Anunció orgulloso que el valor de su inversión aquella noche (que incluía acciones adquiridas mediante la reinversión de los dividendos y las distribuciones del fondo a lo largo de los años) fue de 461.771 dólares. He aquí una cifra que no requiere comentario alguno.[\[10\]](#)

No tienes por qué creerme a mí

Escucha a David Swensen, el respetado director de inversiones del fondo de dotación de la Universidad de Yale. «Un minúsculo 4 por ciento de los fondos producen resultados que batan al mercado después de impuestos por un escaso margen de ganancia (anual) del 0,6 por ciento. El 96 por ciento de los fondos que no batan o igualan al Vanguard 500 Index Fund pierden por un margen destructor de riqueza del 4,8 por ciento por año.»

La solución simple del fondo indexado ha sido adoptada como piedra angular de la estrategia inversora de muchos de los planes de pensiones de la nación operados por nuestras corporaciones, así como los de las administraciones locales y estatales. La indexación es también la estrategia predominante para los más grandes de ellos, el plan de jubilación de los empleados gubernamentales, el **Federal Thrift Savings Plan** (TSP). Este ha tenido un éxito notable y ahora posee aproximadamente 173.000 millones de dólares en activos para beneficio de nuestros funcionarios y miembros de las fuerzas armadas. Todas las contribuciones y los beneficios gozan del diferimiento fiscal hasta el desembolso, de forma parecida a lo que sucede con los planes de ahorro 401 (k). (Superando lo que deben de haber sido serias reservas, incluso la administración Bush determinó seguir el modelo TSP en sus planes para cuentas de ahorro personal como alternativa opcional a nuestro programa de Seguridad Social.)

Al otro lado del Atlántico, la indexación también se alaba. Atiende a estas palabras de Jonathan Davis, columnista de *The Spectator* de Londres: «Nada subraya mejor el continuo hueco entre la sustancia y la retórica en los servicios financieros británicos que el fracaso de los proveedores de aquí en emular el éxito del fondo indexado de Jack Bogle en Estados Unidos. Cada profesional de la City sabe que los fondos indexados deberían ser los bloques nucleares en la construcción de cualquier cartera de inversión de largo plazo. Desde 1976, el fondo indexado Vanguard ha producido una rentabilidad compuesta anual del 12 por ciento, mejor que tres cuartas partes que su grupo de comparables. Aun así, después de treinta años, la ignorancia y la omertá profesional se siguen interponiendo en el camino, impidiendo que más inversores cosechen los frutos de este héroe anónimo del mundo de la inversión».

Capítulo cuatro

Cómo la mayoría de los inversores convierten un juego de ganadores en uno de perdedores

«Las reglas implacables de la humilde aritmética»

ANTES DE QUE NOS ADENTREMOS en el éxito de la indexación como estrategia de inversión, exploremos con un poco más en profundidad las causas por las que el conjunto de los inversores no consigue las rentabilidades que nuestras corporaciones generan a través de sus dividendos y el crecimiento de sus beneficios, reflejados en última instancia en los precios de sus acciones. Para entender por qué no lo consiguen, solo necesitamos admitir las matemáticas simples de la inversión: todos los inversores como grupo necesariamente deben conseguir precisamente la rentabilidad de mercado, *pero solo antes de que se deduzcan los costes de invertir*.

Después de restar los costes de la intermediación financiera —todos los honorarios de gestión, las comisiones de agencia, las comisiones de suscripción, los costes de publicidad y los costes operacionales—, las rentabilidades del conjunto de los inversores deben ser y serán menores que la rentabilidad de mercado en una cantidad precisamente igual a la suma agregada de esos costes. En un mercado que arroja una rentabilidad del 10 por ciento, nosotros los inversores conseguimos de promedio una rentabilidad bruta del 10 por ciento. Pero después de que paguemos a

nuestros intermediarios financieros nos llevamos solo lo que queda. (¡Y les pagamos ya sean nuestras rentabilidades positivas o negativas!)

Tenemos, pues, estas dos certezas: 1) *batir al mercado antes de costes es un juego de suma cero*; 2) *batir el mercado después de costes es un juego de perdedores*. Las rentabilidades conseguidas por los inversores en agregado son, inevitablemente, menores que aquellas realizadas en nuestros mercados financieros. ¿A cuánto ascienden estos costes? Para los inversores individuales que invierten directamente en acciones, las comisiones de agencia promedian alrededor de un 1,5 por ciento por año. Ese coste es más bajo (cerca de un 1 por ciento) para los que operan con poca frecuencia, y mucho más alto para los que operan con bastante frecuencia (por ejemplo, del 3 por ciento para los que rotan su cartera a una tasa por encima del 200 por ciento por año).

En los fondos de inversión de renta variable, los honorarios de gestión y los gastos operativos —combinados, se les conocen como la *ratio de gastos*— cuestan un promedio de alrededor de un 1,5 por ciento al año de los activos del fondo. Añade luego, digamos, otro 0,5 por ciento en comisiones de suscripción, asumiendo que se carga una comisión de suscripción inicial de un 5 por ciento distribuida durante un periodo de inversión de diez años. Si las acciones se mantienen durante cinco años, el coste sería el doble de esa cifra, un 1 por ciento al año. El fondo promedio rota su cartera a una tasa de aproximadamente el ciento por ciento anual, lo que significa que un fondo de 5.000 millones de dólares compra 5.000 millones de dólares en acciones al año y vende otros 5.000 millones de dólares. A esa tasa, las comisiones de agencia, el diferencial entre precio de oferta y de demanda, y los costes de impacto de mercado añaden una capa adicional de costes.

Los inversores en conjunto obtenemos precisamente aquello por lo que no pagamos. Así que si no pagamos nada, lo obtenemos todo.

Resultado: el coste del «todo incluido» al invertir en un fondo de acciones puede llegar a suponer entre un 3 y un 3,5 por ciento por año.^[11] Así que, efectivamente, *los costes importan*. La desalentadora ironía de la inversión, pues, es que el conjunto de los inversores no solo no conseguimos aquello por lo que pagamos, sino que obtenemos precisamente aquello por lo que no pagamos. *De forma que, si no pagamos nada, lo obtenemos todo*. Tan solo es sentido común.

Hace algunos años, cuando estaba releendo el libro de Louis D. Brandeis *Other People's Money* (publicado por primera vez en 1914), me encontré con un maravilloso pasaje que ilustra esta simple lección. Brandeis, que más tarde se convertiría en uno de los más influyentes juristas en la historia del Tribunal Supremo de Estados Unidos, clamaba contra los oligarcas que hace un siglo controlaban la América inversora y corporativa.

Brandeis describía su gestión financiera y sus intereses entrelazados como «un pisoteo impune de las leyes humanas y divinas, obsesionados con el delirio de que dos más dos es igual a cinco». Predijo (con bastante precisión) que la especulación generalizada de esa época se derrumbaría, «víctima de las implacables normas de la humilde aritmética». Después añadió esta advertencia no atribuida —supongo que es de Sófocles—: «Recuerda, oh, extraño, que la aritmética es la primera de las ciencias, y la madre de la seguridad».

Las palabras de Brandeis me golpearon como una tonelada de ladrillos. ¿Por qué? Porque las implacables normas de la aritmética de la inversión son muy obvias. (Mis detractores han llegado a decir que todo mi mérito se reduce a la «increíble capacidad de reconocer lo obvio».) El hecho curioso es que la mayoría de los inversores parecen tener dificultades para reconocer lo que se ve a simple vista, justo delante de sus ojos. O, incluso de forma aún más generalizada, se niegan a reconocer la realidad porque va en contra de sus profundas y asentadas creencias, sesgos, certezas, y de su fe ciega en la manera en que han funcionado los mercados financieros, al parecer desde siempre.

Es asombroso lo difícil que le resulta a un hombre entender algo si se le paga una pequeña fortuna para que no lo entienda.

Es más, difícilmente les puede interesar a nuestros intermediarios financieros animar a sus inversores/clientes a que reconozcan la realidad. Desde luego, el interés propio de los líderes de nuestro sistema financiero casi les obliga a ignorar estas normas implacables. Parafraseando a Upton Sinclair, es asombroso lo difícil que le resulta a un hombre entender algo si se le paga una pequeña fortuna para que no lo entienda.

Nuestro sistema de intermediación financiera ha creado enormes fortunas para los que se dedican a gestionar el dinero de otros. Sus intereses propios no cambiarán de un día para otro. Pero como inversor, debes velar por los tuyos. Solo encarando las realidades obvias de la inversión puede triunfar el inversor inteligente.

¿Cuán importantes son los costes de la intermediación financiera? ¡Enormemente importantes! De hecho, los costes más altos de los fondos de acciones han desempeñado un papel determinante en explicar por qué los gestores de fondos han obtenido rentabilidades menores que las del mercado de forma tan consistente durante tanto tiempo. Cuando piensas sobre ello, ¿acaso podría haber sido de otra forma? En general, estos gestores son listos, bien educados, con experiencia, bien informados, y honestos. *Pero compiten los unos con los otros.* Cuando uno compra una acción, otro la está vendiendo. No hay una ganancia neta para los accionistas de los fondos en conjunto. De hecho, incurren en una pérdida igual a los costes de transacción que pagan a esos ayudadores sobre los que nos advertía Warren Buffett en el capítulo uno.

Los inversores prestan demasiada poca atención a los costes de invertir. Es especialmente fácil infravalorar su importancia bajo las tres condiciones que se dan en la actualidad: 1) cuando tantos costes están ocultos a la vista

(costes de transacción de cartera, el impacto de las comisiones de suscripción, los impuestos devengados por las ganancias realizadas); 2) cuando las rentabilidades de mercado han sido altas (durante los años ochenta y noventa, las rentabilidades de la bolsa obtuvieron un promedio de un 17,5 por ciento por año y el fondo medio ofreció una rentabilidad nada desdeñable —pero claramente inadecuada— del 15 por ciento); y especialmente 3) cuando los inversores se centran en las rentabilidades de corto plazo, ignorando el impacto verdaderamente confiscatorio del coste a lo largo de una vida de inversión.

Quizás un ejemplo ayude a aclarar las cosas. Supongamos que la bolsa genera una rentabilidad total que obtiene de promedio un 8 por ciento al año durante medio siglo. Sí, es un tiempo extenso, pero toda una vida de inversión es hoy día incluso más larga: sesenta y cinco o setenta años para un inversor que empieza a trabajar a la edad de veintidós años. Comienza a invertir inmediatamente y trabaja, digamos, hasta los sesenta y cinco; y después continúa invirtiendo durante una esperanza de vida actuarial de veinte o más años después de la jubilación. Ahora supongamos que los costes del fondo de inversión promedio continúan a la tasa presente de al menos un 2,5 por ciento al año. Resultado: una rentabilidad anual neta de solo un 5,5 por ciento para el fondo medio.

10.000 dólares crecen hasta 469.000 dólares [...] o hasta 145.400 dólares. ¿Dónde han ido a parar los otros 323.600 dólares?

En función de estas suposiciones, observemos las rentabilidades conseguidas sobre 10.000 dólares en cincuenta años (figura 4.1). Una inversión sencilla en la bolsa crece hasta convertirse en 469.000 dólares, un notable ejemplo de la magia del interés compuesto a lo largo de una vida de inversión. En los primeros años, la línea que muestra el crecimiento a la

tasa anual del 5,5 por ciento no parece tan diferente del crecimiento en la propia bolsa. Pero poco a poco, las líneas empiezan a separarse, finalmente a una tasa verdaderamente dramática. Al final del periodo, el valor capitalizado en el fondo alcanza un total de 145.400 dólares, un asombroso déficit de 323.600 dólares frente a la rentabilidad capitalizada conseguida por el propio mercado.

En el campo de las inversiones, el tiempo no cura todas las heridas. Las empeora. *En lo que respecta a las rentabilidades, el tiempo es tu amigo. Pero en lo que respecta a los costes, el tiempo es tu enemigo.* Este punto queda poderosamente ilustrado cuando consideramos cuánto del valor de la inversión de 10.000 dólares se erosiona con cada año que pasa (figura 4.2). Para finales del primer año, solo alrededor del 2 por ciento del valor de tu capital se ha desvanecido (10.800 dólares frente a 10.550 dólares). Para el décimo año, un 21 por ciento se ha desvanecido (21.600 dólares frente a 17.100 dólares). Para el año treinta, el 50 por ciento se ha desvanecido (100.600 dólares frente a 49.800 dólares). Y para el final del periodo inversor, los costes han consumido cerca del 70 por ciento de la capitalización potencial disponible simplemente invirtiendo en la cartera de mercado.

Figura 4.1 La magia de capitalizar rentabilidades, la tiranía de capitalizar costes: crecimiento de 10.000 dólares en cincuenta años

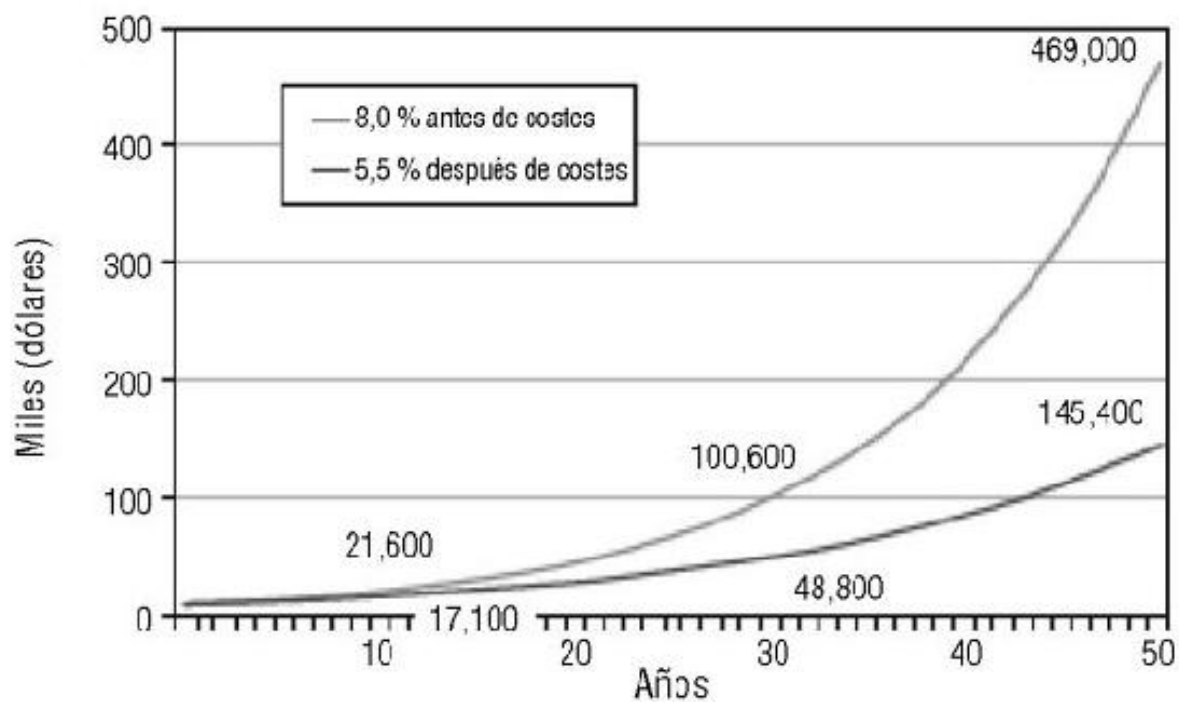
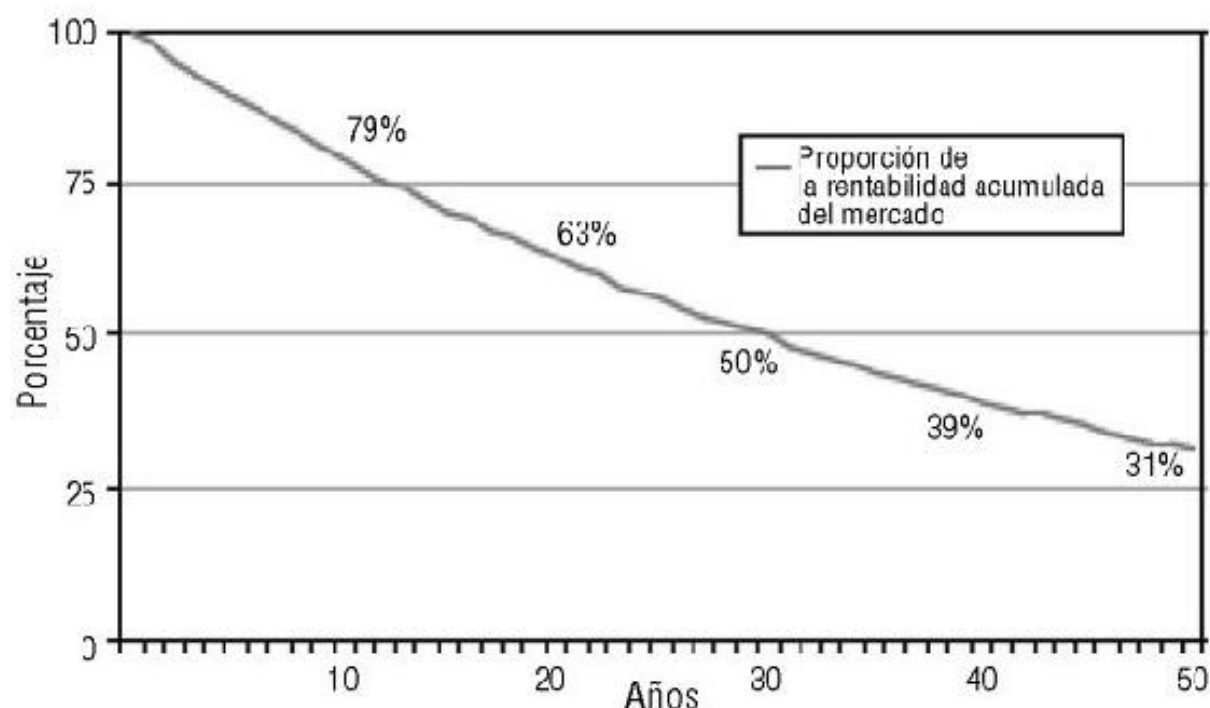


Figura 4.2 La tiranía de capitalizar: impacto de largo plazo de un desfase respecto al mercado del 2,5 %



El inversor, que puso un ciento por ciento del capital y asumió un ciento por ciento del riesgo, ganó solo el 31 por ciento de la rentabilidad del mercado. El sistema de intermediación financiera, que puso un 0 por ciento del capital y asumió un 0 por ciento del riesgo, esencialmente confiscó un 70 por ciento de esa rentabilidad, sin duda, la mayor parte. Lo que puedes observar aquí —¡y, por favor, no lo olvides nunca!— es que en el largo plazo, el milagro de capitalizar *rentabilidades*, es superado por la tiranía de capitalizar *costes*. Añade esta certidumbre matemática a las implacables reglas de la humilde aritmética descritas anteriormente.

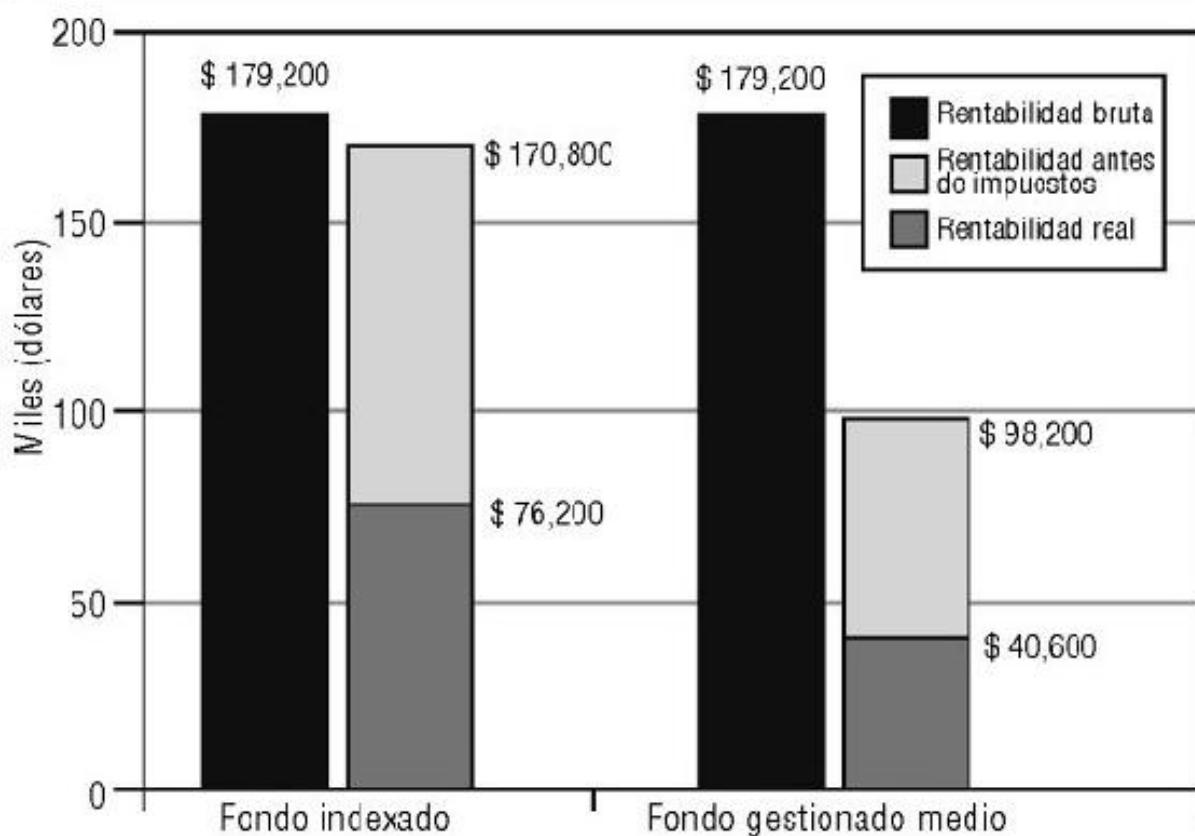
El milagro de capitalizar rentabilidades es superado por la tiranía de capitalizar costes.

Pero ya está bien de teoría y ejemplos hipotéticos. Veamos cómo funciona este principio en el mundo real. Durante el cuarto de siglo desde 1980 hasta 2005, la rentabilidad de la bolsa (medida por el índice Standard & Poor's 500) obtuvo un promedio de un 12,5 por ciento al año. La rentabilidad media del fondo de inversión medio fue de solo el 10,0 por ciento. Ese diferencial del 2,5 por ciento es prácticamente lo que cabría esperarse, dada nuestra estimación aproximada anterior del 3 por ciento para los costes de un fondo. (Nunca lo olvides: rentabilidad de mercado menos coste igual a rentabilidad del inversor.) Sencillamente, nuestros gestores de fondos, en la cúspide de la cadena alimenticia del mundo de la inversión, han confiscado una porción excesiva de la rentabilidad de los mercados financieros. A los inversores en fondos, inevitablemente en la base de la cadena alimenticia, les han dejado una porción muy pequeña.

Los inversores no tenían por qué haber incurrido en esa pérdida, puesto que podrían haber invertido fácilmente en un sencillo fondo indexado que replicase al S&P 500. Ese fondo arrojó una rentabilidad del 12,3 por ciento al año durante ese periodo, la rentabilidad de mercado del 12,5 por ciento menos los costes de solo un 0,2 por ciento, lo que supone un margen anual de superioridad del 2,4 por ciento sobre el fondo medio.

A primera vista, esa brecha anual puede no parecer grande. Pero cuando se capitaliza a lo largo de veinticinco años, alcanza proporciones sobrecogedoras. Una inversión inicial de 10.000 dólares en el fondo indexado creció, notablemente, 170.800 dólares, comparado con el crecimiento de solo 98.200 dólares en el fondo de inversión medio: solo un 57 por ciento de la capitalización total del fondo indexado.

Figura 4.3 Fondo indexado frente a fondo gestionado: beneficio sobre inversión inicial de 10.000 dólares, 1980-2005



Nota: Supone la reinversión de todos los dividendos y las plusvalías.

Pero afrontemos los hechos. Estas dos capitalizaciones están exageradas porque están denominadas en dólares de 2005, que tienen menos de la mitad del poder adquisitivo de que disponían en 1980. Durante este periodo, la inflación erosionó el poder adquisitivo real de estas rentabilidades a una tasa promedio del 3,3 por ciento al año. Cuando convertimos esos dólares nominales —los dólares que ganamos y gastamos e invertimos cada día— en dólares reales que se ajustan para tener en cuenta la inflación, los resultados para esa inversión original de 10.000 dólares caen drásticamente. El beneficio real capitalizado, aplicando el interés compuesto, ascendió a solo 40.600 dólares para el fondo de acciones de gestión activa medio,

comparado con los 76.200 dólares para el fondo indexado de gestión pasiva (figura 4.3).

Ahora, el fondo medio produjo apenas la mitad (en realidad el 53 por ciento) del beneficio conseguido por la bolsa a través del fondo indexado sencillo, una rentabilidad que estaba al alcance de cualquiera. (Está en la naturaleza de la aritmética el hecho de que al deducir la misma tasa de inflación de ambas cifras aumenta más aún la ventaja comparativa de la inversión de mayor rentabilidad, en este caso el fondo de inversión.) Sin duda, *los costes importan*. Desde luego, los costes marcan la diferencia entre el éxito y el fracaso en las inversiones.

En pocas palabras, la humilde aritmética de la inversión —la lógica, inevitable e inflexible sanción que suponen los costes de inversión y el creciente coste de vida— ha devastado las rentabilidades conseguidas por los inversionistas en fondos. Usando la expresión del juez Brandeis, nuestros gestores de fondos de inversión parecen obsesionados con el delirio —delirio que contagian a los inversores— de que una rentabilidad bruta nominal del 12,5 por ciento al año en bolsa menos los gastos del fondo del 2,5 por ciento, menos la inflación del 3,3 por ciento, todavía equivale a una rentabilidad neta del 12,5 por ciento. Pues, para afirmar lo obvio, esto no es así. Puedes hacer las sumas y restas tú mismo. Es igual (lo has adivinado) a solo un 6,7 por ciento.

Salvo que la industria de gestión de fondos cambie y mejore el rendimiento neto que entrega a los accionistas de los fondos, decaerá y finalmente fracasará, una víctima, sí, de las implacables normas de la humilde aritmética. Si estuviera mirando por encima de tu hombro mientras lees este libro, el juez Brandeis seguramente te advertiría: «Recuerda, oh lector, que la aritmética es la primera de las ciencias y la madre de la seguridad».

Así que, afila tus lápices. Haz tus propias cuentas. Date cuenta de que no estás obligado a jugar al juego de gestión hiperactiva en el que participa la abrumadora mayoría de los inversores individuales y propietarios de fondos. El fondo indexado está ahí para garantizar que ganarás tu parte

proporcional de cualquiera de las rentabilidades que consigan nuestras empresas y pague nuestra bolsa.

No tienes por qué crearme a mí

La superioridad innata del fondo indexado ha sido apoyada (quizás a regañadientes) por un amplio grupo de expertos del sector de los fondos de inversión. Cuando se retiró, esto es lo que **Peter Lynch**, el legendario gestor que condujo al fondo Fidelity Magellan a un gran éxito durante su mandato desde 1977 a 1990, dijo en *Barron's*: «El S&P ha subido un 343,8 por ciento en diez años. Eso es multiplicar por cuatro. Los fondos de acciones generales han subido un 283 por ciento. Así que está empeorando, el deterioro por parte de los profesionales está empeorando. Al público le iría mejor en un fondo indexado». Atiende ahora al líder del sector **Jon Fossel**, expresidente de The Investment Company Institute y de Oppenheimer Funds en declaraciones al *Wall Street Journal*: «La gente debería reconocer que el fondo medio *nunca* puede superar al mercado en su totalidad». (Las cursivas son mías.)

Incluso los inversores hiperactivos parecen creer en las estrategias de indexación. Esto es lo que dice **James J. Cramer**, gestor y presentador del programa de la CNBC *Mad Money*: «Después de una vida escogiendo acciones, tengo que admitir que los argumentos de Bogle a favor de los fondos indexados me hacen pensar en unirme a él en lugar de en intentar batirlo. La sabiduría y el sentido común de Bogle son indispensables [...] para cualquiera que intente averiguar cómo invertir en este mercado de locos». Y también los gestores de los fondos de cobertura se unen al coro. Uno de los gigantes de la gestión, **Clifford A. Asness**, socio gestor y fundador de AQR Capital Management, añade su propia sabiduría, experiencia e integridad: «La indexación basada en la capitalización bursátil nunca será derribada de su merecido pedestal como núcleo y legítimo rey del mundo inversor. Es lo que todos deberíamos poseer en teoría y ha entregado las rentabilidades de la bolsa a bajo coste a un gran número de inversores [...], ahora y por siempre el rey del cotarro».

Capítulo cinco

La gran ilusión

¡Sorpresa! Las rentabilidades de las que informan los fondos de inversión no las ganan en realidad los clientes

ES GRATIFICANTE QUE miembros destacados del sector de las inversiones como el presidente del Investment Company Institute (ICI) Jon Fossel, Peter Lynch de Fidelity, James Cramer de la CNBC, y Clifford Asness de AQR estén de acuerdo conmigo sobre la inevitable inadecuación de las rentabilidades conseguidas por el fondo de acciones típico en relación con las rentabilidades disponibles tan solo invirtiendo en la bolsa a través de un fondo indexado basado en el S&P 500. Pero la idea de que los inversores en fondos consiguen en realidad esas rentabilidades demuestra ser una gran ilusión. Y además bastante generosa. La realidad es considerablemente peor, ya que, además de pagar los altos costes que los gestores de fondos extraen por sus servicios, los accionistas desembolsan un coste adicional que es incluso mayor.

Durante el periodo de veinticinco años examinado en el capítulo cuatro, las rentabilidades que presentamos se basaban en las rentabilidades ponderadas por el tiempo que normalmente comunican los fondos: el cambio en el valor de los activos de cada acción, ajustada para reflejar la reinversión de todos los ingresos por dividendos y distribuciones por plusvalías. Pero esa rentabilidad del fondo no nos informa sobre la

rentabilidad conseguida por el inversor medio en el fondo. Y resulta que esa rentabilidad es mucho más baja.

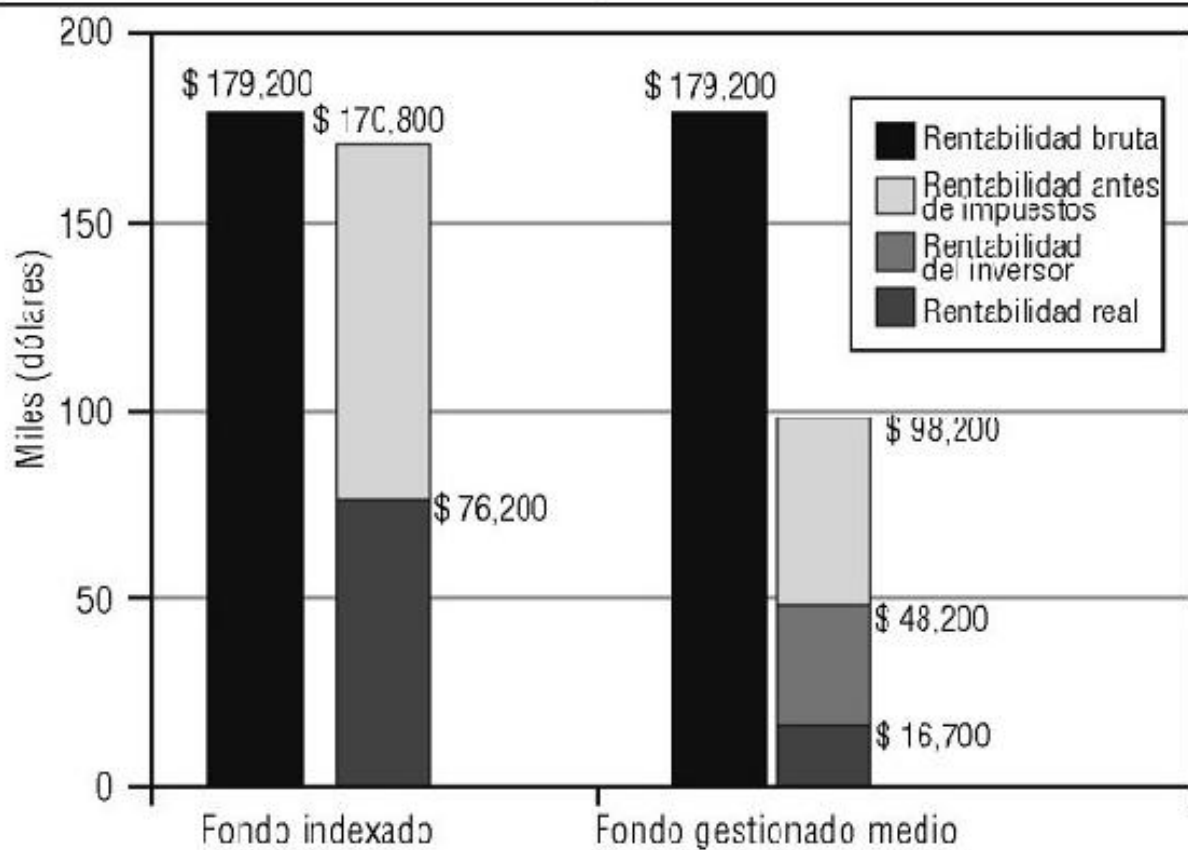
Pista: el dinero fluye a la mayoría de los fondos después de un buen rendimiento, y cesa cuando le sucede un mal rendimiento.

Para evaluar la rentabilidad obtenida por el inversor medio en fondos debemos considerar la *rentabilidad ponderada por el dinero*, que tiene en cuenta el impacto de los flujos de fondos de los inversores dentro y fuera del fondo.^[12] (Pista: el dinero fluye a la mayoría de los fondos después de un buen rendimiento, y cesa cuando le sucede un mal rendimiento.)

Cuando comparamos las rentabilidades de los fondos calculadas de forma tradicional con las realmente ganadas por sus inversores en el pasado cuarto de siglo, resulta que el inversor medio en fondos consiguió, no el 10,0 por ciento comunicado por el fondo medio, sino un 7,3 por ciento, una rentabilidad anual 2,7 puntos porcentuales inferior por año menos que la del fondo. (Para ser justos, el inversor en fondos indexados también fue seducido por el mercado al alza, y consiguió una rentabilidad del 10,8 por ciento, 1,5 puntos porcentuales menos que la rentabilidad del propio fondo.)

Si, durante los pasados veinticinco años, mientras que el fondo indexado de bolsa arrojaba una rentabilidad anual del 12,3 por ciento y el fondo medio de acciones ganaba una rentabilidad anual del 10,0 por ciento, el inversor medio en fondos conseguía solo un 7,3 por ciento al año.

Figura 5.1 Fondo indexado frente a fondo gestionado: beneficio sobre inversión inicial de 10.000 dólares, 1980-2005



Nota: Supone la reinversión de todos los dividendos y las plusvalías.

Capitalizada a lo largo del periodo, como vimos en el capítulo cuatro, la penalidad del 2,5 por ciento en que incurrió el fondo medio debido a los costes fue enorme. Pero las penalidades combinadas de una elección fallida del momento de invertir y una selección adversa fueron incluso mayores. La figura 5.1 muestra que 10.000 dólares invertidos en el fondo indexado crecieron hasta 170.800 dólares; el fondo en acciones medio hasta 98.200 dólares, solo el 57 por ciento de lo que había disponible. Pero el retorno capitalizado conseguido por el inversor medio en fondos se derrumbó hasta los 48.200 dólares, un sorprendente 28 por ciento de la rentabilidad del fondo indexado sencillo.

Y una vez más, el valor de todos esos dólares se derrumban porque debemos tener en cuenta la inflación. La rentabilidad real del fondo indexado cae a un 9,0 por ciento al año, pero la rentabilidad real del inversor medio en fondos se hunde a solo un 4,0 por ciento. Aplicando el interés compuesto, 76.200 dólares de valor para el fondo indexado frente a solo 16.700 dólares para el inversor en fondos, solamente un 22 por ciento de la capitalización potencial disponible. La verdad sea dicha, es difícil imaginarse una brecha así de sobrecogedora, pero los hechos son los hechos.

Mientras que los datos indican claramente que las rentabilidades de los inversores en fondos se quedaron muy cortas en comparación con las rentabilidades de los fondos, no hay manera de ser precisos respecto al déficit exacto.[\[13\]](#) Pero el objetivo de este examen de las rentabilidades obtenidas por la bolsa, el fondo medio, y el accionista medio de los fondos no es la precisión, sino la orientación. Independientemente de cuáles sean los datos precisos, las pruebas son demoledoras en cuanto a que las rentabilidades de los fondos de acciones son sustancialmente inferiores a las de la bolsa, en gran parte debido a sus costes, y en cuanto a que las rentabilidades de los inversores en fondos son inferiores por un margen aún mayor.

Envalentonados por el embriagador optimismo y la avaricia, y seducidos por los ardides de los comercializadores de fondos, los inversores entraron en tromba con sus ahorros en fondos de acciones justo en el techo del mercado alcista.

¿Qué explica este sorprendente retraso? En pocas palabras, la contraproducente elección de los momentos de compra y venta, y la

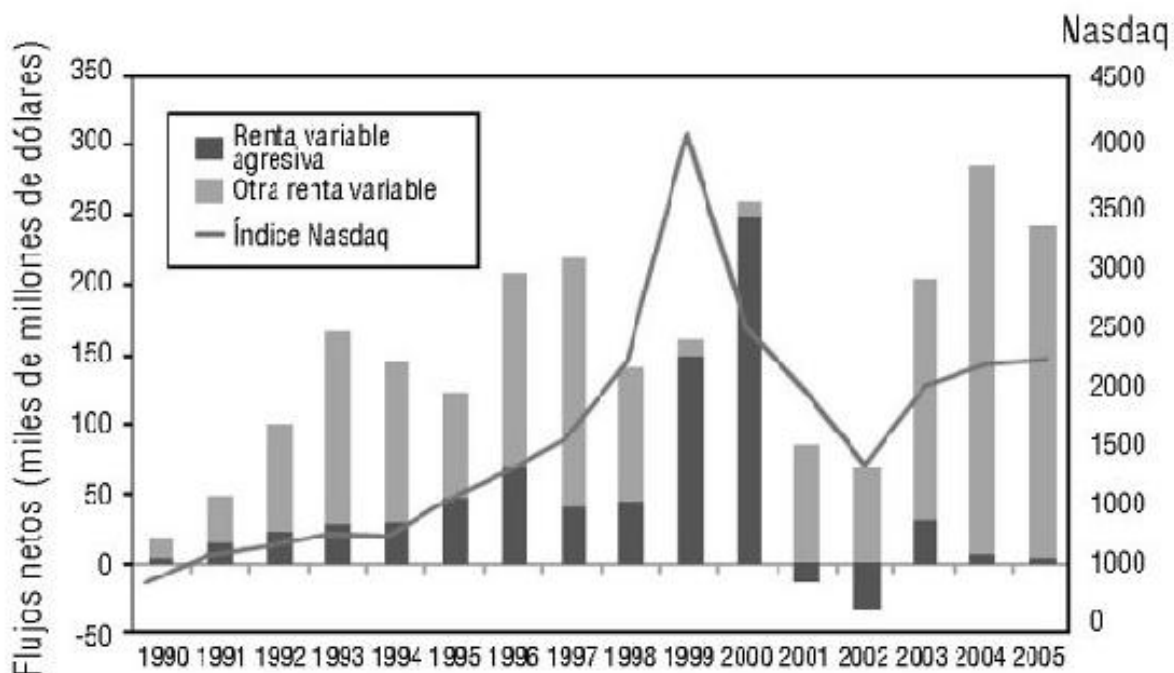
selección de los fondos. Primero, los accionistas de los fondos de acciones pagaron una pesada multa por su elección de los tiempos. Invirtieron una proporción demasiado pequeña de sus ahorros en fondos de acciones durante los años ochenta y comienzos de los noventa cuando las acciones representaban buenas oportunidades en términos de valoración. Después, envalentonados por el embriagador optimismo y la avaricia, y seducidos por los ardides de los comercializadores de fondos cuando el mercado alcista se acercaba a su techo, invirtieron una proporción demasiado grande de sus ahorros en fondos de acciones. Segundo, pagaron una multa de selección, metiendo su dinero en el mercado no solo en el momento equivocado sino en los fondos equivocados. En ambos fracasos, los inversores simplemente no practicaron lo que el sentido común les habría aconsejado hacer.

Este efecto de desfase fue asombrosamente dominante. En la pasada década, las rentabilidades que 198 de los 200 fondos de acciones más populares entre 1996 y 2000 entregaron a sus accionistas fueron inferiores que las rentabilidades que comunicaron a los inversores. Este desfase fue especialmente evidente durante la manía de las acciones de la «nueva economía» de finales de los noventa. Entonces, la industria de los fondos organizó más y más fondos, normalmente fondos que incurrían en mayores riesgos que los del propio mercado, y magnificaron el problema publicitando masivamente las llamativas rentabilidades pasadas conseguidas por sus fondos más calientes.

Conforme el mercado subía, los inversores iban depositando sumas cada vez mayores de dinero en fondos de acciones. Invirtieron un neto total de solo 18.000 millones de dólares en 1990 cuando las acciones eran baratas, y 420.000 millones en 1999 y 2000, cuando las acciones estaban sobrevaloradas (figura 5.2). Más aún, escogieron también de forma abrumadora los fondos de acciones de crecimiento de más alto riesgo, hasta la virtual exclusión de los fondos más conservadores orientados a la inversión en valor. Mientras que en 1990 solo un 20 por ciento de su dinero fue hacia fondos de acciones de crecimiento de un perfil de riesgo agresivo, colocaron hasta un 95 por ciento en ese tipo de fondos cuando hicieron techo durante 1999 y 2000. Tras la caída, cuando ya era demasiado tarde,

las compras de los inversores menguaron hasta suponer tan solo 50.000 millones en 2002, cuando el mercado tocó fondo. También sacaron su dinero de los fondos de acciones de crecimiento y recurrieron, demasiado tarde, a los fondos de inversión en valor.

Figura 5.2 Penalizaciones por tiempos y selección: flujos netos en fondos de renta variable



Los problemas de la mala elección de los momentos de inversión y la selección de fondos poco sensata pueden ilustrarse observando la experiencia de los fondos de acciones de crecimiento más populares de cinco familias de fondos gigantes con las mayores entradas de efectivo, en conjunto más 150.000 millones de dólares entre 1996 y 2000 ambos incluidos (figura 5.3). En esos cinco años, estos fondos agresivos proveyeron unos registros espectaculares, con rentabilidades anuales que promediaron un 21 por ciento al año, muy por encima incluso del notable 18,4 por ciento del fondo indexado basado en el S&P 500. Pero en los cinco años que les siguieron, de 2001 hasta 2005, se materializó la venganza.

Mientras el fondo indexado consiguió a duras penas una pequeña ganancia (menos de un 1 por ciento por año), las rentabilidades de estos fondos agresivos cargados de riesgo cayeron en territorio negativo.

Para el periodo completo de diez años, teniendo en cuenta el auge y la caída, las rentabilidades comunicadas por estos fondos agresivos fueron en verdad bastante aceptables: un promedio del 7,8, similar a la rentabilidad del 9,1 por ciento del fondo indexado. Pero pobres de los inversores que los eligieron. Porque mientras que las rentabilidades del fondo fueron aceptables, las de sus accionistas fueron terribles.

Figura 5.3 Rentabilidades de los fondos de crecimiento frente a las rentabilidades del inversor: fondos agresivos de crecimiento, 1995-2005

Grupo de fondos gestor general	Rentabilidad anual				
	1995-2003	2000-2005	10-años Fondo	10-años Accionista	10-años Desfase del accionista
	Total	Total			
Alliance Bernstein Growth	20.1%	5.2%	6.7%	7.6%	14.3%
Fidelity Growth	21.6	-2.5	8.8	3.4	-5.5
Janus Growth	24.8	-3.3	9.8	1.4	-8.5
MFS Growth	20.7	-4.6	7.3	-1.1	-8.4
Pitman Growth	17.6	-3.7	6.5	1.7	-4.8
Average	21.0%	-3.9%	7.8%	-0.5%	-8.3%
Vanguard Index 500	18.4%	0.5%	9.1%	7.1%	-2.0%

Su retorno promedio fue de menos 0,5 por ciento al año, en territorio negativo, y menor en 8,3 puntos porcentuales que la cifra comunicada para las acciones del fondo. Que conste en acta, la rentabilidad anual del

accionista del fondo indexado, en el 7,1 por ciento, también fue menor que la rentabilidad del fondo pero solo 20 puntos porcentuales, mucho menor que el desfase de 8,3 puntos porcentuales de este grupo, o incluso que el desfase del sector de 2,7 puntos porcentuales.

Cuando las rentabilidades anuales de estos fondos agresivos se capitalizan a lo largo del periodo completo, el deterioro es impresionante: una rentabilidad capitalizada del fondo que obtiene de promedio un 112 por ciento; una rentabilidad capitalizada del accionista de menos 4,5 por ciento. ¡Eso es un desfase de más de 117 puntos porcentuales! Este pasmoso quebranto, entonces, deja claros los peligros de la selección de fondos y del momento. También ilustra el valor de la indexación y la necesidad de fijar un curso de acción sólido y luego ceñirse a él, pase lo que pase.

Cuando las siempre contraproducentes emociones de los inversores son aprovechadas por las siempre contraproducentes campañas publicitarias de la industria de los fondos, nada bueno puede suceder.

El sorprendente rendimiento de los inversores en fondos durante la burbuja bursátil de la «nueva economía» es inusual en su dimensión, pero no en su existencia. Los inversores en fondos han ido persiguiendo las rentabilidades pasadas desde tiempos inmemoriales, permitiendo que sus emociones —quizás incluso su avaricia— arrollen su razón. Pero la propia industria de los fondos ha explotado estas emociones, sacando nuevos fondos para ajustarse a modas pasajeras, que suelen ser especulativos y con altos costes de gestión, y comercializándolos y publicitándolos de forma agresiva. Es justo decir que cuando las siempre contraproducentes emociones de los inversores son aprovechadas por las siempre contraproducentes campañas publicitarias de la industria de los fondos, nada bueno puede suceder.

La industria de fondos no renunciará a sus campañas publicitarias. Pero el inversor inteligente hará bien en prestar atención no solo al mensaje del capítulo cuatro sobre minimizar los gastos, sino también el mensaje incluido en este capítulo de sacar las emociones de la ecuación. La belleza del fondo indexado, pues, reside no solo en sus gastos bajos, sino en la eliminación de todas esas elecciones tentadoras de fondos que prometen tanto y entregan tan poco. A diferencia de los fondos punteros del momento, el fondo indexado puede mantenerse a las duras y a las maduras durante toda una vida de inversión, y las emociones nunca deben entrar en la ecuación. La fórmula ganadora para tener éxito en la inversión es poseer toda la bolsa a través de un fondo indexado, y luego no hacer nada. Solo cíñete al plan.

No tienes por qué crearme a mí

El sabio **Warren Buffett** comparte mi opinión. «Los grandes enemigos del inversor en bolsa son los gastos y las emociones.» Incluso **Andrew Lo**, profesor del MIT y autor de *A Non-Random Walk Down Wall Street* (en el que sugiere estrategias para batir el mercado), para su cuenta personal «invierte comprando y manteniendo fondos indexados». Quizás incluso más sorprendente sea que el fundador y consejero delegado del mayor supermercado de fondos de inversión, mientras que publicita vigorosamente fondos de gestión activa, escoge para sí mismo el fondo indexado clásico. Cuando le preguntaron por qué la gente invierte en fondos de gestión activa, **Charles Schwab** respondió: «Es divertido jugar [...], está en la naturaleza humana el tratar de escoger al caballo ganador [...]. (Pero) para la persona media, estoy bastante a favor de la indexación [...], la predictibilidad es tan alta [...] para periodos de diez, quince y veinte años estarás en el percentil 85 de rendimiento. ¿Por qué fastidiarlo?».

Mark Hulber, el muy reputado editor del *Hulbert Financial Digest* también concuerda con lo expuesto: «Si suponemos que el futuro es como el pasado, puedes superar al 80 por ciento de los inversores en las próximas décadas invirtiendo en un fondo indexado, y sin hacer nada más. [Sino] adquirir la disciplina de hacer algo incluso mejor: convertirte en un inversor de largo plazo en fondos indexados». Su artículo en el *New York Times* se titulaba «¿Comprar y mantener? Claro, pero no olvide mantener».

Capítulo seis

Los impuestos también son costes

No pagues al tío Sam más de lo que deberías

TODAVÍA NO HEMOS TERMINADO con las implacables reglas de la humilde aritmética —las lógicas, inevitables e inflexibles penalidades de largo plazo que suponen para los inversores en bolsa los gastos de inversión y el poderoso impacto de la inflación— que han rebajado drásticamente el capital acumulado por los inversores en fondos. Como se describe en el capítulo cuatro, el fondo indexado ha provisto una excelente protección frente al lastre de estos dos costes. Mientras que sus rentabilidades reales fueron afectadas también por la inflación, el impacto acumulado fue muy inferior al que se produjo en los fondos de acciones de gestión activa.

Pero existe un coste aún mayor —con demasiada frecuencia ignorado— que reduce incluso más aún las rentabilidades netas que los inversores realizan. Me refiero a los impuestos, tanto federales, como estatales y municipales.[\[14\]](#)

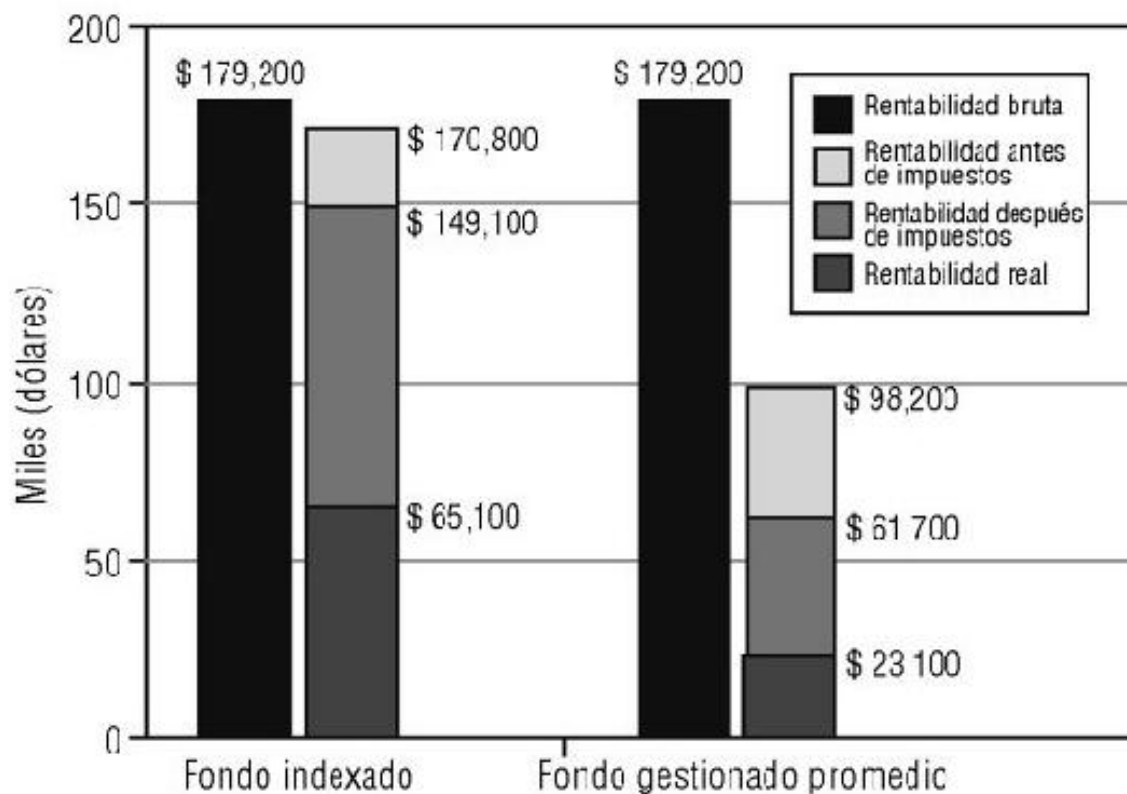
Esta pauta de ineficiencia fiscal de los gestores activos parece destinada a continuar siempre que 1) las acciones suban, y 2) los gestores de fondos continúen con su pauta de operación interactiva de corto plazo. Seamos claros: la mayoría de los gestores de fondos, antaño concentrados en la inversión de largo plazo, lo están ahora en la especulación. Pero el fondo indexado sigue precisamente la política opuesta: comprar y mantener para

siempre, e incurrir en costes de transacción que estén comprendidos entre lo infinitesimal y cero.

Así que continuemos donde nos quedamos hace dos capítulos, con la rentabilidad anual neta del 10 por ciento para el fondo en acciones promedio durante los últimos veinticinco años que puede compararse con la rentabilidad del 12,3 por ciento para el fondo indexado al S&P 500. Con la alta rotación de cartera de los fondos de gestión activa, sus inversores estuvieron sujetos a un impuesto federal anual efectivo del 1,8 puntos porcentuales por año (los impuestos locales y estatales contribuyen a engrosar más aún la cifra), haciendo que la rentabilidad anual después de impuestos quedase reducida a un 8,2 por ciento (figura 6.1).

A pesar de las rentabilidades más altas que consiguieron, los inversores en el fondo indexado estuvieron en realidad sujetos a menos impuestos — de hecho, fueron de 0,6 puntos porcentuales, alrededor de un tercio de la carga fiscal del fondo medio—, lo que dejaba su rentabilidad después de impuestos en un 11,7 por ciento.

**Figura 6.1 Fondo indexado frente a fondo gestionado:
beneficio sobre inversión inicial de 10.000 dólares, 1980-2005**



Nota: Supone la reinversión de todos los dividendos y las plusvalías.

Capitalizados, los 10.000 dólares invertidos inicialmente se convirtieron en tan solo 61.700 dólares después de impuestos para los fondos activos, casi un 60 por ciento menos que los 149.000 dólares de crecimiento acumulado en el fondo indexado, es decir, una pérdida de unos 87.300 dólares.[\[15\]](#)

Pero además, al igual que los gastos del fondo se pagan en dólares corrientes, lo mismo pasa con la factura impositiva anual. Cuando calculamos la riqueza acumulada en términos de dólares reales con poder adquisitivo de 1980, la riqueza del inversor se contrae, de nuevo, drásticamente. La rentabilidad anual real del fondo en acciones medio caería ahora hasta el 4,9 por ciento, menos de un 60 por ciento del 8,4 por ciento de rentabilidad real del fondo indexado. Capitalizado, el crecimiento

real después de impuestos en esos 10.000 dólares iniciales alcanzó los 65.100 dólares para el fondo indexado, casi tres veces los 23.100 dólares del fondo de acciones de gestión activa.

Incluso con las rentabilidades más modestas conseguidas en la época posburbuja, los fondos de gestión activa persisten en la imposición de esta ineficiencia fiscal, que resulta extraordinariamente costosa a sus accionistas. En tanto que la rentabilidad anual neta del fondo de acciones medio fue del 8,5 por ciento durante la década anterior (de 1996 a 2005), la factura fiscal consumió 1,7 puntos porcentuales de la rentabilidad, lo que redujo la rentabilidad neta del fondo a solo el 6,8 por ciento.

Dudo en asignar la responsabilidad de ser «la gota que colmó el vaso» de las rentabilidades de los fondos de acciones a uno solo de estos factores negativos. Pero con seguridad las gotas que colman incluyen 1) costes altos, 2) las selecciones adversas de los inversores y los tiempos de compra y venta contraproducentes descritos en el capítulo cinco, y 3) los impuestos. No importa la forma en que se mire, el vaso ha sido, sin duda, colmado. Pero, al final, resulta que la verdadera gota final es la inflación.

Las rentabilidades de los fondos quedan arrasadas por los costes, los impuestos y la inflación.

Cuando pagamos los costes de nuestros fondos en dólares *corrientes*, año tras año —exactamente así es como pagamos los gastos de nuestros fondos y nuestros impuestos sobre las plusvalías del fondo (a las que además se aplica con frecuencia la mayor tasa impositiva que pagan las plusvalías de corto plazo)— y aun así acumulamos nuestros activos solo en dólares reales, erosionados por la implacable subida en el coste de la vida que parece intrínseca a nuestra economía, los resultados son devastadores. Es verdaderamente notable —y difícilmente digno de elogio— que este

desastre sea virtualmente ignorado en la información que los gestores de fondos facilitan a sus inversores.

Una paradoja: mientras que el fondo indexado es bastante *eficiente* fiscalmente para gestionar las plusvalías, resulta que es relativamente *ineficiente* desde el punto de vista fiscal a la hora de distribuir los ingresos por dividendos. ¿Por qué? Porque sus bajos costes de gestión significan que casi todos los dividendos pagados por las acciones en que invierte el fondo van a parar directamente a manos de los accionistas del fondo. Con las altas ratios de gastos de los fondos gestionados, sin embargo, solo una parte minúscula de los dividendos que el fondo recibe acaban llegando a los accionistas del fondo.

He aquí la poco sorprendente e incluso más implacable aritmética: la rentabilidad bruta anual por dividendo que consigue el fondo típico de acciones de gestión activa *antes de deducir los gastos del fondo* es aproximadamente la misma que la rentabilidad por dividendo del fondo indexado de bajo coste: un 1,8 por ciento a finales de 2006. Pero después de deducir el 1,5 por ciento de gastos soportados por el típico fondo de gestión activa, su rentabilidad neta por dividendo baja a tan solo un 0,3 por ciento (!) para sus propietarios. Los costes de operación del fondo y los honorarios llegan a confiscar un 80 por ciento de sus ingresos por dividendos, una triste confirmación de la eterna posición de los inversores en fondos al final de la cadena alimentaria de los fondos de inversión.

La ratio de gastos de un fondo indexado de bajo coste es aproximadamente del 0,15 por ciento, que consume solo el 8 por ciento de su 1,8 por ciento de rentabilidad por dividendo. El resultado: una rentabilidad neta por dividendo del 1,65 por ciento para distribuir a los propietarios del fondo indexado de gestión pasiva, una rentabilidad por dividendo 5,5 veces superior que la rentabilidad por dividendo del 0,3 por ciento del fondo de gestión activa.

Para los accionistas de cuentas sujetas a impuestos, ese dividendo más grande está sujeto al actual impuesto federal del 15 por ciento sobre los ingresos por dividendos. Paradójicamente, el fondo de gestión activa, con una tasa fiscal efectiva de solo el 0,045 por ciento (un 15 por ciento de la

rentabilidad neta por dividendo del 0,3 por ciento), aparenta ser más eficiente fiscalmente desde el punto de vista de los dividendos. Pero la realidad es que los impuestos que cargan los gestores activos en forma de honorarios que deducen antes de pagar esos dividendos han consumido previamente el 80 por ciento de la renta. El inversor sabio buscará la «ineficiencia fiscal» por dividendo del fondo indexado en lugar de la «eficiencia fiscal» de los fondos de gestión activa engendrada por sus costes operacionales confiscatorios.

No tienes por qué creerme a mí

Ten en cuenta estas palabras de un ensayo académico cuyo autor es **John B. Shoven**, de la Universidad de Stanford y la Oficina Nacional de Investigación Económica, y **Joel M. Dickson**, por entonces en el sistema de la Reserva Federal: «Los fondos de inversión no han gestionado sus plusvalías realizadas de forma que les permita un diferimiento sustancial de sus impuestos, aumentando la factura fiscal de los inversores considerablemente [...]. Si el Vanguard 500 Index Fund pudiera haber diferido todas sus plusvalías realizadas, hubiese acabado en el percentil 91,8 para los inversores de los tramos fiscales altos» (esto es, sobrepasó el 92 por ciento de todos los fondos de acciones de gestión activa).

O presta atención al asesor de inversiones **William Bernstein**, autor de *The Four Pillars of Investing*: «Mientras que, en general, probablemente sea una mala idea invertir en fondos de gestión activa, es una idea auténticamente terrible invertir en ellos a través de cuentas gravables [...], (los impuestos son) un lastre en el rendimiento de hasta 4 puntos porcentuales cada año [...], muchos fondos indexados permiten que tus ganancias de capital crezcan en gran parte intactas hasta que vendes [...] *Para el inversor sujeto a impuestos, la indexación significa no tener que decir nunca lo siento*».

Y el **Doctor Malkiel** de nuevo se une al bando del fondo indexado: «Los fondos indexados son [...] fiscalmente favorables, pues permiten que los inversores difieran la realización de sus plusvalías o las eviten por completo si las acciones son legadas. Siempre que la tendencia alcista de largo plazo de las acciones continúe, cambiar unas acciones por otras implica realizar plusvalías que están sujetas a impuestos. Los impuestos son una cuestión financiera de una importancia crucial porque la realización temprana de plusvalías reducirá sustancialmente las rentabilidades netas. Los fondos indexados no van saltando de valor en valor y, por tanto, tienden a evitar los impuestos sobre plusvalías realizadas».

Capítulo siete

Cuando los buenos tiempos no se prolongan

¿Qué pasa si las rentabilidades futuras son inferiores?

RECUERDA EL PRINCIPIO INFALIBLE descrito en el capítulo dos: en el largo plazo, es la realidad empresarial —la rentabilidad por dividendo y el crecimiento de los beneficios de las corporaciones— la que impulsa las rentabilidades generadas por la bolsa. Sin embargo, debo advertirte que durante los últimos veinticinco años —el periodo examinado en los tres anteriores capítulos— la rentabilidad del 12,5 por ciento nominal anual provista por la bolsa estadounidense incluía una rentabilidad especulativa de cerca del 3 por ciento por año, muy por encima de la rentabilidad empresarial.

Recordemos que la rentabilidad anual nominal conseguida por las acciones a lo largo de más de un siglo consiste en una rentabilidad por dividendo medio del 4,5 por ciento y un crecimiento anual promedio de los beneficios del 5,0 por ciento. El aumento en la ratio de precio sobre beneficios añadió tan solo un 0,1 por ciento por año —lo que he descrito como rentabilidad especulativa— al pasar de 15 veces al comienzo del periodo a 18 al final, lo que deja la rentabilidad *total* anualizada en el 9,6 por ciento.[\[16\]](#)

El sentido común nos dice que nos espera una época de rentabilidades más moderadas.

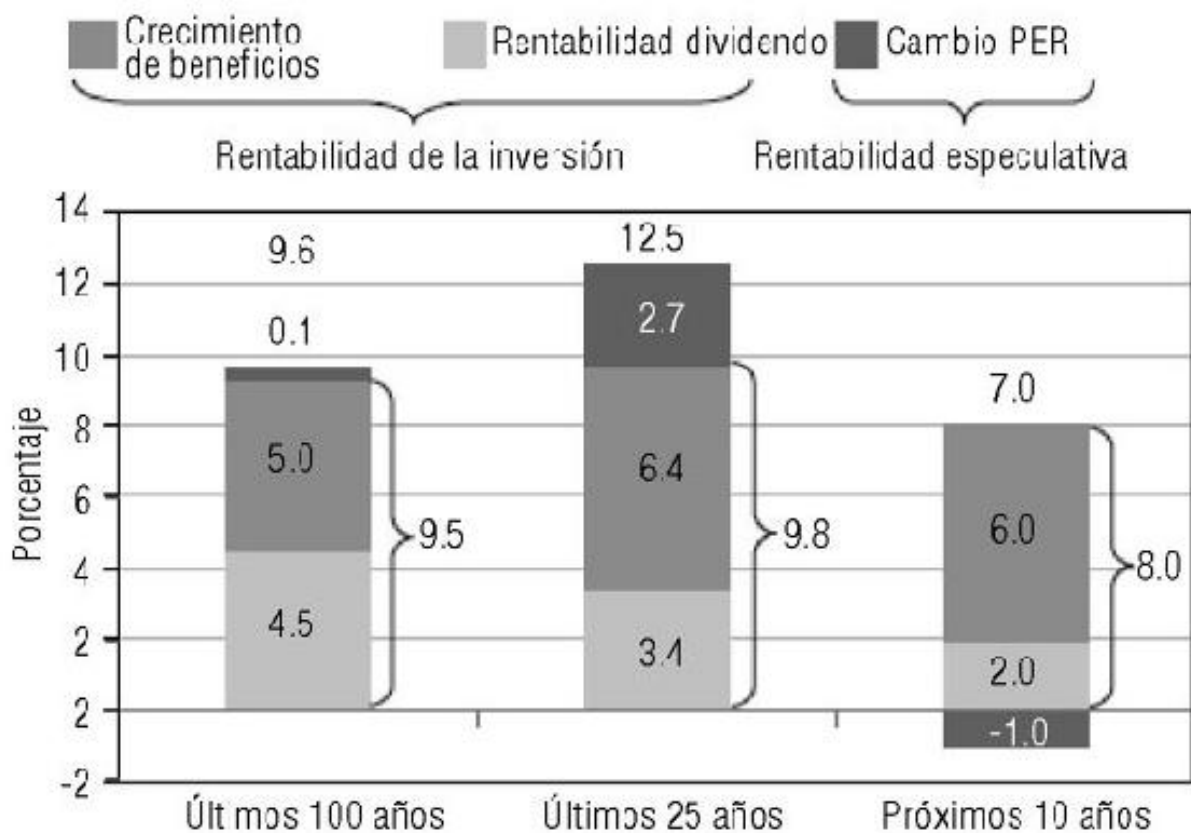
Paradójicamente, la rentabilidad sobre la *inversión* conseguida por las acciones en los últimos veinticinco años estuvo lejos de ser extraordinaria. Una rentabilidad por dividendo que obtuvo de promedio el 3,4 por ciento más un crecimiento de los beneficios anuales del 6,4 por ciento la dejó en el 9,8 por ciento, casi al mismo nivel de la media histórica del 9,5 por ciento. Pero, ilustrando la dificultad de pronosticar los cambios en la cantidad que los inversores están dispuestos a pagar por cada dólar de beneficio empresarial, la rentabilidad especulativa fue cualquier cosa menos normal.

Conforme subió la confianza del inversor, la ratio de precio sobre beneficios se fue expandiendo —desde 9 veces hasta 18 veces, un asombroso aumento del ciento por ciento, lo que añade 2,7 puntos porcentuales por año— casi un 30 por ciento, a la sólida rentabilidad fundamental del 9,8 por ciento. (A comienzos del año 2000, la ratio PER había subido hasta el asombroso nivel de 32 veces, para derrumbarse luego hasta las 18 veces cuando se desinfló la burbuja de la nueva economía.) Resultado: la rentabilidad especulativa fue responsable de más del 20 por ciento de la rentabilidad anual del 12,5 por ciento del mercado en este periodo. Ya que no es realista esperar que el PER se doble en la próxima década, una rentabilidad similar del 12,5 por ciento es improbable que se repita. El sentido común nos dice que nos espera una década de rentabilidades más moderadas en la bolsa (figura 7.1).

¿Por qué? Primero, porque la rentabilidad por dividendo actual de las acciones no es del 4,5 por ciento (la tasa histórica), sino que está ligeramente por debajo del 2 por ciento. Por tanto, podemos esperar una pérdida por el peso muerto de esos 2,5 puntos porcentuales por año en la contribución de los ingresos por dividendos a la rentabilidad de la inversión. Supongamos que los beneficios corporativos continúen (como, normalmente, han hecho a lo largo del tiempo) creciendo a

aproximadamente el mismo ritmo que el crecimiento nominal esperado para la economía del 5 o el 6 por ciento por año para la próxima década. Si eso es correcto, entonces la rentabilidad de la inversión más probable para las acciones estaría en un rango entre el 7 y el 9 por ciento. Seré optimista y proyectaré una rentabilidad anual de la inversión (con un poco de nervios) que obtenga de promedio un 8 por ciento.

Figura 7.1 Rentabilidad total de las acciones, pasadas y futuras



Segundo, el múltiplo de precio sobre beneficios de las acciones parece estar en las 18 veces si nos basamos en los beneficios *comunicados* de los doce meses anteriores para el S&P 500 (16 veces si usamos los beneficios *operacionales* proyectados, que excluyen las enajenaciones de las actividades de negocio discontinuadas). Si continúa a ese nivel de aquí a diez años, la rentabilidad especulativa ni añadiría ni restaría de esa

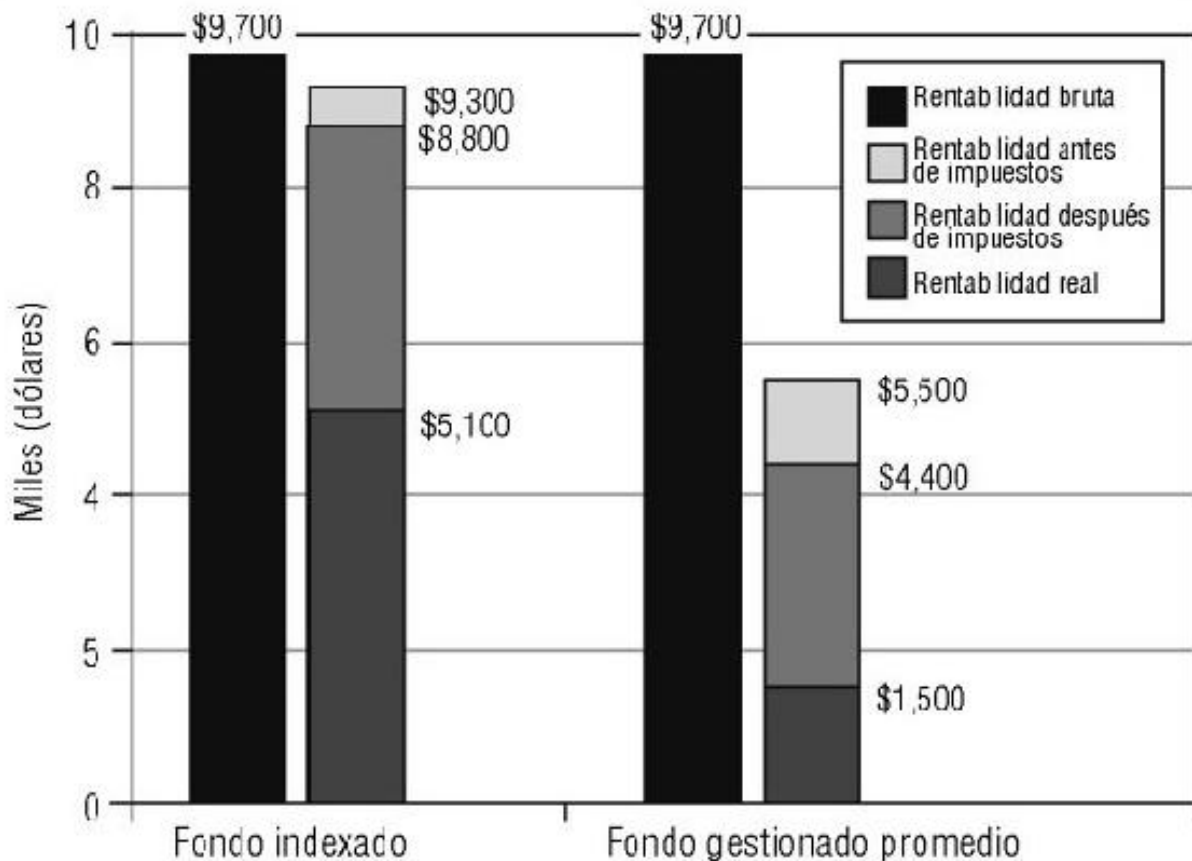
rentabilidad potencial de la inversión del 8 por ciento. Mi vaticinio (es algo más que esto) es que el PER podría bajar hasta, digamos, 16 veces, lo que reduciría la rentabilidad de la bolsa en aproximadamente un 1 por ciento al año, hasta una tasa anual del 7 por ciento. No tienes que estar de acuerdo conmigo. Si piensas que subirá hasta 25 veces, *añade* 3 puntos porcentuales, dejando la rentabilidad total de las acciones en un 11 por ciento. Si piensas que el PER bajará hasta las 12 veces, *resta* 4 puntos porcentuales, lo que deja la rentabilidad total de las acciones en el 4 por ciento.

Si las expectativas racionales sugieren rentabilidades anuales futuras del 7 por ciento para las acciones, ¿qué implicación tiene esto para las rentabilidades de los fondos de acciones?

Supongamos ahora que el 7 por ciento es una expectativa racional para las rentabilidades futuras de la bolsa. Para calcular la rentabilidad para el fondo de gestión activa promedio en un entorno de este tipo, recuerda la humilde aritmética de la inversión en fondos: la rentabilidad nominal de mercado, menos los costes de inversión, menos los impuestos (reducidos para reflejar una menor realización de plusvalías), menos una hipótesis de inflación del 2,3 por ciento (la tasa que los mercados financieros descuentan actualmente para los próxima década) es igual a solo el 1,4 por ciento por año (figura 7.2). Y porque no me he atrevido a hacer una sustracción más que reflejara la contraproducente elección de los momentos de compra y venta, y la selección adversa de fondos que con mucha probabilidad continuarán castigando al típico accionista de un fondo. Puede parecer absurdo proyectar una rentabilidad tan baja por el inversor en fondos típico. *Pero los números están ahí.* De nuevo, siéntete libre de discrepar y de proyectar el futuro usando tus propias expectativas racionales.

En resumen, el panorama futuro para la rentabilidad de las acciones está muy por debajo de la rentabilidad real de largo plazo de las acciones estadounidenses de alrededor de un 6,5 por ciento anual. Mi proyección de una rentabilidad real del 4,7 por ciento (antes de costes e impuestos) es conservadora en gran parte porque la rentabilidad por dividendo actual del 2 por ciento está por debajo de la norma de largo plazo del 4,5 por ciento, aunque queda parcialmente compensada por mi optimista proyección de crecimiento real de los beneficios del 2,5 por ciento por año frente al crecimiento normal de largo plazo del 1,5 por ciento. La tasa real de crecimiento de largo plazo de las corporaciones estadounidenses ha sido solo esa humilde cifra. Como he sugerido anteriormente, algunos expertos sitúan la cifra en solo un 1 por ciento para el beneficio por acción.

Figura 7.2 Fondo indexado frente a fondo gestionado: beneficio proyectado sobre inversión inicial de 10.000 dólares, 2006-2016



Nota: Supone la reinversión de todos los dividendos y las plusvalías.

En cualquier caso, en un entorno futuro probable de rentabilidad menor para las acciones, el bajo coste y la eficiencia fiscal del fondo indexado proveerán incluso mayores rentabilidades reales relativas a los fondos de gestión activa que la enorme ventaja relativa que ha conseguido a lo largo del último cuarto de siglo. Sí, una ganancia real de 5.100 dólares sobre una inversión de 10.000 dólares no es como para tirar cohetes. Pero ¿qué se puede decir sobre los apenas 1.500 dólares de beneficio que bien podrían ser lo que entregue el típico fondo de gestión activa?

Salvo que la industria de fondos empiece a cambiar, el fondo de gestión activa típico parece ser una elección de inversión singularmente desafortunada.

Lo cierto es que las rentabilidades menores magnifican severamente la implacable aritmética de los costes excesivos de los fondos de inversión, incluso sin tener en cuenta todos los impuestos innecesarios. ¿Por qué? En tanto que los costes de un 2,5 por ciento consumían «solo» el 16 por ciento de una rentabilidad del 15 por ciento y «solo» un 25 por ciento de una rentabilidad del 10 por ciento, esos costes consumirían cerca del 40 por ciento de una rentabilidad *nominal* del 7 por ciento y (espero que estén sentado) cerca de un 60 por ciento de la rentabilidad real del 4,5 por ciento de las acciones que las expectativas racionales sugieren. Salvo que la industria de fondos empiece a cambiar —reduciendo los honorarios de gestión, los gastos operacionales, las comisiones por suscripción y la rotación de cartera, con sus consiguientes costes—, el fondo de gestión activa típico parece ser una elección singularmente desafortunada para los inversores.

La rentabilidad esperada del 1,2 por ciento anual que el fondo de renta variable medio podría proporcionar es intolerable. ¿Qué pueden hacer los inversores en fondos de renta variable para evitar ser atrapados por estas implacables reglas de la aritmética tan devastadoras cuando se aplican a rentabilidades futuras susceptibles de ser muy inferiores a la media de largo plazo? Existen al menos cinco opciones para mejorar esto: 1) seleccionar fondos ganadores en función de sus registros pasados de largo plazo; 2) seleccionar fondos ganadores en función de rendimiento reciente de corto plazo; 3) conseguir consejo profesional para seleccionar fondos que probablemente batan al mercado; 4) seleccionar fondos con costes mínimos, baja rotación de cartera, y sin comisiones de suscripción; o 5) seleccionar un fondo indexado de bajo coste que simplemente invierta en la cartera de

mercado. En los capítulos que van del ocho al doce, examinaremos cada una de estas opciones.

No tienes por qué creerme a mí

Los asesores financieros parecen estar de acuerdo con mi evaluación sobre las rentabilidades futuras. A finales de 2006, en un discurso delante de estos profesionales en su convención de Chicago, encuesté al público. Hubo consenso: rentabilidades para las acciones del 6,5 durante la próxima década.

Los banqueros de inversión tienen una opinión similar. Cuando **Henry McVey**, estratega de mercado de Morgan Stanley, encuestó a los directores financieros de las cien mayores compañías de Estados Unidos, esperaban una rentabilidad futura de las acciones del 6,6 por ciento (uno entonces se pregunta cómo estos ejecutivos pueden justificar su suposición implícita de que las acciones de los planes de pensiones de sus compañías rendirán un 11 por ciento al año).

Otro estratega de inversiones de gran reputación también comparte mi visión general de que nos enfrentamos a una nueva época de rentabilidad de las inversiones más atenuadas. **Gary P. Brinson**, CFA (siglas en inglés de analista financiero certificado) y expresidente de UBS Investment Management, es otro cuya evaluación de las rentabilidades futuras parecen un eco de las mías: «Los fundamentales del mercado de inversión actual y las variables financieras sugieren claramente que es improbable que las rentabilidades reales futuras de una cartera mixta de acciones, bonos, y otros activos (como los inmobiliarios) sean superiores al 4,5 o el 5,0 por ciento. Con una hipótesis de inflación del 2,5 por ciento, las rentabilidades nominales superiores al 7,0 o el 7,5 por ciento para estas carteras no son realistas. Lo que no puede explicarse es por qué la gente está dispuesta a pagar los considerables honorarios que esto acarrea. Quizás estén pagando por rentabilidades históricas, por la esperanza, o movidos por la desesperación... «Para la totalidad de los mercados, la cantidad de valor añadido, o alfa, debe sumar cero. El alfa positivo de una persona es el alfa negativo de algún otro. Colectivamente, para los campos de los institucionales, de los fondos de inversión y de la banca privada, la rentabilidad agregada por el alfa será cero o negativa después de los costes de transacción. Los honorarios agregados para los gestores activos deberían, por tanto, ser, como mucho, los honorarios asociados con la gestión pasiva. Sin embargo, estos honorarios son varias veces mayores que los honorarios de la gestión pasiva. Este rompecabezas ilógico tendrá que terminar algún día.»

O ten en cuenta las palabras de **Richard M. Ennis**, CFA, de Ennis Knupp + Associates, y editor del *Financial Analyst Journal*: «Hoy día, con los tipos de interés cercanos al 2 por ciento y las acciones rindiendo menos de un 2 por ciento, pocos entre nosotros esperan rentabilidades para la inversión de doble dígito para cualquier periodo prolongado en el futuro cercano. Sin embargo, vivimos con un legado de aquella época: estructuras de honorarios históricamente altos como consecuencia de billones y billones de dólares a la búsqueda de crecimiento durante el auge y refugio en la caída. Segundo, enfrentados al doble desafío de la eficiencia de mercado y los costes altos, los inversores continuarán rotando activos de la gestión activa a la gestión pasiva. Y tercero, algunos de los verdaderos creyentes en la gestión activa rotarán activos desde los productos caros a los de un precio más razonable. El impulso para este movimiento será la cada vez más extendida comprensión de que los altos honorarios lastran el rendimiento potencial incluso de los gestores habilitados.»

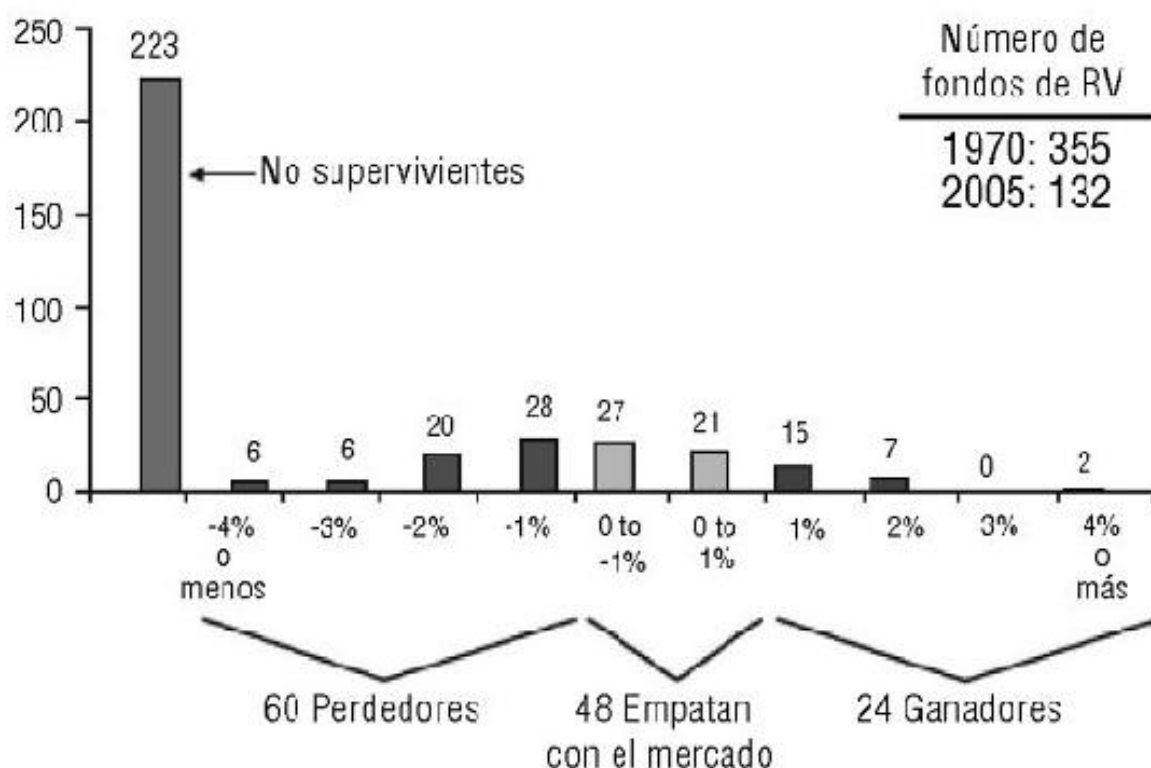
Capítulo ocho

Seleccionando los ganadores de largo plazo

No busques la aguja; compra el pajar

SELECCIONAR FONDOS GANADORES de antemano es más difícil de lo que parece. Evidentemente, siempre hay algunos ganadores que sobreviven al paso de los años. Y si escudriñamos los registros de rentabilidades pasadas es fácil encontrarlos. Los fondos de inversión de los que más oímos hablar son aquellos que han brillado por sus éxitos pasados. No escuchamos gran cosa de los que lo hicieron bien por un tiempo —incluso durante mucho tiempo— y luego flaquearon. Y cuando flaquean, con frecuencia, cierran el negocio, condenados a la papelera de la historia de los fondos de inversión. Pero con lo fácil que es identificar a los ganadores del pasado, existe poca evidencia de que un rendimiento de este tipo persista en el futuro.

Figura 8.1 Ganadores, perdedores, y fracasos: rentabilidades de largo plazo de los fondos de inversión, 1970-2005



Empecemos estudiando los registros de los fondos que han ganado en el largo plazo. Los datos de la figura 8.1 se remontan hasta 1970 y muestran los registros de treinta y seis años de los 355 fondos de renta variable que existían al comienzo de ese periodo. La primera y más obvia de las sorpresas te espera: hasta 223 de esos fondos —casi dos tercios— han cerrado el negocio. Si tu fondo no dura en el largo plazo, ¿cómo puedes invertir para el largo plazo?

Puedes suponer con seguridad que no fueron los de mejor rendimiento los que se fueron a pique; fueron los rezagados los que desaparecieron. Algunas veces, sus gestores siguieron adelante. (El gestor de cartera medio de un fondo, de hecho, dura solo cinco años.) Algunas veces, conglomerados financieros gigantes compraron sus compañías de gestión, y los nuevos propietarios decidieron «limpiar la línea de productos». (Estos conglomerados, la verdad sea dicha, están en el negocio primordialmente

para ganar una rentabilidad sobre su capital, no sobre el capital de los inversores en el fondo.) Los fondos con un rendimiento rezagado vieron cómo sus inversores huían, y se convirtieron en un lastre para los beneficios de sus gestores. Hay muchos motivos por los que un fondo desaparece, pocos de ellos buenos.

Una muerte en la familia.

Incluso algunos fondos con sólidos registros de largo plazo acaban cerrando. Con frecuencia, las compañías de gestión son adquiridas por compañías de marketing cuyos ambiciosos ejecutivos concluyen que no importa lo buenos que sean los registros anteriores de los fondos, no son lo suficientemente interesantes como para atraer grandes sumas de capital de nuevos inversores. Estos fondos simplemente han sobrevivido a su utilidad. En otros casos, unos cuantos años de flaqueza en el rendimiento hacen el trabajo. Por desgracia, el segundo fondo más veterano del sector ha sido una víctima reciente de estas actitudes, pues el nuevo propietario de su compañía de gestión acabó con su actividad. Después de sobrevivir a todos los tempestuosos mercados de los últimos ochenta años: State Street Investment Trust, 1925-2005, D.E.P. Como uno de los más veteranos accionistas de la industria de fondos, que claramente recuerda los buenos registros de este fondo durante tantos años, considero la pérdida de State Street como una muerte en la familia.

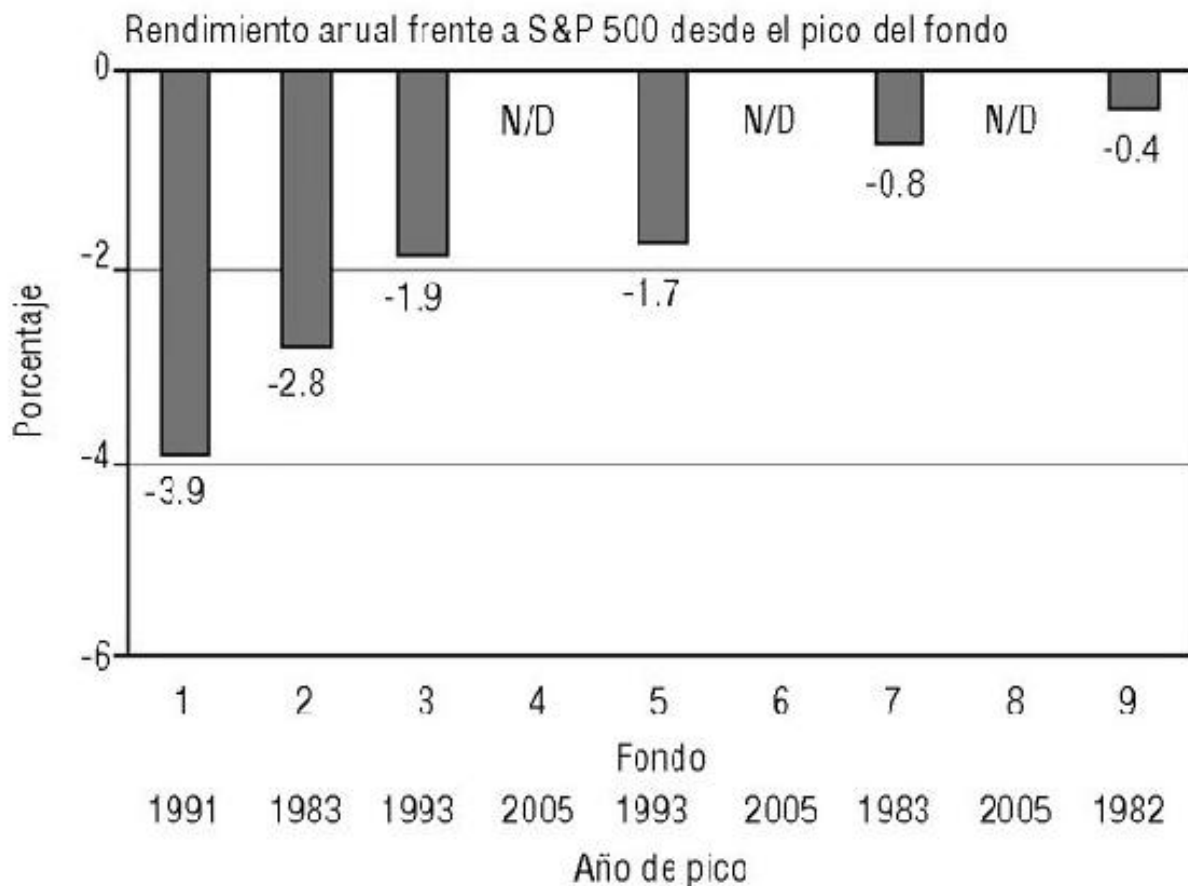
En cualquier caso, 223 de los fondos de renta variable de 1970 ya no están, en su mayoría por su mal rendimiento. Otros 60 sobreviven, aunque con un rendimiento significativamente menor al del S&P 500 de más de 1 punto porcentual por año. Juntos, pues, 283 fondos —casi un 80 por ciento de los fondos entre los 355 originales— no han logrado, de una forma u otra, destacar. Otros 48 fondos arrojaron rentabilidades con diferencias

menores al 1 por ciento anual, a favor y en contra, con la rentabilidad del S&P 500, replicadores del mercado, por así decirlo.

Estos datos nos dejan tan solo 24 fondos de inversión —solo uno de cada 14— que sobrepasaron el mercado por más de un punto porcentual por año. Asumámoslo: esa es una probabilidad nefasta. Además, el margen de superioridad de 15 de esos 24 fondos sobre el S&P 500 fue inferior a 2 puntos porcentuales por año, una superioridad que puede deberse tanto a la suerte como a la habilidad.

Eso nos deja con nueve sólidos ganadores de largo plazo. Es un gran logro superar el mercado por 2 o más puntos porcentuales de rentabilidad anual a lo largo de treinta y cinco años. No nos quepa duda de esto. Pero aquí emerge un hecho curioso (figura 8.2), quizás incluso obvio. Seis de esos nueve ganadores fueron superiores hace muchos años, con frecuencia cuando tenían un tamaño pequeño.

Figura 8.2 Ahora, sobre los nueve ganadores



Cuando los inversores se dieron cuenta de los logros de estos nueve exitosos fondos de inversión, el dinero entró en tromba y se hicieron grandes. Pero, como nos recuerda Warren Buffett, «una cartera abultada es el enemigo de las rentabilidades superiores». Y así fue. Cuando crecieron, los registros de seis de ellos resultaron mediocres. Uno de los fondos alcanzó su pico de rendimiento tiempo atrás, en 1982, hace veinticuatro años. Pero en conjunto, ha ido retrasado desde entonces. Otros dos tocaron techo en 1983. Los tres restantes tocaron techo nada menos que en 1993, hace más de una década. (Uno de ellos fue el legendario Fidelity Magellan Fund, que lleva penando trece años.)

Esto nos deja solo tres fondos. Solamente tres de los 355 que empezaron la carrera en 1970 —solo 8/10 de un 1 por ciento— han logrado sobrevivir

y acumular un registro de excelencia sostenida. Identificados en la figura 8.2 como los fondos 4, 6 y 8, los saludo ahora por su nombre: Davis New York Venture, Fidelity Contrafund, y Franklin Mutual Shares. ¡Llor y gloria a los vencedores!

Solamente tres de los 355 fondos de renta variable que comenzaron la carrera en 1970 —ocho décimos de un 1 por ciento— han sobrevivido y acumulado un registro de excelencia sostenida.

Resulta significativo que, mientras que los gestores de cartera de estos tres fondos han cambiado a lo largo de los años, los cambios han sido infrecuentes. Sucediendo a su padre Shelby C. Davis, Chris Davis ha gestionado el Davis Fund desde 1991 (desde 1996, con Kenneth Feinberg). Will Danoff ha sido el gestor principal del Fidelity Contrafund desde 1990, y Michael Price gestionó Franklin hasta 1997, seguido de un sucesor que dirigió el fondo hasta 2005.

Pero antes de que corras a invertir en estos tres fondos con tan notables registros de largo plazo, piensa en los siguientes treinta y cinco años. Piensa en las probabilidades de que continúen batiendo al mercado. Piensa en su tamaño actual. Piensa en el hecho de que en ese horizonte temporal es casi seguro que tendrán al menos varios nuevos gestores. Piensa, también, sobre la probabilidad de que estos fondos incluso existan de aquí a treinta y cinco años. Hay un mundo cambiante y competitivo ahí fuera en la tierra de los fondos de inversión, y nadie sabe lo que nos deparará el futuro. Pero les deseo a estos gestores y a los accionistas de sus fondos la mejor de las suertes.

Antes de que corras a invertir en estos tres fondos con esos registros de largo plazo verdaderamente notables, piensa en los próximos treinta y cinco años.

Resulta llamativa la ausencia de Legg Mason Value Trust —gestionado desde su creación en 1982 por el gran y legendario profesional de las inversiones Bill Miller— de esta lista de fondos ganadores. Ya que el fondo no empezó a operar hasta 1982, no está en mi lista. Pero ofrece varias lecciones sobre el rendimiento de los fondos. Miller, en cierta medida un *contrarian*,[*] es el único gestor en las últimas cuatro décadas que ha superado al S&P 500 durante unos verdaderamente notables quince años consecutivos (de 1991 a 2005, ambos incluidos). A pesar de su gran capacidad, el siempre humilde Miller sería, pienso, el primero en estar de acuerdo con el adagio del difunto paleontólogo de Harvard Stephen Jay Gould que dice que «las rachas largas son suerte extraordinaria unidas a una gran habilidad».

Al igual que con la notable racha de Joe DiMaggio en el béisbol de 56 partidos seguidos marcando, cuanto más se extendía la racha de Miller, más atención conseguía, y más dólares de inversores entraban en su fondo. Pero en 2006, su suerte se terminó, como años atrás se acabó la del bateador de los Yankees. Con una subida del S&P 500 del 15,8 por ciento en 2006, Legg Mason Value subió solo un 5,8 por ciento, 10 puntos porcentuales por detrás del índice, poniendo una mácula en su registro de largo plazo.

Hasta 2005, la tasa de retorno del fondo había logrado un promedio de un 15,3 por ciento por año, frente a un 12,9 por ciento del S&P 500, una bonita ventaja anual de un 2,4 puntos porcentuales. Pero en 2006, la brecha se contrajo a 1,9 puntos porcentuales, con una rentabilidad anual ponderada por el tiempo que obtuvo un promedio de un 14,9 por ciento, en comparación con el 13 del índice. Como era de esperar, las grandes entradas de capital inversor no empezaron hasta 1997, el séptimo año de la racha.

Así que la rentabilidad real conseguida por los accionistas de Legg Mason Value fue muy inferior al 10,3 por ciento, bastante por debajo de su rentabilidad comunicada. ¿Es esta reversión de Miller hacia rentabilidades en el territorio de la media e inferiores a la media de mercado temporal o duradera? ¿Afectará al fondo el mismo mal que atacó a seis de los nueve ganadores de largo plazo tratados anteriormente? ¿O se trata solo de un breve intervalo de mala suerte? Quién sabe.

Los fondos con gestores de cartera veteranos en sus puestos y registros de excelencia consistente son la excepción más que la regla en la industria de los fondos de inversión.

En cualquier caso, la probabilidad de conseguir un fondo de renta variable consistentemente exitoso es inferior a un 1 por ciento. No importa cómo manipule uno los datos, no hay duda de que los fondos con gestores de cartera veteranos en su puesto y registros de excelencia consistente son la excepción más que la regla en la industria de los fondos de inversión. La cuestión es que seleccionar un fondo de inversión que supere al mercado en el largo plazo es, parafraseando la magnífica observación de Cervantes, como «buscar una aguja en un pajar». Así que te ofrezco el corolario de Bogle: «No busques la aguja en el pajar. ¡Limitate a comprar el pajar!».

El pajar, por supuesto, es la cartera del mercado al completo, disponible a través de un fondo indexado de bajo coste. La rentabilidad de un fondo de este tipo habría más o menos empatado o superado las rentabilidades de 346 de los 355 que empezaron la competición de treinta y cinco años descrita anteriormente en este capítulo. Y no veo motivo para que este mismo fondo no pueda conseguir un logro aproximadamente similar en los años venideros, no gracias a ninguna prestidigitación, sino simplemente a través de las implacables reglas de la aritmética que tan bien debes de conocer ya.

Sabemos que el fondo indexado entregará prácticamente toda la rentabilidad de la bolsa. Pero con todos los cambios en los gestores de fondos que inevitablemente vendrán para los fondos de gestión activa, con todos los fondos que se extinguirán, con los fondos exitosos atrayendo sumas de capital que impedirán su éxito futuro y con nuestra incapacidad de asegurar qué parte del rendimiento de un fondo se debe a la suerte y qué parte a la habilidad, simplemente no hay manera de asegurar el éxito escogiendo los fondos que batirán el mercado, incluso mirando su rendimiento pasado de largo plazo. En el cumplimiento de un fondo, el pasado rara vez es el prólogo.

No tienes por qué creerme a mí

¿Necesitas más consejo? Con su habitual sabiduría, **Paul Samuelson** resume la dificultad de seleccionar gestores superiores en esta parábola. «Supongamos que estuviera demostrado que uno de cada veinte alcohólicos pudieran aprender a ser un bebedor social moderado. El clínico experimentado respondería: “Incluso si fuera verdad, actúa como si fuera falso, ya que nunca identificarás a ese uno entre veinte, y en el intento arruinarás a cinco de cada veinte”. *Los inversores deben abandonar la búsqueda de esas pequeñas agujas en enormes pajares*».

En el *Wall Street Journal*, el veterano autor de la columna «Getting Going» **Jonathan Clements** pregunta: «¿Puedes elegir a los ganadores?». La respuesta: «Incluso los fans de los fondos de gestión activa conceden que a la mayoría de los demás inversores les iría mejor en fondos indexados. Pero animados por su abundante autoconfianza, estos tipos no piensan renunciar a los fondos de gestión activa. ¿Un poco ilusorio? Eso pienso.

Escoger los fondos de mejor rendimiento es, como dijo un asesor de inversión en Boca Ratón, Florida, “como intentar predecir los dados antes de lanzarlos sobre el tapete. Yo no puedo hacerlo. Y el público tampoco”».

«Aun así, entiendo que no deberíamos desanimar a los fans de los fondos de gestión activa. Con todas sus compras y ventas, los inversores activos aseguran que el mercado sea razonablemente eficiente. Eso hace posible que el resto de nosotros haga lo sensato, que es indexar. ¿Quieres acompañarme en este comportamiento parasitario? Para construir una cartera bien diversificada, debes invertir un 70 por ciento de tu cartera de renta variable en un fondo indexado con el (Dow Jones) Wilshire 5000 y el 30 por ciento restante en un fondo indexado internacional.»

Si estos comentarios no te persuaden de los riesgos de concentrarse en las rentabilidades pasadas de los fondos de inversión, tan solo cree lo que te dicen las organizaciones de fondos. Cada una de las firmas del sector reconoce mi conclusión de que el rendimiento pasado no ayuda a proyectar las rentabilidades futuras de los fondos de inversión. En cada prospecto, en cada tríptico promocional y en cada anuncio de un fondo de inversión (aunque en letra casi demasiado pequeña como para leerla), aparece la siguiente advertencia: «Las rentabilidades pasadas no garantizan las rentabilidades futuras». ¡Créetelo!

Capítulo nueve

Los ganadores de ayer, los perdedores de mañana

Embaucados por la aleatoriedad[\[17\]](#)

A LA HORA DE SELECCIONAR fondos de inversión, la mayoría de los inversores parece confiar, no en el rendimiento sostenido en el largo plazo, sino en un rendimiento excitante en el corto plazo. (Las figuras 5.2 y 5.3 del capítulo cinco refuerzan esta afirmación.) Los estudios muestran que el 95 por ciento del dinero de los inversores va a fondos calificados con cuatro o cinco estrellas por parte de Morningstar, el servicio estadístico más extendido entre los inversores para evaluar la rentabilidad de los fondos.

Estas «clasificaciones por estrellas» están basadas en una media de los registros del fondo en los periodos pasados de tres, cinco y diez años. (Para los fondos más jóvenes, la clasificación puede cubrir tan solo tres años.) Como consecuencia de esto, solo el rendimiento de los dos años anteriores representa el 35 por ciento de la clasificación de un fondo con un recorrido de diez años y el 66 por ciento para un fondo que lleve funcionando entre tres y cinco años, un pesado sesgo en favor de las rentabilidades de corto plazo.

¿Cuán exitosas son las elecciones de fondos basadas en el número de estrellas concedidas por esos logros de tan corto plazo? Pues no mucho. Según el analista de inversores Mark Hulbert, una cartera de fondos de inversión ajustada continuamente para invertir solo en los fondos de cinco estrellas de Morningstar habría conseguido una rentabilidad anual de tan

solo el 6,9 por ciento entre 1994 y 2004, cerca de un 40 por ciento por debajo del 11,0 por ciento conseguido por el fondo Total Stock Market Index.[18] Para colmo, según Hulbert, estos fondos de alta calificación asumían incluso más riesgo que el mercado (con una volatilidad mensual promedio en el valor de los activos del 16 por ciento frente al 15 por ciento para el mercado).

Figura 9.1 Elegir los ganadores de corto plazo: rentabilidades anuales, 1997-2002

1997-1999		2000-2002	
Clasificación*	Ponderada por tiempo	Clasificación*	Ponderada por tiempo
1. Rydex OTC	65.8%	841.	-37.1%
2. RS Emerging Growth	62.5	832.	-31.2
3. MorganStanley Capital Op	59.5	845.	-40.7
4. Janus Olympus	58.5	791.	-27.4
5. Janus Twenty	54.8	801.	-28.6
6. Managers Capital Appreciation	53.3	798.	-28.2
7. Janus Mercury	51.5	790.	-27.2
8. Fidelity Aggressive Growth	51.5	843.	-39.1
9. Van Wagoner Emerging Growth	50.0	851.	-51.7
10. WM Growth	49.7	793.	-27.9
Promedio	55%		-34%

* Basada en 851 fondos con más de 100 millones de dólares en activos.

Por desgracia, la orientación de los inversores en fondos hacia las rentabilidades recientes de corto plazo funciona peor en un mercado alcista vigoroso. La figura 9.1 muestra los 10 fondos de renta variable con mejor rendimiento entre los 851 que funcionaban durante la gran burbuja bursátil de la «nueva economía» entre 1997 y 1999. ¡Era un grupo admirable! Centrados en las acciones de empresas de internet, telecomunicaciones y

tecnológicas, estos fondos generaron una rentabilidad anual media del 55 por ciento al año durante la subida, una rentabilidad acumulada del 279 por ciento para el periodo de tres años. ¡Brillante!

«Los primeros serán los últimos.» Y lo fueron.

Ya te puedes imaginar lo que vino después. El estallido de la burbuja y, uno por uno, tal como advierten las Sagradas Escrituras, «los primeros serán los últimos». En los siguientes tres años (de 2000 a 2002, ambos incluidos), cada uno de los 10 fondos que originalmente se encontraban en cabeza se hundió hasta las 60 últimas posiciones, con ninguno de estos 10 fondos clasificado en una posición superior a 790. El fondo 9 en la subida ocupaba la última posición: 851 en la bajada. El fondo 1 cayó en el escalafón hasta el puesto 841; el fondo 2 hasta el 832, y el fondo 3 se hundió hasta el 845. De media, los que una vez fueron los 10 fondos punteros en el mercado alcista fueron sobrepasados por el 95 por ciento de sus competidores en el mercado bajista que siguió. Para los inversores que creyeron que el pasado sería el prólogo, no fue un resultado agradable.

Por favor, recuerda que incluso una simple ganancia anual de un 55 por ciento seguida por una pérdida del 34 por ciento no deja al inversor con una ganancia del 21 por ciento, sino con un 2 por ciento. (Haz las cuentas.) Y con tres años de ganancias anuales medias del 55 por ciento en la subida y pérdidas anuales que obtienen de promedio un 34 por ciento en la bajada (figura 9.2), fue mucho peor. Estos fondos agresivos de la nueva economía terminaron con una ganancia acumulada positiva que promedió el 13 por ciento para el total del periodo de seis años, muy lejos de la ganancia acumulada del 30 por ciento del S&P 500. Pero mientras que esa rentabilidad no fue particularmente satisfactoria en términos de las rentabilidades tradicionales comunicadas por el fondo medio de renta variable, cuesta considerarlo un desastre.

Pero para los accionistas de los fondos, fue un desastre. Al invertir después de ver esas jugosas rentabilidades acumuladas que habían logrado de promedio casi el 80 por ciento, conseguidas en un vigoroso mercado alcista, casi todos los compradores de estos fondos se habían perdido la subida. Entonces, en el momento oportuno, sufrieron de lleno toda la fuerza de la bajada. Sus fondos se hundieron de media un abrumador 70 por ciento en los tres siguientes años. Resultado: mientras que los propios fondos consiguieron una *ganancia* neta del 13 por ciento, los inversores en estos fondos incurrieron en una *pérdida* del 57 por ciento. Al invertir en estos fondos de alto nivel, más de la mitad del capital que los inversores habían colocado en estos fondos calientes se había transformado en humo. El mensaje está claro: *evita la persecución del rendimiento basada en las rentabilidades de corto plazo, especialmente en los grandes mercados alcistas.*

Figura 9.2 Elegir los ganadores de corto plazo: rentabilidades acumuladas, 1997-2002

Clasificación*	Ponderada por el tiempo			Ponderada por el dinero
	1996-1999	1999-2002	1996-2002	1996-2002
1. Rydex OTC	356%	-75%	13%	-62%
2. RS Emerging Growth	329	-67	39	-80
3. Morgan Stanley Capital Op	305	-79	-16	-85
4. Janus Olympus	298	-62	52	-57
5. Janus Twenty	271	-64	35	-18
6. Managers Capital Appreciation	260	-63	33	-60
7. Janus Mercury	248	-61	34	-56
8. Fidelity Aggressive Growth	247	-77	-21	-87
9. Van Wagoner Emerging Growth	237	-89	-62	-66
10. WM Growth235	-62	26		-3
Promedio	279%	-70%	13%	-57%

* Basada en 851 fondos con más de 100 millones de dólares en activos

Aunque los resultados no llegan a ser tan dramáticos, el principio de «no perseguir el rendimiento pasado» está vigente también en mercados más calmados. En mi primer libro, *Bogle on Mutual Funds*, comparaba los registros de los 20 fondos de inversión de mejor rendimiento durante cada año desde 1982 hasta 1992 con sus registros en el año siguiente (figura 9.3). Al final, los clasificados entre los 20 primeros fondos en cada año alcanzaron una clasificación promedio del 284 el año siguiente entre la lista de 681 fondos, sobrepasando al 58 por ciento de sus competidores, o apenas por encima de la media. Durante ese periodo, los mayores logros de la lista de 20 fondos fueron conseguidos por los fondos número uno, que lograron un promedio en la clasificación de 100 en el año siguiente.

Figura 9.3 Reversión a la media: principales 20 fondos, 1982-1992 y 1995-2005

Clasificación	Clasificación		Clasificación	
	media posterior	Percentil de rendimiento	media posterior	Percentil de rendimiento
1.	100	85%	949	34%
2.	383	44	875	39
3.	231	66	720	-50
4.	343	50	649	55
5.	358	47	626	56
6.	239	65	787	45
7.	220	68	702	51
8.	417	39	604	58
9.	242	64	308	79
10.	330	52	593	59
11.	310	54	581	60
12.	262	62	-731	49
13.	271	60	-585	59
14.	207	70	426	70
15.	271	60	-712	51
16.	287	58	387	73
17.	332	51	493	66
18.	348	49	541	62
19.	310	54	522	64
20.	226	67	591	59
Promedio	284	58%	619	57%

* El percentil 100 es el mejor

La clara reversión a la media sugerida por esa única prueba representaba una evidencia poderosa de que un rendimiento ganador de un fondo de inversión es poco probable que se repita. Pero no había motivo (excepto el sentido común) para asumir que la experiencia de 1982 a 1992 se repetiría.

Así que, solo por divertirme, repetí la prueba en 2006, empezando con los 20 fondos de mejor rendimiento en 1995 y los 20 mejores fondos en cada uno de los nueve años siguientes. Después, comprobé la clasificación de cada fondo en el año siguiente, como hice antes.

En general, los resultados fueron notablemente similares. La media de clasificación posterior de los 20 mejores fondos desde 1995 a 2005 fue 619, sobrepasando al 57 por ciento de sus competidores y apenas por encima de la media del total de 1.440 fondos, al igual que en la prueba anterior. En un interesante giro de la fortuna, sin embargo, los fondos número uno de esa época resultaron tener, no la clasificación posterior más alta, sino la clasificación más baja entre los 20 de arriba. Estos campeones consiguieron después una clasificación posterior de 949 entre el total de 1.440 fondos, superando solo el 34 por ciento de sus competidores. Mientras que «los primeros pueden ser los primeros» algunas veces, los primeros pueden ser los últimos en otras ocasiones, una maravillosa ilustración de la inevitable aleatoriedad del rendimiento de los fondos.

Los productos estelares en el campo de los fondos de inversión rara vez son estrellas; con demasiada frecuencia son cometas.

El mensaje está claro: la reversión a la media (RAM) —en este caso, la tendencia de los fondos cuyos registros exceden sustancialmente la normalidad de la industria a regresar a la media o por debajo— está viva y coleando en la industria de los fondos de inversión. En las correcciones de mercado, «los primeros serán los últimos». Pero en entornos más típicos, la reversión a la media de los fondos —que, como hemos visto en anteriores capítulos, se queda sustancialmente atrás de la rentabilidad que consigue un fondo indexado a la bolsa— es la regla. Así que, por favor, recuerda que las estrellas producidas en el campo de los fondos de inversión rara vez son

estrellas; con demasiada frecuencia son cometas, que alumbran el firmamento por un breve momento y después se apagan, y luego descienden sus cenizas con suavidad hasta la superficie terrestre.

Con cada año que pasa, la realidad está cada vez más clara. Las rentabilidades de los fondos parecen ser aleatorias. Sí, existen casos infrecuentes en los que la habilidad parece estar implicada, pero se necesitarían décadas para determinar qué parte del éxito de un fondo es atribuible a la suerte, y qué parte a la habilidad. Y para entonces, puede que te hagas las siguientes preguntas: 1) ¿cuánto tiempo permanecerá en su trabajo ese gestor, con ese personal y esa estrategia?; 2) ¿si los activos del fondo son varias veces más grandes al final del periodo de lo que eran al principio, podrán sostenerse los mismos resultados que eran atractivos entonces? En síntesis, seleccionar fondos de inversión en función del rendimiento de corto plazo es con toda probabilidad una tarea arriesgada, y casi siempre está destinada a producir rentabilidades que se quedan cortas de las arrojadas por la bolsa, en sí mismas tan fáciles de conseguir a través de un fondo indexado.

No tienes por qué crearme a mí

Nassim Nicholas Taleb, autor de *¿Existe la suerte?*, comenta: «Lanza una moneda; cara y el gestor ganará 10.000 dólares durante el año, cruz y perderá 10.000 dólares. Celebramos el concurso el primer año [para 10.000 gestores]. Al final del primer año, esperamos que 5.000 gestores vayan ganando 10.000 dólares, y 5.000 vayan perdiendo 10.000 dólares. Luego, celebramos el juego un segundo año. De nuevo, podemos esperar que 2.500 gestores ganen durante dos años seguidos; otro año, 1.250; un cuarto año, 625; un quinto, 313. Tenemos ahora, simplemente en un juego justo, 313 gestores que ganaron dinero cinco años seguidos [y en diez años, solo 10 de los 10.000 gestores originales]. Por pura suerte [...]. Una población enteramente compuesta de malos gestores producirá una pequeña cantidad de grandes historiales de éxitos [...]. El número de gestores con grandes historiales en un mercado dado depende en gran medida del número de personas que empezaron en el negocio de las inversiones (en vez de apuntarse a la facultad de odontología), en lugar de en su capacidad de producir beneficios».

Eso puede sonar teórico, así que aquí va una perspectiva práctica. Atiende al coloquio de la revista *Money* con **Ted Aronson**, socio de la compañía de la reputada compañía gestora basada en Filadelfia Aronson + Johnson + Ortiz:

P. Usted ha dicho que invertir en un fondo de gestión activa (en oposición a un fondo indexado de gestión pasiva) es un acto de fe. ¿Qué quiere decir?

R. En circunstancias normales, se necesitan entre veinte y ochocientos años [de seguimiento del rendimiento] para probar estadísticamente que un gestor es habilidoso, no afortunado. Para tener una confianza del 95 por ciento de que un gestor no solo es afortunado, puede necesitarse fácilmente cerca de un milenio, que es mucho más de lo que la mayoría de la gente tiene en mente cuando dice «largo plazo». Incluso para tener una confianza de solo el 75 por ciento de que es habilidoso, en general tendrías que seguir el rendimiento de un gestor entre dieciséis y ciento quince años... Los inversores necesitan saber cómo funciona en realidad el negocio de la gestión del dinero. Es una baraja con las cartas marcadas. El juego es injusto.

P. ¿Dónde invierte usted?

R. En los fondos indexados de Vanguard. Llevo veintitrés años invirtiendo en Vanguard Index 500. Una vez que se tienen en cuenta los impuestos, simplemente le da la puntilla al argumento en favor de la gestión activa. Personalmente, pienso que la indexación gana por goleada. Después de impuestos, la gestión activa no puede ganar.

Finalmente, el columnista de la revista *Money* y autor **Jason Zweig** resume la persecución del rendimiento con una sola frase mordaz: «Invertir en fondos basándose puramente en su rendimiento pasado es una de las cosas más estúpidas que un inversor puede hacer».

Capítulo diez

¿Buscas consejo para seleccionar fondos?

Mira antes de saltar

LAS PRUEBAS PRESENTADAS EN los capítulos ocho y nueve nos enseñan dos lecciones: 1) seleccionar fondos de renta variable ganadores en el largo plazo tiene las mismas probabilidades de éxito que buscar una aguja en un pajar; y 2) seleccionar fondos ganadores basándonos en su rendimiento en periodos de plazo relativamente corto en el pasado es muy probable que nos lleve, si no al desastre, por lo menos a la decepción.

Así que ¿por qué no abandonar estos enfoques de «hazlo tú mismo», y confiar en el consejo de los profesionales? Escoge un consultor financiero (la designación que normalmente se da a los agentes de bolsa de Wall Street, y, de hecho, a los intermediarios en todas partes) o un asesor de inversiones (la denominación normalmente aplicada a los no agentes, que con frecuencia —pero no siempre— trabajan «solo por honorarios», en lugar de a cambio de una comisión).

Intentaré responder esa cuestión en este capítulo. Pero, primero, quiero señalar que me centro solo en la capacidad de los asesores para ayudarte a seleccionar fondos de renta variable que puedan producir rentabilidades superiores para tu cartera. Los asesores de inversiones profesionales ofrecen muchos otros servicios que incluyen la asignación de activos, información sobre las consideraciones fiscales, y asesoramiento sobre cómo ahorrar

mientras trabajas y en qué gastar cuando te retires; y están siempre ahí para cualquier consulta que les puedas hacer sobre los mercados financieros.

Los asesores pueden animarte a prepararte para el futuro y pueden ayudarte a tratar muchas otras decisiones de ámbitos distintos a los de las inversiones, pero que tienen implicaciones inversoras (por ejemplo, cuando quieres construir un fondo para la educación universitaria de tus hijos o necesitas conseguir liquidez para la compra de una vivienda). Los asesores expertos pueden ayudarte también a evitar baches en el camino de las inversiones. (Dicho de forma más grosera, pueden ayudarte a evitar errores tan tontos como perseguir rendimiento pasado o intentar anticiparse al mercado.) En su mejor versión, estos importantes servicios pueden mejorar la implementación de tu programa de inversiones.

Una abrumadora mayoría de los inversores confía en intermediarios o asesores que les ayuden a penetrar en la densa niebla de complejidad que, para bien o para mal, permea nuestro sistema financiero. Si la estimación generalmente aceptada de que alrededor del 70 por ciento de los 55 millones de familias estadounidenses que invierten en fondos de inversión lo hacen a través de intermediarios es correcto, entonces solo unos quince millones de familias eligen el camino de «hazlo tú mismo». Los restantes 40 millones confían en los profesionales. (Esa es la estrategia infructuosa descrita en mi parábola inaugural sobre la familia Gotrocks.)

Nunca sabremos exactamente cuánto valor añadido aportan —o restan— estos ayudadores. Pero me resulta difícil imaginar que como grupo sean distintos de la media. Es decir, su consejo sobre selección de fondos de inversión de renta variable produce rentabilidades para sus clientes que no son significativamente diferentes de las del fondo promedio, unos 2,5 puntos porcentuales por año menores que los de la bolsa, medidas estas según el índice S&P 500 (véase el capítulo cuatro).

Estoy dispuesto a considerar la posibilidad de que las selecciones de fondos recomendadas por los asesores puedan ser mejores que la media. Como explicaré en el capítulo once, si se limitan a seleccionar fondos con los costes totales más bajos —que no es que sea mecánica cuántica—, será acertado. Si son lo suficientemente expertos para darse cuenta de que los

fondos con alta rotación de cartera son altamente ineficientes desde el punto de vista fiscal, aprovecharán importantes ahorros adicionales para ti en costes de transacción e impuestos. Si unen todas esas estrategias y hacen hincapié en los fondos indexados de bajo coste —como hacen muchos asesores—, mucho mejor para sus clientes.

Y si los consultores de inversiones profesionales son lo suficientemente sabios —o lo suficientemente afortunados— para evitar que sus clientes se suban al carro de la última moda (por ejemplo, la locura de la nueva economía de finales de los noventa se reflejó en la manía por los fondos que invertían en tecnología, telecomunicaciones, y las acciones de internet), sus clientes podrían conseguir rentabilidades que fácilmente superarían las decepcionantes rentabilidades conseguidas por los inversores en fondos como grupo. ¿Recuerdas la brecha adicional de 2,7 puntos porcentuales por año relativas al fondo de renta variable medio que se estimó en el capítulo cinco? Para refrescarte la memoria, la rentabilidad nominal de los inversores en fondos se quedó en solo el 7,3 por ciento al año entre 1980 y 2005, a pesar del maravilloso mercado en el que un simple fondo indexado al S&P 500 consiguió una rentabilidad del 12,3 por ciento.

Por desgracia (desde el punto de vista de los asesores), simplemente no existe evidencia de que la selección de fondos asesorada haya producido rentabilidades mucho mejores que las obtenidas por los inversores en fondos en promedio. De hecho, la evidencia va en el otro sentido. Un estudio reciente de un equipo investigador liderado por dos profesores de la escuela de negocios de Harvard concluyó que, solo entre 1996 y 2002, «el déficit de rentabilidad de los fondos canalizados a través de agentes (vendidos por asesores) en relación con los fondos vendidos a través del canal directo (comprados directamente por los inversores) les cuesta a los inversores aproximadamente 9.000 millones de dólares al año».

***Promedio de rentabilidad de los fondos
recomendados por asesores: 2,9 por ciento al año.***

Para los fondos de renta variable comprados directamente: 6,6 por ciento.

Específicamente, el estudio halló que las asignaciones de activos de los asesores no eran mejores, que perseguían las tendencias del mercado y que a los que asesoraban les pagaban comisiones de suscripción más altas. La conclusión del estudio: *la media ponderada de rentabilidad de los fondos en que invertían los inversores que confiaban en asesores (excluyendo todos los cargos que se pagan en el momento del reembolso) obtuvo de promedio solo un 2,9 por ciento al año, comparado con el 6,6 por ciento obtenido por los inversores que se encargaron de sus propios asuntos.*

Esta poderosa evidencia, sin embargo, no lleva a los investigadores a la clara conclusión de que el asesoramiento en su totalidad tiene valor negativo: «Seguimos —declara el informe— abiertos a la posibilidad de que existan sustanciales beneficios intangibles, e investigaremos más para identificar estos beneficios intangibles y explorar el grupo de asesores de élite que mejoran el bienestar de los hogares que confían en ellos».

Existe otra poderosa evidencia de que el uso de los agentes de bolsa (distintos de los asesores financieros) tiene un impacto fuertemente negativo en las rentabilidades obtenidas por los inversores en fondos. En un estudio de Fidelity Investments que cubría el periodo de diez años entre 1994 y 2003, ambos incluidos, los fondos gestionados por intermediarios tenían las calificaciones más bajas relativas a sus comparables de cualquier grupo de fondos. (Los otros grupos incluían fondos operados por gestores no cotizados, por gestores cotizados, por gestores propiedad de conglomerados financieros y por gestores bancarios.)

Los fondos de Merrill Lynch estaban 18 puntos porcentuales por debajo de la media de la industria; los fondos de Goldman Sachs y Morgan Stanley estaban 9 puntos porcentuales por debajo de la media; y tanto los fondos de Wells Fargo como los de Smith Barney estaban 8 puntos porcentuales por debajo. Parte de la explicación de este insuficiente rendimiento puede que

surja de la naturaleza del trabajo. La firma de corretaje y sus intermediarios/consultores financieros deben vender algo cada día. Cuando la firma presenta un nuevo fondo, tienen que vendérselo a alguien. (Imagina un día en que nadie vendiera nada, y la bolsa yaciera en barbecho, todo el día silenciosa.)

Un ejemplo de Merrill Lynch ilustra los desafíos destructivos a los que con frecuencia se enfrentan los inversores que confían en los agentes de bolsa. En marzo de 2000, justo en el momento en que la burbuja creada por la locura de las acciones de internet alcanzaba su techo, Merrill Lynch, la mayor firma de corretaje del mundo, se subía al carro con dos nuevos fondos que vender. Ambos pertenecían a la «nueva economía». Uno era el Focus Twenty, basado en la por entonces popular teoría de que si las 100 acciones favoritas de un gestor eran buenas, seguramente sus 20 favoritas serían incluso mejores. El otro era el fondo Internet Strategies. Las ofertas públicas de los dos tuvieron un éxito increíble. Los agentes de Merrill se llevaron 2.000 millones de dólares (¿o perseguían el rendimiento?) de sus confiados clientes, 900 millones de dólares en Focus Twenty y 1.100 millones de dólares en Internet Strategies.

Las rentabilidades de los fondos tras el lanzamiento, sin embargo, fueron un increíble fracaso. (No ha de sorprender: el mejor momento para vender un nuevo fondo a los inversores —cuando está caliente— es con frecuencia el peor para comprarlo.) Internet Strategies se hundió casi inmediatamente. El valor de sus activos cayó un 61 por ciento antes de que terminara 2000 y otro 62 por ciento para octubre de 2001. La pérdida total fue un bonito 86 por ciento, mientras la mayoría de sus inversores liquidaban incurriendo en pérdidas terribles. Cuando los activos del fondo que originalmente valían 1.100 millones de dólares se habían desplomado hasta solo 128 millones de dólares, Merrill decidió matar Internet Strategies y darle un entierro decente, fusionándolo con otro fondo de Merrill. (Mantener vivo un registro como ese hubiese sido una vergüenza constante para la firma.)

Dos nuevos fondos de Merrill Lynch: un éxito comercial para la firma; un completo fracaso para sus clientes.

Por si sirve de algo, las pérdidas de Focus Twenty fueron menos severas. El valor de sus activos descendió un 28 por ciento en lo que restó de 2000, otro 70 por ciento en 2001, y otro 39 por ciento en 2002, antes de arrojar rentabilidades positivas en los tres años que siguieron. En total, la rentabilidad acumulada a lo largo de su vida hasta finales de 2006 fue del menos 79 por ciento. Los inversores han retirado su capital con regularidad, y los activos del fondo, que alcanzaron casi los 1.500 millones de dólares en 2000, actualmente languidecen en los 82 millones de dólares, un descenso del 95 por ciento. Pero, a diferencia de su primo Internet Strategies, Focus Twenty continúa operativo. La lección permanece: el éxito comercial de 2.000 millones de dólares de los dos fondos de Merrill Lynch, Internet Strategies y Focus Twenty, fue un completo fracaso para sus clientes, que perdieron alrededor del 80 por ciento de los ahorros que tanto les costaron reunir.

Concurso de The New York Times: los fondos elegidos por los asesores consiguieron un 40 por ciento menos que un fondo indexado.

Una prueba más exhaustiva de la capacidad de los asesores financieros para superar el índice S&P 500 la inició el *New York Times* en julio de 1993. Los editores preguntaron a cinco reputados asesores (ninguno era agente de bolsa) cómo invertirían 50.000 dólares en una cuenta de jubilación exenta de impuestos a través de la cual comprarían acciones de

fondos de inversión para un inversor que tuviera un horizonte temporal de al menos veinte años. La referencia de comparación serían las rentabilidades del Vanguard 500 Index Fund.

Cada trimestre sin falta, *The Times* publicaba los registros del fondo indexado y de los asesores, siguiendo sus carteras iniciales y los cambios posteriores que hacían. Para 2000, siete años después, *The Times* informó de sus logros (figura 10.1). Las carteras virtuales de 50.000 dólares gestionadas por los asesores habían conseguido un beneficio, de media, de 88.500 dólares el 30 de junio de 2000. (El beneficio más alto fue de 105.100 dólares; el más bajo de 61.800 dólares.)

Figura 10.1 Asesores de fondos frente al Vanguard 500 index, julio de 1993-junio de 2000

Método de inversión	Beneficio final
Eric Kobren, Fidelity Insight	\$105,093
Sheldon Jacobs, No-Load Fund Investor	102,209
Jack A. Brill, "Socially Responsible" Investor	100,082
Russel Kinnel, Morningstar	73,487
Harold R. Evensky, Investment Adviser	61,816
Promedio	\$88,500
Índice 500	\$138,750

Nota: Valor total de una inversión inicial de 50.000 dólares

Mientras que los editores reconocieron debidamente que ninguno de estos asesores había sido capaz de batir los resultados del Vanguard 500 Index Fund, no informaron de su beneficio final en función de esa inversión inicial de 50.000 dólares. La respuesta (que facilité al periódico en una carta

al director posterior) fue 138.750 dólares. Es decir, el asesor promedio produjo un beneficio sobre el papel en su cartera de fondos recomendados que fue alrededor de un 40 por ciento menor que el del fondo indexado.

A mediados de 2000, *The Times* eliminó abruptamente el concurso sin previo aviso. No sé por qué, ya que inicialmente habían declarado que su intención era hacer una evaluación de veinte años.[\[19\]](#) Pero me imagino que o bien los asesores se sentían demasiado avergonzados para seguir participando en el concurso, o que, conforme el diferencial en favor del fondo indexado de gestión pasiva crecía trimestre tras trimestre, el concurso dejó de algún modo de ser noticioso e incluso se volvió aburrido. Tampoco tengo ni idea de por qué *The New York Times* determinó que el notable diferencial en favor del fondo indexado *no era* «una noticia que valiera la pena publicar».

Respaldo la idea de que para muchos, si no para la mayoría, de los inversores los asesores financieros ofrecen un servicio valioso al darte tranquilidad, al ayudarte a establecer una cartera de inversión sensata que se ajuste a tu apetito de rentabilidad y a tu tolerancia al riesgo, y al ayudarte a permanecer fiel al plan propuesto en tiempos turbulentos. Pero la evidencia que he presentado hasta ahora confirma firmemente mi hipótesis original de que, a pesar de que sus servicios puedan ser vitales, no se puede confiar en que los asesores como grupo añadan valor de forma fehaciente seleccionando fondos ganadores para ti.

Aquí hay una prueba final convincente para apoyar esa tesis. Mark Hulbert, editor del *Hulbert Financial Digest*, ha estado siguiendo los registros de tiempo real de los asesores financieros que informan de sus recomendaciones en circulares de suscripción para sus inversores. Ha seguido el rendimiento de estos asesores durante los últimos veintiséis años, y esto es lo que ha hallado:

- De las 35 circulares que existían en 1980, solo 13 continúan funcionando hoy día. Solo tres batieron el mercado en el periodo de veintiséis años.

- De los otros 22 asesores, solo dos batían al índice S&P 500 cuando suprimieron la publicación.
- Una inversión inicial de 100.000 dólares en el índice S&P 500 hace veintiséis años tendría hoy un valor de cerca de 2,5 millones de dólares. En cambio, una inversión similar en las carteras gestionadas por los asesores estudiados por Hulbert valdría 1,4 millones de dólares.

La conclusión de Hulbert: «Puedes batir a más del 80 por ciento de los inversores durante las próximas décadas invirtiendo simplemente en un fondo indexado y sin hacer nada más».

Los fondos indexados perduran, mientras que la mayoría de los asesores y fondos no.

Estos ejemplos, sin duda, refuerzan la tesis de que los fondos indexados perduran, mientras que la mayoría de los asesores y fondos no, que las rentabilidades de los fondos indexados exceden claramente a las rentabilidades conseguidas por los asesores y fondos que sobreviven, que las probabilidades en contra de la selección exitosa de fondos por parte de los asesores son altas y que capitalizar estos diferenciales consistentes en las rentabilidades anuales acaban suponiendo diferencias de acumulación de riqueza abrumadoras en el largo plazo.

Si estás pensando en seleccionar un asesor, por favor, ten en cuenta estos hallazgos. Si decides seguir adelante, asegúrate de que estás pagando un honorario justo (que resulta en una deducción de cualquier rentabilidad que consiga tu cartera de fondos). Ya que la mayoría de los honorarios por asesoramiento comienzan en el rango del 1 por ciento por año, asegúrate de sopesar el valor de los servicios periféricos que los asesores ofrecen contra la reducción en tus rentabilidades que es probable que esos honorarios

representen a lo largo del tiempo. Por último —y esto difícilmente te sorprenderá—, muéstrate especialmente a favor de los asesores que recomiendan fondos indexados de acciones y bonos en sus carteras modelo.

No tienes por qué creerme a mí

Atiende, una vez más, al muy respetado asesor de inversiones **William Bernstein**, que escribe lo siguiente en *The Four Pillars of Investment Wisdom*: «Te interesa asegurarte de que tu asesor elige tus inversiones tan solo por sus méritos como inversión y no en función de cómo le retribuyen los vehículos. Los signos de alarma aquí son recomendaciones de fondos con comisiones de suscripción, seguros, sociedades limitadas de capital o cuentas separadas. La mejor, y única, manera de asegurarte de que tú y tu asesor estáis en el mismo equipo es asegurarte de que solo ingresa por honorarios, es decir, que no recibe remuneración de ninguna otra fuente que no seas tú [...]. No obstante, la política de “solo honorarios” no está exenta de inconvenientes. Los honorarios de tu asesor deben ser razonables. Simplemente, no merece la pena pagar más de un 1 por ciento a nadie por gestionar tu dinero. Por encima de 1 millón de dólares, no deberías pagar más de un 0,75 por ciento y por encima de 5 millones no más de un 0,5 por ciento [...]. Tu asesor debe usar fondos de renta variable de gestión pasiva siempre que sea posible. Si te dice que es capaz de encontrar gestores que puedan batir a los índices, te está engañando tanto a ti como a sí mismo. Me refiero al compromiso con la indexación pasiva como a una “religión de clase de activo”. No contrates a nadie que no la siga».

Capítulo once

Céntrate en los fondos de menor coste

Cuanto más gana el gestor, menos gana el inversor

¿QUÉ LECCIONES HAS APRENDIDO en los capítulos que van del ocho hasta el diez? Seleccionar fondos de renta variable en función de su rendimiento pasado de largo plazo no es la respuesta. Seleccionar fondos en función de su rendimiento de corto plazo no es la respuesta tampoco. Confiar incluso en el asesoramiento financiero mejor intencionado parece funcionar solo de vez en cuando. ¿Cómo puede resultar tan difícil la selección de fondos? Debido a algo que, en el fondo, nos dice nuestro sentido común: *el rendimiento va y viene*.

Pero hay algo más que merece la pena saber: puedes tener más éxito en la selección de fondos ganadores concentrándote, no en la inevitable evanescencia del rendimiento pasado, sino en algo que parece funcionar siempre o, más justamente, un factor que ha persistido a lo largo de la larga historia de la industria de los fondos. Ese factor es el *coste* de invertir en fondos de inversión. *Los costes permanecen*.

El sentido común nos dice que el rendimiento va y viene, pero los costes permanecen.

Uno de los principales costes es la ratio de gastos del fondo, y tiende a cambiar poco a lo largo del tiempo. Mientras que algunos fondos rebajan su tasa de honorarios cuando los activos crecen, las reducciones son por lo general lo suficientemente modestas como para que los fondos de alto coste tiendan a seguir siendo de alto coste; los fondos de menor coste tienden a seguir siendo de menor coste, y los muy pocos fondos de muy bajo coste tienden a seguir siendo de muy bajo coste. Los fondos de coste medio, también, tienden a permanecer en esa categoría.

Otro de los grandes costes de invertir en fondos de renta variable es la comisión de suscripción que se paga por cada compra de acciones. Esto, también, tiende a permanecer. Los fondos con comisión rara vez se convierten en fondos sin comisión, y viceversa. (Me cuesta recordar alguna organización de fondos grande que haya hecho la conversión inmediata de su sistema de distribución de uno con fondo a otro sin fondo desde que Vanguard tomó esa decisión drástica y sin precedentes hace treinta años.)

Los costes de rotación de cartera de los fondos individuales también tienden a persistir. Las transacciones cuestan dinero, y estimamos que los costes de rotación son aproximadamente el 0,5 por ciento de cada compra y venta, lo que significa que un fondo con una rotación de cartera del ciento por ciento supondría un coste para sus accionistas de aproximadamente el 1 por ciento de sus activos, año tras año. De manera similar, una rotación del 50 por ciento costaría alrededor del 0,50 por ciento; y una rotación del 10 por ciento costaría alrededor del 0,10 por ciento, y así sucesivamente. La regla general: los costes de rotación son igual al 1 por ciento de la tasa de rotación.

La mayoría de las comparaciones de los costes de los fondos se apoyan únicamente en las ratios de gastos comunicadas, y concluyen uniformemente que los costes más altos se corresponden con rentabilidades más bajas. Esta pauta se mantiene no solo para los fondos de renta variable como grupo, sino en cada una de las nueve categorías de estilo de Morningstar (grande, mediana y pequeña capitalización, cada una de ellas divididas en grupos de fondos con objetivos de crecimiento, inversión en valor y estrategias intermedias). En tanto que pocas comparaciones

independientes tienen en cuenta los costes adicionales de la rotación de cartera del fondo, existe una relación similar: los fondos en el cuartil de menor rotación de cartera han superado consistentemente a los del cuartil de alta rotación para todos los fondos de renta variable como grupo, y en cada una de las nueve categorías de estilo.

Si añadimos ese coste estimado de rotación a cada ratio de gastos de un fondo, hace que la relación sea pura dinamita. Teniendo en cuenta ambos costes, hallamos que los costes totales anuales van desde el 0,9 por ciento de los activos en el cuartil de menor coste hasta el 3,0 por ciento en el cuartil de mayor coste, como se muestra en la figura 11.1. (Este ejercicio ignora las comisiones de suscripción y, por tanto, exagera las rentabilidades netas conseguidas por los fondos en cada cuartil.)

¡Los costes importan! Esos 2,1 puntos porcentuales de diferencia constituyen una enorme porción de los 2,7 puntos de ventaja en las rentabilidades de los fondos de menor coste sobre los fondos de mayor coste durante los últimos diez años. La rentabilidad neta anual de los fondos de bajo coste, 11,7 por ciento; la rentabilidad neta anual de los fondos de alto coste, solo el 9,0 por ciento, una mejora del 30 por ciento en la rentabilidad de cada año conseguida simplemente confiando en los costes relativos como guía de éxito en el rendimiento.

Cabe señalar también que en cada uno de los cuartiles de fondos, cuando añadimos los costes a las rentabilidades netas comunicadas por el fondo, las rentabilidades anuales brutas conseguidas en cada categoría son virtualmente idénticas. Las rentabilidades antes de costes se mueven en un rango estrecho: un máximo del 12,8 por ciento para el tercer cuartil y un mínimo del 12 por ciento para el cuarto cuartil, justo lo que podríamos esperar. Los costes representan la mayor parte de la diferencia en las rentabilidades netas anuales conseguidas por los fondos.

Y existe otra diferencia importante. Paso a paso, conforme los costes aumentan, también aumenta el riesgo (usando la volatilidad de las rentabilidades mensuales relativa a la volatilidad del índice S&P 500 como referencia). Esos fondos de alto coste y alta rotación asumieron un 34 por ciento más de riesgo que sus parientes de menor coste. Si tienes en cuenta

esa reducción del riesgo, la rentabilidad anual ajustada al riesgo para el cuartil de menor coste queda en el 11,9 por ciento, un 47 por ciento más alto que la rentabilidad del 8,1 por ciento ajustada al riesgo del cuartil de alto coste.

Cuando capitalizamos esas rentabilidades anuales a lo largo del tiempo, la diferencia acumulada alcanza proporciones sobrecogedoras. Ganancia total capitalizada para el periodo: 207 por ciento para los fondos de bajo coste, 118 por ciento para los fondos de alto coste, cerca de dos veces más beneficios surgidos casi completamente del diferencial de costes. ¡Las implacables reglas de la humilde aritmética!

Figura 11.1 Fondos de renta variable: rentabilidades frente a costes, 1995-2005

Cuartil de costes	Rentabilidad bruta	Costes	Rentabilidad neta	Riesgo	Rentabilidad ajustada al riesgo	Ganancia acumulada
Uno (más bajo)	12.6%	0.9%	11.7%	16.0%	11.9%	
Dos	12.5	1.5	11.0	17.0	10.9	
Tres	12.8	2.0	10.8	18.5	10.1	
Cuatro (más alto)	12.0	3.0	9.0	21.4	8.1	
Fondo de promedio	12.5%	1.9%	10.6%	18.2%	9.8%	
Mejora de los costes bajos	+5%	-70%	+30%	-34%	+47%	
500 Fondo de Índice	11.4%	0.2%	11.2%	15.7%	11.4%	

Nota: Los costes incluyen ratios de gastos y rotación estimados pero excluyen las comisiones por suscripción. La rentabilidad bruta se calculó añadiendo estos costes a la rentabilidad neta de cada grupo.

Es decir, el valor final de los fondos de bajo coste más que se triplicó a lo largo de la década, mientras que el valor de los fondos de altos coste apenas se duplicó. Seguramente el «pescar en el estanque de los bajos

costes» debería mejorar tus rentabilidades, y por un gran margen. De nuevo, sí, los costes importan.

Pero si buscas los fondos de más bajo coste, ¿por qué limitar la búsqueda a los fondos de gestión activa? El clásico fondo indexado tenía los menores costes entre todos: una ratio de gastos que promediaba el 0,2 por ciento por año durante ese periodo. Sin unos costes de rotación de cartera significativos, el total de sus costes fue de tan solo el 0,2 por ciento. La rentabilidad bruta del 500 Index Fund fue del 11,4 por ciento al año; la rentabilidad neta del 11,2 por ciento. Incurriendo en un menor riesgo que cualquiera de los cuatro cuartiles de coste (con una volatilidad anual de precios que promedió el 15,7 por ciento), su rentabilidad anual ajustada al riesgo fue del 11,4 por ciento, para una ganancia acumulada ajustada al riesgo que estuvo aproximadamente en la mitad del cuartil superior.

La rentabilidad ajustada al riesgo del fondo indexado: 194 por ciento; media de los fondos de gestión activa: 154 por ciento.

La rentabilidad acumulada ajustada al riesgo del fondo indexado del 194 por ciento sobrepasó la rentabilidad acumulada del 154 por ciento conseguida por el fondo medio en aproximadamente un tercio, lo cual tiene más mérito aún si tenemos en cuenta que la media está exagerada (como siempre) por el hecho de que solo los fondos que fueron lo suficientemente buenos para sobrevivir a la década están incluidos en los datos. Además, seleccionar el fondo indexado eliminaba la necesidad de buscar esas infrecuentes agujas en el pajar del mercado que representan los muy pocos fondos de gestión activa que han rendido mejor que ese pajar, en la esperanza vana de que su racha ganadora continuará en las décadas venideras.

Si los inversores pudieran confiar solo en un único factor para seleccionar a los fondos de rendimiento superior del futuro y evitar los de rendimiento inferior del futuro, ese serían los costes del fondo. Los registros difícilmente podrían estar más claros: *cuanto más se llevan los gestores y los intermediarios, menos ganan los inversores*. Así que, ¿por qué no invertir en un fondo indexado sin un gestor activo y sin honorarios de gestión, y prácticamente sin negociación de acciones a través de esos ayudadores mencionados en el capítulo uno? ¿Por qué no? El capítulo doce explora esta idea en mayor profundidad.

No tienes por qué crearme a mí

Si nos remontamos hasta 1995, **Tyler Mathisen**, editor ejecutivo por entonces del *Money*, nos dio la razón: «Durante cerca de dos décadas, John Bogle, el locuaz presidente de Vanguard Group, ha predicado las virtudes de los fondos indexados, esas aburridas carteras que buscan replicar el rendimiento de un barómetro de mercado. Y durante gran parte de ese tiempo, millones de inversores en fondos (por no mencionar a decenas de periodistas, incluyendo a un servidor) básicamente le ignoraron. Sin duda, admitimos los méritos intrínsecos de los fondos indexados, como los bajos gastos anuales, y, al mantener estos fondos la rotación bajo mínimos, los bajos costes de transacción. Además, como los gestores de los fondos indexados convierten los beneficios sobre el papel en ganancias realizadas con menor frecuencia de lo que lo hacen los patrones de los fondos de gestión activa, los accionistas pagan menos impuestos cada año al Tío Sam. No cabe duda de que estas tres ventajas forman un trío tan impresionante como Domingo, Pavarotti y Carreras».

«Pues sí, Jack, estábamos equivocados. Tú ganas. Conformarse con la media es lo suficientemente bueno, al menos para una parte sustancial de las carteras de renta variable y renta fija de la mayoría de los inversores. De hecho, con bastante frecuencia, apuntar a replicar las rentabilidades de la referencia asegura a los accionistas una probabilidad superior a la media de superar a la típica cartera de gestión activa de renta fija o renta variable. Es la paradoja de la inversión en fondos de hoy en día: apuntar a la media es tu mejor opción de acabar por encima de la media. Hemos aceptado estar de acuerdo con él algunas veces espinoso y siempre provocativo ejecutivo de fondos conocido por sus admiradores y detractores como San Jack: la indexación debería formar el núcleo de las carteras de fondos de la mayoría de los inversores. Así que esto va por ti, Jack. Tienes derecho a llamarlo como recientemente has hecho en un libro que has escrito, *El triunfo de la indexación*.» (¡Gracias, Tyler!)

Capítulo doce

Benefíciate de la majestad de la simplicidad

Invierte en fondos indexados que poseen la totalidad del mercado

SI LOS COSTES BAJOS SON BUENOS (y no creo que haya un solo analista, académico o experto del sector que esté en desacuerdo con que los costes bajos sean buenos), ¿por qué no iba a ser lógico concentrarse en los fondos de más bajo coste de todos los fondos indexados que poseen la totalidad de la bolsa? Varios fondos indexados cumplen unas ratios de gastos tan bajas como el 0,10 por ciento o incluso menores, e incurren en unos costes de rotación que son casi cero. Tienen unos costes totales de tan solo 10 puntos básicos por año, un 80 por ciento más bajos incluso que los 90 puntos básicos para el cuartil de fondos más barato descrito en el capítulo once.

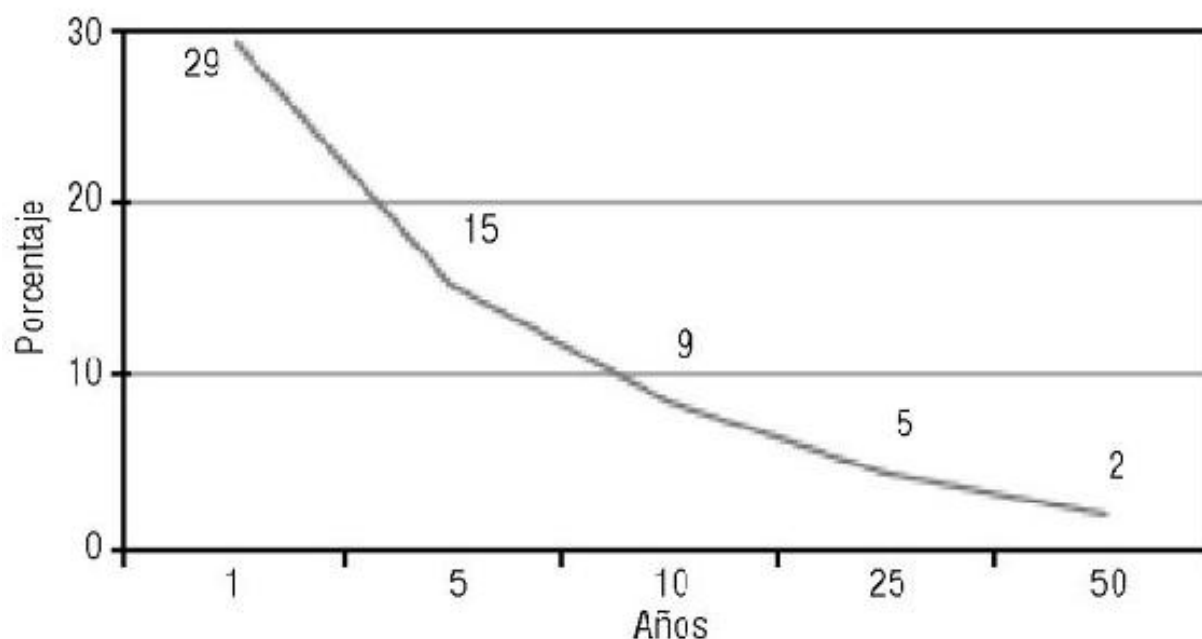
Y funciona. Veamos la superioridad en el mundo real del S&P 500 Index Fund en comparación con la media de los fondos de renta variable a lo largo de los últimos veinticinco años y en la pasada década, como se describió en los anteriores capítulos. El argumento en favor del éxito de la indexación en el pasado es convincente e irrefutable. Y con la perspectiva de unas rentabilidades menores para las acciones en la próxima década, estoy concluyendo mi anecdótico paseo a través de las implacables reglas de la humilde aritmética con un ejemplo estadístico final que sugiere lo que puede deparar el futuro.

Podemos, de hecho, usar herramientas estadísticas diseñadas para proyectar las probabilidades de que un fondo indexado de gestión pasiva

supere a un fondo de renta variable de gestión activa a lo largo de varios periodos. El ejercicio complejo se conoce con el nombre de «simulación de Montecarlo».[20] Lo que hace es tomar una serie de suposiciones sobre la volatilidad de las rentabilidades de los fondos de inversión en renta variable y el grado en que varían respecto a las rentabilidades conseguidas en la bolsa, así como una suposición sobre los costes totales de invertir en renta variable. El ejemplo particular presentado aquí supone que los costes de los fondos indexados estarán en el 0,25 por ciento al año y que los costes de la gestión activa estarán en el 2 por ciento al año. (Hay fondos indexados disponibles a costes mucho menores, y el fondo de renta variable típico tiene unos costes aún mayores, así que les estamos dando a los fondos de gestión activa el beneficio de una gran duda.)

Resultado: en periodos de un año, se espera que aproximadamente el 29 por ciento de los gestores activos batan al índice; en periodos de cinco años se espera que bata el mercado alrededor del 15 por ciento; en diez años, el 9 por ciento; en veinticinco años, el 5 por ciento; y en cincuenta años solo se espera que gane el 2 por ciento de los gestores activos (figura 12.1).

Figura 12.1 Probabilidad para que un fondo de gestión activa supere a un fondo indexado pasivo



¿Cómo se desarrollará en la realidad el futuro? Por supuesto, no podemos estar seguros. Pero sabemos a qué se han parecido los últimos veinticinco años, y sabemos que a lo largo de los últimos treinta y cinco años solo 9 de los 355 fondos en funcionamiento al inicio del periodo superó al índice de mercado en más de un 2 por ciento por año. Además, incluso la mayoría de estos ganadores perdieron su temprana ventaja hace más de una década. Así que parece que nuestro modelo estadístico no va muy desencaminado. Esta aritmética sugiere —incluso exige— que los fondos indexados merecen un lugar importante en tu cartera, al igual que constituyen la gran mayoría de la mía propia.

En cualquier caso, en la época de rentabilidades reducidas para acciones y bonos que muy probablemente se avecina, los costes de los fondos se volverán más importantes que nunca. Incluso más aún cuando nos alejemos de la ilusión de que los fondos de inversión como grupo pueden capturar cualesquiera rentabilidades que nuestros mercados financieros ofrezcan para acercarnos a la aún mayor ilusión de que la mayoría de los inversores

en fondos puede capturar incluso esas rentabilidades agotadas en sus propias carteras de fondos. Lo que el fondo indexado tiene a su favor es, como he dicho con frecuencia, «la magia de la simplicidad en un imperio de parsimonia».

Lo reitero: todos esos fastidiosos costes —ratios de gastos del fondo, comisiones de suscripción, y costes de rotación; costes fiscales; y el coste más sutil de todos, el creciente coste de la vida (la inflación)— casi garantizan la erosión de la capacidad de compra de nuestras inversiones a lo largo del tiempo. Más aún, solo en ocasiones infrecuentes logran capturar los inversores en fondos las rentabilidades que los fondos comunican.

Mis conclusiones se apoyan en datos matemáticos, las implacables reglas de la humilde aritmética.

Mis conclusiones sobre las rentabilidades del mercado que podemos esperar en los próximos años, así como mis conclusiones sobre la proporción de esas rentabilidades que los fondos capturarán, y la proporción de esas rentabilidades de las que, en realidad, disfrutaremos nosotros los inversores, tienen una cosa en común: se apoyan, no en la opinión, sino mayoritariamente en datos matemáticos, las implacables reglas de la humilde aritmética que hacen que seleccionar fondos ganadores sea casi como buscar una aguja en un pajar. Ignora estas reglas bajo tu responsabilidad.

Si el camino hacia el éxito inversor está lleno de curvas peligrosas y baches gigantes, nunca olvides que la aritmética sencilla puede permitirte moderar esas curvas y evitar esos baches. Así que haz todo lo posible por diversificar hasta el grado n , por minimizar los gastos de tus inversiones y por concentrar tus emociones donde no puedan hacer la clase de daño que la mayoría de las personas experimenta en sus programas de inversiones. Confía en tu propio sentido común. Haz hincapié en los fondos indexados

que represente a todo el mercado. Considera cuidadosamente tu tolerancia al riesgo y la proporción de tus inversiones que asignas a renta variable. Y luego permanece fiel a tu plan.

Todos los fondos de inversión no fueron creados iguales. Un ejemplo: la diferencia entre 122.700 y 99.100 dólares.

Debería añadir que todos los fondos indexados no son creados iguales. Mientras que sus carteras basadas en el índice son sustancialmente idénticas, sus costes son cualquier cosa menos idénticos. Algunos tienen unas ratios de gastos minúsculas; otros tienen ratios de gastos que sobrepasan las fronteras de lo razonable. Algunos son fondos sin comisión, pero resulta que cerca de un tercio, cargan importantes comisiones de suscripción, con frecuencia con la opción de pagar esas comisiones durante un periodo de (normalmente) cinco años; otros conllevan el pago de una comisión de corretaje estándar.

La brecha entre los costes que cargan los fondos de bajo coste y los de alto coste ofrecidos por diez de las principales casas de fondos por sus fondos basados en el índice S&P 500 sube hasta unos asombrosos 1,2 puntos porcentuales por año (figura 12.2).

Hoy en día, hay unos 115 fondos de inversión indexados diseñados para replicar al índice S&P 500. Sorprendentemente, más de la mitad de ellos carga una comisión inicial de suscripción, aunque con frecuencia ocultan este hecho ofreciendo acciones de clase «B» sin comisión de suscripción pero con un alto honorario anual adicional (que se usa para pagar al intermediario). El inversor sabio seleccionará solamente los fondos indexados que estén disponibles sin comisión de suscripción, y aquellos que operen con los menores costes. Estos costes —aquí no hay sorpresa— están

directamente relacionados con las rentabilidades netas entregadas por los accionistas de estos fondos.

Figura 12.2 Costes de algunos fondos indexados al S&P 500

Cinco fondos indexados bajo coste	Ratio anual de gasto	Ratio anual de gastos incluyendo comisiones de suscripción
1. Fidelity Spartan ^a	0.07%	0.07%
2. Vanguard Admiral ^b	0.09	0.09
3. Vanguard (Regular)	0.18	0.18
4. USAA	0.19	0.19
5. T. Rowe Prince	0.35	0.35
Cinco fondos de alto coste		
1. UBS	0.69%	1.45%
2. Morgan Stanley	0.64	1.40
3. Wells Fargo	0.64	1.39
4. Evergreen	0.56	1.31
5. J. P. Morgan	0.53	1.30

a) Clases de acciones disponibles sujetas a inversión inicial mínima y/o periodos de inversión especificados

b) Los inversores pagan los menores ratios de gastos solo si pagan primero una comisión inicial de suscripción de alrededor del 5 por ciento

En el pasado, puede que algunos fondos basados en el índice S&P 500 hayan conseguido pequeños aumentos de rentabilidad (o hayan sido penalizados con pequeñas reducciones) en función de la capacidad (o incapacidad) de sus gestores de emplear estrategias que permitan pequeñas desviaciones de corto plazo de las ponderaciones exactas de cada acción en el índice. Asumo, sin embargo, que estas variaciones serán menores en el

futuro, y, por tanto, las he ignorado como elemento en la ecuación coste-valor. Los fondos que siguen a un índice particular son —o deberían ser— artículos indiferenciados en términos de sus carteras y las rentabilidades que ofrecen. Así que las variaciones en costes marcan la diferencia. Mientras que los diferenciales de costes pueden parecer triviales cuando se expresan anualmente, capitalizados a lo largo de los años marcan la diferencia entre el éxito y el fracaso inversor.

En enero de 1984, se creó el segundo fondo de inversión indexado, Wells Fargo Equity Index Fund. Sus rentabilidades posteriores pueden compararse con las del Vanguard 500 Index Fund original a lo largo del mismo periodo. Ambos fondos seleccionaron el Índice S&P 500 como su referencia. La comisión por ventas en el Vanguard 500 Index Fund se eliminó meses después de su oferta inicial, y ha funcionado con una ratio de gastos del 0,28 por ciento anual de promedio. (Para 2005, la ratio había descendido hasta el 0,18 por ciento, y hasta el 0,09 por ciento para los inversores de más largo plazo y los que tenían invertidos 100.000 dólares o más en el fondo.) En comparación, el fondo de Wells Fargo cargaba una comisión de ventas inicial del 5,5 por ciento a lo largo del periodo, y su ratio de gastos tuvo un promedio del 0,80 por ciento por año (0,64 por ciento en 2005).

Estas diferencias en apariencia pequeñas sumaron una mejora del 23 por ciento en valor para el fondo de Vanguard. Una inversión original de 10.000 dólares en cada uno de los fondos produjo un beneficio de 122.700 dólares para el Vanguard 500 Index Fund, comparado a los 99.100 dólares del Wells Fargo Equity Index Fund. *Todos los fondos indexados no son creados iguales.* Los inversores inteligentes seleccionarán los fondos indexados de más bajo coste que estén disponibles ofrecidos por organizaciones reputadas.

Tu fondo indexado no debería ser la vaca lechera de tu gestor. Debería ser tu propia vaca lechera.

Hace algunos años, se le preguntó a un representante de Wells Fargo cómo podía justificar la firma unos cargos tan altos. La respuesta: «Usted no lo entiende. Es nuestra vaca lechera» (es decir, genera regularmente montones de beneficios para el gestor). Al seleccionar cuidadosamente los fondos indexados de menor coste para tu cartera, puedes estar seguro de que el fondo no es la vaca lechera del gestor, sino la tuya.

Dada mi preferencia por el fondo indexado de todo el mercado, casi dudo decirte, ya que ese solitario primer índice S&P se creó en 1975, que un impresionante total de otros 578 fondos indexados más de todos los tamaños y formas están funcionando en estos momentos. Los inversores se enfrentan a un conjunto alucinante de opciones confusas: gran capitalización, mediana capitalización, pequeña capitalización, sectores industriales, internacional, país único, etc. Para hacerlo más confuso, la indexación funciona de maravilla en cada una de estas áreas. Un fondo indexado bien gestionado está destinado inevitablemente a superar las rentabilidades conseguidas por los demás inversores en el segmento de mercado replicado por su índice. A pesar de que nunca tenemos información completa sobre las rentabilidades exactas que consiguen los inversores como grupo en cada segmento, debido a las implacables reglas de la humilde aritmética, *debe* funcionar de esa manera.

Standard & Poor's Corporation compara actualmente las rentabilidades de los índices con las rentabilidades reales conseguidas por los gestores activos en muchos segmentos del mercado en Estados Unidos, y los resultados son inconfundibles. Solo en los último cinco años, el índice S&P 500 ha superado el 67 por ciento de los fondos de renta variable de gran capitalización, mientras que el índice S&P Mid-Cap 400 ha superado el 84 por ciento de los fondos de mediana capitalización, y el índice S&P Small-Cap 600 ha superado el 79 por ciento de todos los fondos de pequeña capitalización. Notable pero no sorprendente. Mientras que estas comparaciones, ordenadas por número de fondos en lugar de por los activos

del fondo, tienen los fallos señalados anteriormente, el mensaje difícilmente podría ser más claro: la indexación es la estrategia ganadora.

Es interesante saber que Standard & Poor's trata de tener en cuenta el sesgo de supervivencia en sus cálculos. Durante los últimos cinco años, un impresionante 28 por ciento de todos los fondos de renta variable han sido extinguidos. Esa es una advertencia más sobre la confianza en los fondos de inversión de gestión activa como inversiones de largo plazo.

En mercados ineficientes, los gestores más exitosos pueden conseguir rentabilidades inusualmente grandes. Pero el sentido común nos dice que por cada gran éxito, debe haber también un gran fracaso.

Mientras que presuntamente la indexación no funciona en mercados que sean menos eficientes que las acciones de mayor ponderación en el S&P 500, el impresionante rendimiento de los índices de acciones de pequeña y mediana capitalización sugiere que funciona perfectamente bien. *Como debe ser.* Ya que, con independencia de que los mercados sean eficientes o ineficientes, como grupo todos los inversores en ese segmento ganan la rentabilidad de ese segmento. En mercados ineficientes, los gestores más exitosos pueden conseguir rentabilidades inusualmente grandes. Pero nunca olvides que, como grupo, todos los inversores en un segmento discreto del mercado deben ser, y son, la media. El sentido común nos dice que por cada gran éxito, debe haber también un gran fracaso. Pero después de todas esas deducciones de los honorarios de gestión incluso más altos en que incurren los fondos en los mercados menos eficientes, y el impacto perjudicial de sus aún mayores costes de rotación, el desfase agregado es incluso más amplio.

Así que incluso en segmentos ineficientes del mercado, los fondos indexados, con sus minúsculos costes, ganan de nuevo.

Los fondos internacionales también están sujetos a la misma alegación de que es más fácil que los gestores ganen en mercados (supuestamente) menos eficientes. Pero también sin resultado. S&P informa que el índice internacional (mercados mundiales, menos renta variable estadounidense) superó al 80 por ciento de los fondos de renta variable internacional de gestión activa en los últimos cinco años. De forma similar, el índice S&P Emerging Markets superó al 88 por ciento de los fondos de mercados emergentes. Siendo la indexación tan exitosa tanto en los mercados más eficientes como en los menos eficientes, en los mercados de Estados Unidos y en los mercados globales, ya no sé qué dato adicional se necesita para cerrar el caso en favor de los fondos indexados.

Pero mientras que la inversión en sectores particulares del mercado se hace de modo más eficiente a través de fondos indexados, apostar en los sectores ganadores es exactamente eso: apostar. *Y apostar es un juego de perdedores.* ¿Por qué? En gran parte porque es casi seguro que las emociones tengan un impacto en las rentabilidades que los inversores consigan. Cualesquiera que sean las rentabilidades que cada sector pueda ganar, los inversores en esos mismos sectores probablemente, si no en verdad, se quedarán bastante detrás de ellas, puesto que hay abundantes pruebas de que los fondos sectoriales más populares en cada momento son los que justamente han disfrutado del rendimiento reciente más espectacular. Como resultado, la popularidad *a posteriori* es una receta para el fracaso en la inversión.

***Indexar sectores de la bolsa es una idea potente.
Apostar por sectores de la bolsa es una realidad
débil.***

Por ejemplo, cuando Vanguard creó los primeros fondos indexados de crecimiento e inversión en valor de la industria, el Growth Index Fund y el Value Index Fund respectivamente, en 1992, el primero se diseñó para inversores más jóvenes que se centraran en la acumulación de riqueza, buscaran eficiencia fiscal y estuvieran dispuestos a asumir mayores riesgos. El último se diseñó para inversores de mayor edad que se concentraran en la preservación del capital, buscaran unos mayores ingresos en efectivo por dividendos y les gustara reducir sus riesgos. Por desgracia, mientras que la idea original era potente, la consiguiente realidad fue débil. Lo que sucedió tras su introducción fue un ejemplo clásico de persecución del rendimiento.

Durante el periodo de 1993 a 1997, la bolsa tuvo un periodo relativamente plácido, las acciones de valor y las de crecimiento arrojaron rentabilidades similares. Luego, en la burbuja de la nueva economía, las acciones de crecimiento despegaron y consiguieron una rentabilidad acumulada para 2000 que dejó tiradas a las acciones de valor (desde 1992 hasta marzo de 2000: rentabilidad total del Growth Index, 364 por ciento; rentabilidad total del Value Index, 229 por ciento). *¡Después de mí, el diluvio!* La reversión a la media se apoderó de la situación, y las acciones de crecimiento se hundieron hasta 2002.

El interés de los inversores en los dos fondos de estilo estaba bien equilibrado durante los primeros años. Pero en la burbuja que les siguió, los inversores metieron 11.000 millones de dólares en el creciente Growth Index Fund, cerca de cuatro veces lo invertido en el tranquilo Value Index Fund. Después, tras el pinchazo, los inversores mudaron su lealtad, con reembolsos netos de 850 millones de dólares en el Growth Index Fund entre 2001 y 2006 y compras netas que se aproximaron a los 2.000 millones de dólares en el Value Index Fund.

Desde 1993, los dos fondos han conseguido importantes rentabilidades positivas medidas según la ponderación en función del tiempo: 9,1 por ciento por año para Growth y 11,2 por ciento para Value. Con su contraproducente elección de los tiempos y selección, sin embargo, los inversores en estos fondos no se han quedado ni cerca de igualar esas rentabilidades. La rentabilidad ponderada por el dinero conseguida por los

inversores en el Growth Index Fund alcanzó un patético 0,9 por ciento por año. Y aunque los inversores en el Value Index Fund lo hicieron mejor, su rentabilidad del 7,6 por ciento aún quedaba por detrás de la del fondo en 3,6 puntos porcentuales por año.

Desde 1993, la rentabilidad acumulada del Growth Index ha sido del 224 por ciento, frente al 320 por ciento del Value Index, en función del cálculo tradicional de rendimiento de los fondos. El inversor en el Growth Index Fund, mientras tanto, consiguió solo un 13 por ciento, y el inversor en el Value Index Fund ganó alrededor del 170 por ciento. A pesar de mis mejores intenciones cuando se crearon, el Growth Fund y el Value Fund de Vanguard demostraron ser un paradigma de la forma en que los inversores se engañan a sí mismos, pues abandonaron rentabilidades de largo plazo perfectamente aceptables en su búsqueda del Santo Grial de las rentabilidades adicionales en el corto plazo.

Así que mira antes de saltar al tratar de escoger el sector de mercado en el que apostar. Puede que no sea tan excitante, pero invertir en el clásico fondo indexado a la bolsa es la estrategia definitiva. Tiene la certeza matemática que lo marca como el patrón oro de la inversión, porque, por mucho que lo intenten, los alquimistas de la gestión activa no pueden convertir su propio plomo, cobre o hierro en oro. Simplemente, evita la complejidad, confía en la simplicidad, saca a los costes de la ecuación y confía en la aritmética.

No tienes por qué crearme a mí

Puede que pienses que soy demasiado pesimista en mi cálculo probabilístico de que solo un 2 por ciento de todos los fondos de inversión de renta variable batirán el mercado en cincuenta años. De ser así, estudia las probabilidades calculadas por **Michael J. Mauboussin**, estratega jefe de mercado en Legg Mason, profesor adjunto en Columbia Business School, y autor del best-seller *More than You Know*. Mientras que mi estimación del 2 por ciento significa que solo 1 de cada 50 fondos batiría el mercado en cincuenta años, Mauboussin calcula la probabilidad de que un fondo bata el mercado en quince años consecutivos en 1 entre 223.000, y en 1 entre 31 millones en veintiún años. En cualquier caso, la probabilidad de que un fondo indexado supere a todo el mercado es nefasta.

Atiende ahora a las palabras de **Charlie Munger**, el muy celebrado socio de Warren Buffett, que relata elocuentemente un caso en favor de relegar la necia complejidad de invertir y optar por

la simplicidad: «En los grandes fondos de dotación para organizaciones caritativas ha habido en los últimos años una tendencia hacia una mayor complejidad. En algunos de estos fondos, no hay unos pocos sino muchos asesores, elegidos por una capa adicional de consultores que son contratados para decidir qué asesores de inversiones son mejores, ayudar a asignar fondos a varias categorías, asegurarse de que los estilos de inversión declarados se siguen escrupulosamente [...], [más] una tercera capa de los analistas de inversiones empleados por los bancos de inversión. Hay una cosa segura sobre toda esta complejidad, el coste total de toda la gestión de inversiones, más los costes friccionales de entrar y salir con bastante frecuencia de muchas grandes posiciones inversoras, pueden fácilmente alcanzar el 3 por ciento de los activos netos de la fundación por año. Todos los inversores en renta variable, en total, soportarán con seguridad una desventaja de rendimiento por año igual al coste total de los crupieres que conjuntamente han elegido soportar [...]. Y es inevitable que exactamente la mitad de los inversores conseguirá un resultado por debajo de la media de resultados después de pagar al crupier, un resultado mediano que muy bien puede ser entre aburrido y lamentable. La elección más sabia es dispensar a los consultores y reducir la rotación de las inversiones, optando por inversiones indexadas de renta variable». (Una vez más, reminiscencias de la familia Gotrocks.)

Capítulo trece

Fondos de bonos y fondos del mercado monetario

Donde esas reglas implacables son incluso más poderosas

HASTA AHORA, MI DISCURSO sobre el fondo indexado (y sus consiguientes bajos costes de inversión) ha estado relacionado con la bolsa y con fondos de inversión de renta variable. Pero las implacables reglas de la humilde aritmética con las que te he estado entreteniendo también se aplican —y puede afirmarse que incluso que con más fuerza— a los fondos de bonos y a los fondos del mercado monetario.

Quizá son obvias las razones por las que esto es así. En tanto que un número aparentemente infinito de factores influyen en la bolsa y cada acción individual cotizada allí, un solo factor influye en el mercado de bonos y en el mercado monetario (y en ese sentido, cada título individual de renta fija) mucho más que ningún otro el nivel prevalente de tipos de interés. Los gestores de fondos de renta fija no pueden hacer mucho, si es que pueden hacer algo, para influir en los tipos. Si no les gustan los tipos establecidos en ese mercado, llamar al Departamento del Tesoro o a la Reserva Federal, o intentar cambiar de otra forma la ecuación de oferta y demanda, es improbable que dé fruto.

Así que seamos claros: en el largo plazo, virtualmente el ciento por ciento de la rentabilidad de cualquier fondo de renta fija o de un fondo del mercado monetario proviene de los ingresos netos por intereses que genera para sus accionistas. La única forma de que un gestor añada una

rentabilidad incremental es realizar apuestas sobre los tipos de interés, por ejemplo, vendiendo bonos cuando espera que los tipos suban (y los precios bajen), y luego comprando bonos cuando se espera que suceda lo contrario. Si piensas que escoger acciones y elegir el momento de su compra es difícil, tan solo imagina cuán difícil resulta ejecutar estas mismas estrategias con éxito en el recinto increíblemente eficiente del mercado de bonos.

Por consiguiente, los gestores de fondos de renta fija casi inevitablemente entregan una rentabilidad bruta que es paralela a la referencia que constituye el entorno de tipos de interés. Sí, unos cuantos gestores podrían hacerlo mejor —incluso lo hacen mejor durante mucho tiempo— siendo más listos, o más afortunados, o asumiendo más riesgos. Pero incluso los mejores gestores de renta fija y de fondos del mercado monetario solo pueden añadir unas cuantas fracciones de un 1 por ciento por año a tus rentabilidades de largo plazo, aunque son sin arriesgarse a un déficit similar. Además, incluso si consiguen estos márgenes, rara vez superan los honorarios, comisiones de suscripción y gastos implicados en adquirir sus servicios.

Mientras que estos costes hacen que la tarea de añadir rentabilidades sea mucho más difícil, los gestores de renta fija más confiados pueden verse tentados a asumir tan solo un pequeño riesgo adicional extendiendo los vencimientos de los bonos en cartera. (Los bonos de vencimiento largo —digamos, treinta años— son mucho más volátiles que los bonos de corto plazo —digamos, dos años—, pero usualmente ofrecen mayores rendimientos.) Se ven tentados a reducir la calidad de las inversiones en cartera, manteniendo menos en bonos del Tesoro de Estados Unidos (con calificación AAA), manteniendo más títulos con calificación crediticia por debajo del grado de inversión (BB o inferior) o incluso algunos llamados bonos basura, con calificaciones inferiores a CC o incluso sin calificar.

Ya que las acciones representan la propiedad residual (o recursos propios) de las corporaciones, la palabra *seguridad* no se asocia por lo general con ellas. A diferencia de los bonos, las acciones no pueden incumplir. Los bonos, por otro lado, representan deuda. Si los pagos de

intereses que cada corporación y gobierno prometen hacer cada seis meses están amenazados, sus calificaciones serán reducidas y el valor de mercado de sus bonos se reduce. Y si finalmente dejan de hacer sus pagos prometidos, se van al proceso de bancarrota. En lo que respecta a los bonos, las advertencias de Brandeis se vuelven particularmente significativas: «Recuerda, oh extraño, la aritmética es la primera de las ciencias y la madre de la seguridad».

Existen demasiados tipos de fondos de bonos como para probar tu paciencia examinándolos todos. Así que este capítulo presenta los tres niveles básicos de vencimiento que se han convertido en el estándar de la industria, uno para cada uno de los tres principales segmentos de bonos: bonos gravables (corporativos y gubernamentales), bonos municipales exentos de impuestos y emisiones del Tesoro de Estados Unidos. El análisis comienza con los bonos gravables de plazo intermedio, después vira hacia los fondos de bonos exentos de impuestos de largo plazo de vencimiento y finalmente evalúa los fondos que invierten en letras del Tesoro de Estados Unidos de corto plazo.

Entre los fondos de bonos gravables de plazo intermedio, el fondo indexado de bajo coste tiene un rendimiento verdaderamente superior.

Como verás, el fondo indexado de bajo coste de bonos de plazo intermedio tiene un rendimiento verdaderamente superior[21] (figura 13.1). (Un hallazgo que indique que la indexación gana ya no debería sorprenderte.) Con una rentabilidad a diez años que obtiene de promedio el 6,8 por ciento anual, se queda a muy poco de superar la rentabilidad (ajustada por los costes) del índice comparable Lehman 5-10 years Government/Corporate Bond Index.[*] Es más, la rentabilidad anual del fondo indexado del 6,8 por ciento fue casi un 25 por ciento más alta que la

rentabilidad del 5,5 por ciento de la media de sus competidores. Mientras que los fondos de bonos de gestión activa consiguieron como grupo una rentabilidad inferior tanto a la del índice como a la del fondo indexado, los costes relativos demostraron ser la causa principal en la diferencia entre rentabilidades netas.

Figura 13.1 Fondos de bonos gravables de medio plazo: rentabilidades y costes, 1996-2006

	Rentabilidad anual	Valor final (inversión inicial 10.000 dólares)	Ratio de gastos
Vanguard IT Bond Index Fund	6.79%	\$19.289	0.18%
Lehman 5-10 Year Gov/Corp. Index ^a	6.90	19.488	0.20 ^a
Fondo promedio	5.50	17.081	1.00

a) Ratio de gastos supuesto deducido.

b) Incluye tanto fondos de bonos corporativos como de bonos gubernamentales.

Como grupo, las carteras de los fondos de bonos indexados incluyen alrededor de un 25 por ciento de bonos corporativos y un 75 por ciento de bonos de las administraciones públicas de Estados Unidos (en gran parte bonos de las agencias gubernamentales), mientras que el índice y el fondo indexado incluyen alrededor de un 50 por ciento de bonos corporativos y un 50 por ciento de bonos gubernamentales. En tanto que el fondo indexado de bonos tuvo un mayor riesgo de volatilidad (con una desviación estándar anualizada del 5 por ciento frente al 3,7 por ciento para los gestores activos), ambas cifras representan un nivel de riesgo extremadamente bajo.

Y así se repite el mensaje. Entre los fondos gravables de medio plazo, en términos de maximizar tu rentabilidad y minimizar tu riesgo, el fondo

indexado de bajo coste tiene un rendimiento verdaderamente superior. El Vanguard Intermediate-Term Bond Index Fund, por ejemplo, tiene una ratio de gastos del 0,18 por ciento, menos de una quinta parte de la ratio de gastos del 1 por ciento de la media de sus competidores. Además, su rentabilidad se beneficia de la ausencia de comisiones de suscripción. *Evita siempre los fondos con comisiones de suscripción* (una comisión típica del 5 por ciento acabaría con todo el rendimiento esperable en el primer año). Con un valor acumulado final para una inversión inicial de 10.000 dólares que crece hasta 19.289 dólares en el fondo indexado, frente a solo 17.081 dólares para su rival promedio, la estrategia de indexación es una estrategia ganadora, pues supera unos asombrosos 550 de 570 competidores durante la última década.

Entre los fondos de bonos exentos de impuestos de largo plazo, una vez más, gana la indexación.

Estudiemos ahora los vencimientos de largo plazo, concentrándonos en los fondos de bonos municipales exentos de impuestos. Por las complejidades en la construcción de los índices de bonos municipales, no existen fondos indexados puros en esta categoría. Pero los resultados del principal índice en este ámbito (el Lehman Brothers Tax-Exempt 10-Year Maturity Index) confirman la potencia de la indexación para superar las rentabilidades del gestor activo de bonos medio (figura 13.2). Puesto que el índice ofreció una rentabilidad bruta del 5,93 por ciento, un fondo indexado comparable, después de unos costes supuestos del 0,20 por ciento, habría obtenido una rentabilidad neta anual del 5,73 por ciento.

**Figura 13.2 Fondos de bonos municipales de largo-plazo:
rentabilidades y costes, 1996-2006**

	Rentabilidad anual	Valor final (inversión Inicial de 10.000 dólares)	Ratio de gastos
Vanguard Long-Term Municipal Bond Fund	5.75%	\$17.657	0.15%
Lehman 10-Year Municipal Index*	5.73	17.458	0.20*
Fondo promedio	5.01	16.306	1.03

* Ratio de gastos supuesto deducido.

A modo de comparación, el Vanguard Long-Term Tax-Exempt Bond Fund —cuya ratio del 0,15 por ciento es en realidad ligeramente inferior a los costes que hemos supuesto para el fondo indexado— produjo una rentabilidad neta del 5,85 por ciento, un poco más alta que la esperada para el fondo indexado de bonos. Como el fondo indexado, este fondo de bonos está ampliamente diversificado, su composición de cartera es de alta calidad (el 87 por ciento con una calificación A o superior, incluso más alta que la de sus competidores de gestión activa) y minimiza la rotación.

Una vez más, los costes bajos llevan a rentabilidades más altas. La rentabilidad anual del 5,73 por ciento del hipotético fondo indexado de bonos municipales fue aproximadamente un 15 por ciento mayor que el 5 por ciento conseguido por el fondo municipal de vencimiento largo promedio, a pesar de que los fondos de gestión activa asumían riesgos más altos: 15 por ciento en los bonos de más baja calificación frente al 4 por ciento para el índice y un 13 por ciento para el fondo Vanguard.

Durante la pasada década, 10.000 dólares invertidos inicialmente en el Vanguard Long-Term Municipal Fund crecieron hasta los 17.657 dólares,

frente a los 16.306 dólares de la media de sus rivales. Con costes bajos, amplia diversificación y sin hacer ningún intento serio de anticiparse al mercado de largo plazo de bonos municipales exentos de impuestos, una vez más la indexación gana. Su representante más próximo, el Vanguard Long-Term Municipal Bond Fund, se clasificó el primero entre los 194 fondos de su clase.

Entre los fondos de vencimiento corto, la opción de menor coste gana de nuevo.

Nuestro análisis del campo de los bonos concluye con un examen de los fondos de corto plazo que invierten en obligaciones del Tesoro de Estados Unidos (figura 13.3). Hay pocas sorpresas aquí. La rentabilidad neta conseguida por el propio índice (5,06 por ciento por año, ajustada por una ratio de gastos supuesta del 0,20 por ciento) supera la media de fondos. De nuevo, mientras que el Vanguard Short-Term Government Bond Fund no es, técnicamente hablando, un fondo indexado, replica la rentabilidad del índice con una precisión notable, entregando una rentabilidad neta anual del 5,06 por ciento durante la pasada década. La opción de menor coste gana de nuevo, superando los 97 de los 122 fondos de bonos gubernamentales de vencimiento corto. (Por tratarse de las letras del Tesoro, la cualidad de la inversión es virtualmente uniforme. Tanto el fondo indexado Vanguard como el propio índice tienen el ciento por ciento de sus carteras en letras del Tesoro de Estados Unidos, y los fondos de gestión activa el 99 por ciento.)

Con su altísimo promedio de ratio de gastos del 0,92 por ciento, el fondo medio de bonos de vencimiento corto tiene mucho a lo que sobreponerse. No tiene éxito —no puede tenerlo— en sobreponerse a ese hándicap, incluso asumiendo algo más de riesgo de volatilidad que el índice gubernamental y el fondo Vanguard, que fueron menos volátiles que sus

competidores de gestión activa. (De nuevo, muchos de estos fondos de gestión activa conllevan comisiones de suscripción que obtienen de promedio el 3 por ciento, que van incorporadas en las rentabilidades mostradas en la figura 13.3.)

Figura 13.3 Fondos de bonos del Tesoro: rentabilidades y costes, 1996-2006

	Rentabilidad anual	Valor final (inversión inicial de 10.000 dólares)	Ratio de gastos
Vanguard Short-Term Bond Index	5.06%	\$16.382	0.16%
Lehman 1-5 Government Fund	5.06	16.382	0.20 ^a
Fondo promedio	4.54	15.588	0.92

* Ratio de gastos supuesto cecucido.

La réplica de su referencia, su paridad de calidad, y sus gastos extremadamente bajos hacen del Vanguard Short-Term Treasury Bond Fund el equivalente funcional del Lehman 1-5 Year Government Bond Index. Mientras que no hay fondos de bonos que repliquen a este índice, el fondo Vanguard es el equivalente virtual de un fondo indexado. Ambos arrojaron ganancias acumuladas sobre una inversión inicial de 10.000 dólares de unos idénticos 16.382 dólares durante la pasada década, en comparación con los 15.588 dólares para el fondo medio de obligaciones del Tesoro de corto plazo.

***Entre los fondos del mercado monetario —
¡sorpresa!—, los costes bajos ganan de nuevo.***

Se puede pensar en los fondos del mercado monetario como en fondos de bonos de muy corto plazo de vencimiento con una calificación crediticia uniformemente alta. La normativa federal limita las posibilidades de inversión de los fondos del mercado monetario a efectos comerciales y pagarés bancarios de alta calidad, y desde un punto de vista práctico limita los vencimientos a un muy corto plazo (alrededor de sesenta días), para mantener estable un valor de los activos de 1,00 dólares por participación. (A diferencia de las cuentas de ahorro bancarias, los fondos del mercado monetario no están garantizados por la Corporación Federal de Aseguramiento de los Depósitos, FDIC, por sus siglas en inglés.) Como resultado, los fondos del mercado monetario invierten en carteras que en general tienen la misma calidad (aunque con frecuencia se produce un efecto de búsqueda de la rentabilidad) y un plazo de vencimiento muy corto (normalmente unos cuarenta días de promedio). Como resultado, tienden a conseguir rentabilidades brutas sustancialmente idénticas con sus carteras.

Si clasificamos los registros de los 190 fondos del mercado monetario en términos de la rentabilidad entregada a los inversores durante los últimos diez años (la más alta primero) y luego comparamos sus ratios de gastos (la más baja primero), la relación es casi perfecta. La figura 13.4 repite el análisis de coste frente a la rentabilidad de las figuras 13.1 a 13.3. El Vanguard Prime Money Market Fund, primo hermano de nuestro fondo indexado hipotético, estuvo entre los líderes, produciendo una rentabilidad neta anual del 3,77 por ciento durante la pasada década, alrededor de un 15 por ciento por encima de la rentabilidad del fondo del mercado monetario medio. De forma acumulada, una inversión inicial de 10.000 dólares en el Vanguard Prime Money Market Fund creció hasta los 14.478 dólares durante la pasada década, frente a los 13.785 dólares de la media de sus competidores. Entre 190 fondos comparables, se clasificó en la séptima posición.

Figura 13.4 Fondos del mercado monetario: rentabilidades, costes y riesgos 1996-2006

	Rentabilidad bruta	Ratio de gastos	Rentabilidad neta	Valor final (inversión Inicial de 10.000 dólares)
Vanguard Prime Money Market Fund	4.07%	0.30%	3.77%	\$14.478
A1/P1 Commercial Paper Index*	4.07	0.20*	3.87	14.618
Average Prime Money Fondo promedio	4.05	0.82	3.25	13.785

* Rentabilidad estimada y ratio de gastos sobre un fondo indexado hipotético.
Promedio de los fondos del mercado monetario

Un hecho notable es que, mientras que los datos no se muestran en la figura 13.4, los fondos monetarios del cuartil de costes más alto consiguieron una rentabilidad bruta del 4,10 por ciento (aproximadamente igual a la media). Pero con una impactante ratio anual de gastos del 1,39 por ciento, estos fondos de alto coste entregaron una rentabilidad neta de solo el 2,71 por ciento a sus propietarios. ¿Por qué pagarían los inversores más de un 0,5 por ciento de costes por un fondo del mercado monetario? Esto es algo que escapa a mi entendimiento. (Probablemente, deberían hacer que examinaran sus cabezas.) Cómo pueden votar los consejeros supuestamente independientes de estos 45 fondos monetarios con ratios de gastos iguales o superiores al 1 por ciento a favor de aprobar esos honorarios es una pregunta aún más grande. Su trabajo es representar los intereses de los accionistas del fondo, y han fracasado en ello. Pero los inversores inteligentes no tienen por qué fracasar. Si evitas estos fondos

monetarios de alto coste en favor de los fondos de bajo coste, inevitablemente conseguirás rentabilidades superiores.

En resumen, soy plenamente consciente de que los inversores prestan mucha más atención a los fondos de renta variable y a la bolsa que a los fondos de renta fija. No obstante, los inversores listos se ahorrarán mucho dinero —y mejorarán sustancialmente sus rentabilidades— si aplican los mismos principios de diversificación amplia, costes bajos, evitar las comisiones de suscripción, rotación mínima, e inversión de largo plazo cuando seleccionen los fondos de renta fija. Estas son las mismas características de sentido común que permiten a los fondos indexados garantizar su parte proporcional de las rentabilidades de los mercados de bonos y monetarios, al igual que lo hacen en todos los mercados financieros.

No tienes por qué creerme a mí

En tanto que no se ha escrito mucho sobre el notable (y notablemente obvio) valor de los fondos indexados que invierten en bonos, las convicciones expresadas en este capítulo han sido fuertemente apoyadas por **Walter R. Good**, CFA, y **Roy W. Hermansen**, CFA en *Index Your Way to Investment Success*. «Las comparaciones de gastos, costes de transacción, y, donde sea aplicable, comisiones de suscripción identifican la ventaja de costes en favor de los fondos indexados de bonos. Para el propósito de proyectar las rentabilidades, supongamos que el fondo de gestión activa y el fondo indexado a la referencia invierten ambos en bonos que, en general, rinden el mismo 7 por ciento anual. Para los fondos de gestión activa con comisión de suscripción, la ventaja del fondo indexado supone 1,2 puntos porcentuales por año. Los datos ofrecen una sobria visión del desafío con el que se enfrentan los gestores activos de fondos de renta fija [...] y sugieren cuánta rentabilidad adicional debe añadir la gestión activa —de media a lo largo de un periodo extendido— solo para igualar al mercado [...], los fondos de renta fija casi indexados ofrecen una alternativa a la indexación del mercado de bonos. Mientras que los fondos no se ajustan por completo al modelo de fondo indexado, comparten algunas características clave: un grado de diversificación muy alto [en el segmento de mercado especificado], ratios de gastos muy bajas, costes de transacción muy bajos, y ausencia de comisiones de suscripción.»

Una vez más, la confirmación adicional viene del otro lado del charco. El inglés **Timothy Hale**, autor de *Smarter Investing - Simpler Decisions for Better Results*, escribe: «No deberías pasar por alto la eficacia de la inversión indexada para bonos, de la que hasta ahora se ha oído hablar bien poco. La evidencia es convincente y toma partido claramente por la inversión en fondos indexados [...]. A lo largo del periodo de diez años que va de 1988 a 1998, los fondos indexados estadounidenses rindieron un 8,9 por ciento al año frente a un 8,2 por ciento para los fondos de bonos de gestión activa, con lo que batieron los fondos indexados al 85 por ciento de todos los fondos activos. Esta diferencia se debe en gran parte a los honorarios».

Capítulo catorce

Fondos indexados que prometen batir el mercado

¿El nuevo paradigma?

DESDE LA CREACIÓN DEL primer fondo de inversión indexado en 1975, la inversión indexada en fondos de renta variable y renta fija, de gestión pasiva, ampliamente diversificados y de bajo coste ha demostrado ser un notable éxito artístico y comercial. En los anteriores capítulos hemos evaluado el éxito de los fondos indexados a la hora de ofrecer a los inversores rentabilidades que han superado ampliamente las rentabilidades conseguidas por los inversores en fondos de inversión de gestión activa.

Debido a ese éxito artístico, el éxito comercial de la indexación no resulta sorprendente. Hoy en día, la mayoría de los activos indexados se concentran en fondos indexados clásicos que representan un amplio sector de la bolsa estadounidense (el S&P 500 o el Dow Jones Wilshire 5000), un sector amplio de la bolsa internacional (el índice Morgan Stanley EAFE [Europa, Australia, y Lejano Oriente]), y un sector amplio del mercado de bonos estadounidense. Los activos de estos fondos indexados de renta variable tradicionales han crecido desde 16 millones de dólares en 1976 hasta 445 millones de dólares en 1986, 68.000 millones de dólares en 1996 y 369.000 millones de dólares en 2006, un 7 por ciento de los activos de todos los fondos de renta variable. Los activos de los fondos indexados de renta fija se han disparado también: desde 132 millones de dólares en 1986,

hasta 6.000 millones de dólares en 1996 y 62.000 millones de dólares en 2006, un 7 por ciento de los activos de todos los fondos de bonos gravables.

La indexación se ha convertido en un sector competitivo. Los mayores gestores de los fondos indexados clásicos están inmersos en una guerra de precios ferozmente competitiva, rebajando sus ratios de gastos para atraer los activos de inversores que son lo suficientemente listos para darse cuenta de que el precio es la diferencia. Esta tendencia es estupenda para los inversores en fondos indexados. Pero reduce los beneficios de los gestores de fondos indexados y desanima a los emprendedores que lanzan nuevos fondos con la esperanza de enriquecerse construyendo un imperio de la gestión de activos.

Entonces, ¿cómo pueden los promotores aprovecharse de los atributos probados que subyacen al éxito de los fondos indexados tradicionales? ¿Por qué crear nuevos índices! Para luego afirmar que superarán consistentemente los índices generales del mercado que hasta ahora han definido cómo pensamos sobre la indexación. Y luego cargar unos honorarios más altos por esa recompensa potencial más alta, tanto si se entrega en realidad como si no.

Los índices tradicionales, como se indica en el tercer capítulo, son *ponderados por la capitalización*. Es decir, el peso de cada acción (o bono) en la cartera del índice queda determinado por su capitalización de mercado. La totalidad de la bolsa estadounidense, con un valor de 15 trillones de dólares, representa la inversión colectiva de todos los accionistas de la renta variable de Estados Unidos. De ahí se deduce que, juntos, todos los inversores como grupo consiguen precisamente la rentabilidad de mercado. (Recuerda la familia Gotrocks, en el primer capítulo.)

Si el mercado sube un 10 por ciento, todos los inversores como grupo consiguen un 10 por ciento (antes de costes). Así que el milagro, por así decirlo, del fondo indexado es simple aritmética. Al minimizar todos esos costes de invertir, garantiza que sus accionistas consigan una rentabilidad neta más alta que los demás inversores en renta variable como grupo. Esta

es la *única* estrategia de inversión en renta variable que puede garantizar un resultado de este tipo.

La única forma de batir a la cartera de mercado es alejándose de la cartera de mercado.

La única forma de batir la cartera de mercado es alejándose de la cartera de mercado. Y eso es lo que intentan hacer los gestores activos, individualmente. Pero de forma colectiva no pueden tener éxito, ya que su *trading* meramente cambia la propiedad de un inversor a otro. Todo ese intercambio de certificados de acción de un lado para otro, independientemente de que pueda funcionar para un determinado comprador o vendedor, enriquece solo a nuestros intermediarios financieros.

El gestor de inversiones activo, en efecto, esgrime el siguiente argumento: «Soy más listo que los demás en el mercado. Puedo descubrir acciones infravaloradas, y cuando el mercado las descubra y suban de precio, las venderé. Luego descubriré otras acciones infravaloradas y volveré a repetir el proceso desde el principio. Sé que la bolsa es muy eficiente, pero gracias a mi inteligencia, mi experto análisis, mis programas informáticos y mis estrategias de *trading*, puedo detectar ineficiencias transitorias y capturarlas, una y otra vez».

Como hemos visto en el capítulo ocho, algunos gestores de fondos han tenido verdadero éxito en esta tarea. Pero son muy pocos en número —en los últimos treinta y seis años, solo tres fondos de 355—: 8/10 de un 1 por ciento se han distinguido a sí mismos de forma consistente. No obstante, el manantial de la esperanza es eterno entre los gestores de activos, y buscan la excelencia. Por supuesto, creen en ellos mismos. (¡En este negocio hay muy pocos timoratos!) Pero también tienen un interés financiero creado en persuadir a los inversores de que si lo han hecho bien en el pasado seguirán

haciéndolo bien en el futuro. Y si no lo han hecho bien en el pasado, los mejores días siempre están por llegar.

En los últimos años, se ha añadido a la mezcla algo nuevo. Existen ahora emprendedores financieros que piensan, estoy seguro, sinceramente (si acaso con una gran porción de interés propio), que pueden crear índices que batirán el mercado. ¡Interesante! Han desarrollado nuevos métodos para ponderar las posiciones de la cartera que prometen superar la cartera tradicional de mercado ponderada por la capitalización que representa las posiciones de los inversores como grupo.

Esta nueva raza de indexadores —no indexadores, de hecho, sino estrategias activos— se concentran en ponderar las carteras por los así llamados factores fundamentales. En lugar de ponderar por capitalización, utilizan una combinación de factores como los ingresos corporativos, flujos de caja, beneficios o dividendos (por ejemplo, la cartera puede estar ponderada por la cantidad en dólares de dividendos distribuidos por cada corporación en lugar de por la cantidad en dólares de su capitalización bursátil). Argumentan, con bastante razón, que en una cartera ponderada por la capitalización, la mitad de las acciones están sobrevaloradas en un menor o mayor grado, y la mitad están infravaloradas.

Nadie sería tan temerario como para promover una nueva estrategia que no hubiera perdido en el pasado.

El indexador tradicional responde: «Por supuesto. Pero ¿quién sabe en realidad cuál es cada mitad?». El nuevo indexador fundamental responde imperturbablemente: «Nosotros lo sabemos». En verdad, afirman saber cuál es cuál. Y —esto no te sorprenderá— los factores fundamentales que han identificado como la base para sus selecciones de cartera ha superado los índices tradicionales en el pasado. (Llamamos a esto *data mining*. Pues

puedes estar seguro de que nadie tendría la temeridad de promover una nueva estrategia que haya quedado atrás del índice tradicional en el pasado.)

Los miembros de esta nueva raza no son tímidos en cuanto a su clarividencia. Sus afirmaciones son variadas, y un pelín grandilocuentes, según ellos representan una «nueva ola» en la indexación, una «revolución» que ofrecerá a los inversores mejores rentabilidades y menor volatilidad, y un «nuevo paradigma». De hecho, se describen a ellos mismos como los nuevos copernicanos, por el hombre que concluyó que el centro del sistema solar no era la tierra, sino el Sol. Comparan a los indexadores tradicionales por capitalización de mercado con los antiguos astrónomos que intentaron perpetuar la visión ptolemaica de un universo geocéntrico. Y aseguran al mundo que estamos al borde de un «enorme cambio de paradigma» en la indexación.

Van armados de vastos estudios estadísticos que demuestran lo bien que sus metodologías han funcionado en el pasado (o por lo menos desde 1962, cuando sus estudios de *backtesting* empezaron). Pero pensemos por un momento en el mensaje del capítulo ocho: en la inversión en fondos, *el pasado no es el prólogo*. Estos nuevos paradigmáticos casualmente ignoran esta obviedad. Por ejemplo: «Los índices por dividendos superan los índices por capitalización de mercado» (no, «han superado en el pasado»). «El índice fundamental añade dos veces más rentabilidad incremental» (no, «ha añadido en el pasado»).

A los inversores (y a los gestores también) les encanta creer que el pasado es el prólogo. Haría que la vida fuese tan fácil. Pero no es un accidente que estos nuevos fondos indexados estén siendo introducidos solo después de que sus estrategias hayan vivido sus mejores días. A continuación del estallido de la burbuja bursátil en 2000, las acciones de valor superaron las acciones de crecimiento (el índice por capitalización invierte en ambos tipos de acciones) en los siguientes cinco años; y para las acciones pagadoras de dividendos, la pauta es prácticamente la misma.

Incluso teniendo en cuenta esta ventaja reciente, los márgenes de superioridad de largo plazo conseguidos por estas carteras construidas

teóricamente con datos del pasado no son elevados, entre un 1 y un 2 por ciento por año. ¿Cuánto de esta ventaja hubiera sido confiscado por sus ratios de gastos? (La más baja es del 0,28 por ciento; la media es de alrededor del 0,50 por ciento; la más alta que he visto es del 1,89 por ciento.) ¿Cuánto hubiera sido confiscado por su mayor rotación de cartera en comparación con el fondo indexado clásico? ¿Cuánto hubiera sido confiscado por los impuestos adicionales pagados por los accionistas cuando la rotación se convirtiera en plusvalías realizadas? Incluso si los modestos márgenes reclamados en el pasado se repitiesen —lo que, pienso, es muy improbable—, estas rentabilidades hipotéticas del pasado quedarían erosionadas de forma significativa, si no totalmente borradas, por esos costes.

Si estos paradigmas han sido acertados en el pasado, ¿no serán, por tanto, erróneos en el futuro?

Pero el asunto central sigue siendo: ¿Cómo puede uno afirmar que el pasado será el prólogo sin una pizca de duda aparente? Los nuevos paradigmáticos nunca han explicado por qué estos factores fundamentales han estado infravalorados de forma sistemática por el mercado en el pasado. Y, si han sido infravalorados, ¿por qué los inversores, ansiosos por capitalizar esa aparente infravaloración del pasado, no van a ofrecer precios más altos hasta que esa infravaloración ya no exista? Dicho de otro modo, si estos promotores del supuesto nuevo paradigma verdaderamente han tenido razón en el pasado, ¿no estarán, por tanto, equivocados en el futuro?

Cuando los gestores activos de los fondos de renta variable afirman tener una forma de descubrir valor extra en nuestro altamente (pero no perfectamente) eficiente mercado bursátil estadounidense, los inversores mirarán sus registros pasados, considerarán las estrategias del gestor e invertirán o no. Estos nuevos gestores indexados son en realidad gestores

activos. Pero no solo afirman su clarividencia, sino una clarividencia que les da la confianza de que ciertos sectores del mercado (como las acciones pagadoras de dividendos) permanecerán infravaloradas hasta tan lejos como llegue la vista.

Recomiendo escepticismo. Siempre he estado impresionado por la inexorable tendencia de las rentabilidades de las acciones de revertir a la media. Por ejemplo, los fondos de inversión con un mandato de valor han superado generalmente los fondos con un mandato de crecimiento desde finales de los años sesenta. Pero desde 1977 —en realidad desde 1937—, ha habido poco que escoger entre los dos. De hecho, desde 1937 hasta 1967, los fondos de acciones de crecimiento superaron los fondos de acciones de valor de forma más bien consistente. Nunca pienses que sabes más que el mercado. Nadie lo hace.

Nunca sabemos cuándo llegará esa reversión a la media a los distintos sectores del mercado bursátil. Pero sí sabemos que cambios de este tipo en liderazgo de estilo han ocurrido invariablemente en el pasado. Cuando la mayor parte de la volatilidad de la bolsa es función de las expectativas (emociones) en lugar de ser función del negocio (fundamentales económicos), ¿qué otra cosa podría esperarse? Antes de que aceptemos con demasiada facilidad que la indexación fundamental —apoyándose en sesgos de estilo hacia los dividendos, el valor o el pequeño tamaño— es el nuevo paradigma, necesitamos un sentido más de más largo plazo de la historia. También necesitamos invocar a nuestro propio sentido común que nos advierte que la retrospectiva le hace trampas a nuestras mentes.

Ha habido muchos nuevos paradigmas a lo largo de los años. Ninguno ha persistido. Las acciones «concepto» de los alegres años sesenta vinieron y se fueron. Como lo hizo la época de las «nifty fifty», que pronto le siguió. El «efecto enero» de superioridad de la pequeña capitalización vino y se fue. Los fondos de ingresos generados por opciones y los fondos de «gobierno plus» vinieron y se fueron. A finales de los noventa, las acciones de alta tecnología y los fondos de la «nueva economía» vinieron y se fueron también. Hoy en día, el valor de los activos de los supervivientes permanece muy por debajo de sus máximos. Los inversores inteligentes

deberían tomarse con extremada cautela una afirmación de que un nuevo paradigma ha venido para quedarse. Esa no es la forma en que funcionan los mercados financieros.

«El mayor enemigo de un buen plan es el sueño de un plan perfecto.» No abandones el buen plan.

Los fondos indexados tradicionales por ponderación de mercado te garantizan que recibirás tu parte proporcional de rentabilidades de la bolsa, y virtualmente te aseguran que superarás, en el largo plazo, el 90 por ciento o más de los demás inversores en el mercado. Quizá este nuevo paradigma de indexación fundamental —a diferencia de todos los otros nuevos paradigmas que he visto— funcione. Pero quizá no. Recomendando a los inversores que no se dejen tentar por los cantos de sirena de paradigmas que prometen una acumulación de riqueza que estará mucho más allá de las recompensas del fondo indexado clásico. No olvides la advertencia profética de Carl von Clausewitz, teórico militar y general prusiano de principios del siglo XIX: «El mayor enemigo de un buen plan es el sueño de un plan perfecto». Olvídate de tu sueño, utiliza tu sentido común y no abandones el buen plan que representa el fondo indexado clásico.

No tienes por qué creerme a mí

Mis convicciones sobre esta cuestión son firmes, y no estoy solo. Atiende primero a estas palabras de **Gregory Mankiw**, profesor de Harvard y antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos del Presidente: «Coloco mis apuestas junto a Bogle en este punto». Luego lee a **William Sharpe**, profesor de finanzas en Stanford y premio Nobel de Economía: «Es bastante llamativo que la gente piense que de alguna manera un plan para ponderar las acciones de una forma diferente a la capitalización pueda ser superior a un índice ponderado por la capitalización [...]. Los nuevos paradigmas van y vienen. Apostar en contra del mercado (y gastar una considerable suma de dinero haciéndolo) es muy probable que sea, desde luego, una tarea arriesgada».

Estudia, también, esta advertencia de **John R. Minahan**, director de investigación en New England Pension Consultants: «Estoy asombrado por todos los gestores que hacen una afirmación del tipo: “En el largo plazo X siempre gana”. Donde X puede ser la rentabilidad por dividendo, el crecimiento de los beneficios, la calidad del equipo gestor, un factor cuantitativo o una mezcla de factores, etc., pero son incapaces de citar un motivo por el que X debería ser sistemáticamente infravalorado por el mercado. Los gestores pueden ser capaces de señalar datos que sugieren que X ha estado asociado con rentabilidades en exceso en el pasado, pero sin una explicación plausible de *por qué* X debería tener un rendimiento superior. Esos datos no me convencen de que sea probable que X rinda más en el futuro».

Finalmente, valora esta afirmación sobre la indexación clásica del profesor de la escuela de negocios de Wharton **Jeremy J. Siegel**, autor de *Stocks for the Long Run* y asesor de Wisdom Tree Investments, el promotor del modelo fundamental en función del dividendo: «Puede demostrarse que la máxima diversificación se consigue invirtiendo en cada acción *en proporción a su valor respecto a todo el mercado* [las cursivas son mías] [...]. La retrospectiva engaña a nuestras mentes [...] con frecuencia distorsiona el pasado y nos anima a jugar a las corazonadas y a anticiparnos a otros inversores, que a su vez están jugando al mismo juego. Para la mayoría de nosotros, intentar batir el mercado lleva a resultados desastrosos [...], nuestras acciones llevan a rentabilidades mucho menores de las que pueden conseguirse simplemente manteniéndose en el mercado [...] igualando al mercado un año tras otro con fondos indexados [como] el Vanguard 500 Portfolio [...] y el Vanguard Total Stock Market Index Fund». (Esta cita es de la primera edición del libro del doctor Siegel de 1994. Entiendo que está en todo su derecho de cambiar de opinión.)

Capítulo quince

El fondo cotizado

Un operador para la causa

INCLUSO ANTES DEL AUGE del así llamado nuevo paradigma de la indexación fundamental descrito en el capítulo catorce, la indexación tradicional estaba siendo desafiada por una especie de lobo con piel de cordero, el fondo cotizado (ETF por sus siglas en inglés). Sencillamente, el ETF es un fondo diseñado para facilitar operar con sus acciones, vestido con el disfraz del fondo indexado tradicional.

Si la inversión a largo plazo era el paradigma original para el fondo indexado clásico diseñado hace treinta y un años, sin duda, usar fondos indexados como vehículo de *trading* solo puede describirse como especulación de corto plazo. Si la diversificación más amplia posible era el paradigma original, con seguridad invertir en sectores discretos —incluso si están ampliamente diversificados— del mercado ofrece menos diversificación y consecuentemente más riesgo. Si el paradigma original era el coste mínimo, entonces invertir en fondos indexados a sectores del mercado que son en sí mismos de bajo coste obvia las comisiones de corretaje que implica hacer *trading* con estos y la factura fiscal en que se incurre si uno tiene la fortuna de hacerlo con éxito.

El inversor típico en ETF no tiene ni idea de la relación que la rentabilidad de su inversión tendrá con la rentabilidad conseguida por la bolsa.

En cuanto a la quintaesencia del paradigma original —asegurar, de hecho, garantizar, que los inversores conseguirán su parte proporcional de la rentabilidad de la bolsa—, el hecho es que los inversores que negocian ETF no tienen nada que se parezca a esa garantía. En efecto, después de todos los desafíos de selección, los riesgos con los tiempos, los costes adicionales y los mayores impuestos, los inversores típicos en ETF no tienen ni idea de la relación que la rentabilidad de su inversión tendrá con la rentabilidad conseguida por la bolsa.

Estas diferencias entre el fondo indexado *clásico* y el fondo indexado *nuevo* representado por el ETF son claras (figura 15.1). Los fondos cotizados marchan a un ritmo diferente que el original, y yo me quedo preguntándome, en la palabras de la vieja canción: «¿Qué le han hecho a mi canción, mamá?».

FIGURA 15.1 Fondo indexado clásico frente a nuevo fondo indexado

	Fondo indexado clásico	Fondos cotizados		
		Índice general		Índice especializado
		Inversión	Trading	
Diversificación más amplia posible	Sí	Sí	Sí	No
Horizonte temporal largo plazo	Sí	Sí	No	Casi nunca
Coste más bajo posible	Sí	Sí	No*	No*
Mayor eficiencia fiscal posible	Sí	Sí	No	No
Proporción más alta posible de la rentabilidad de mercado	Sí	Sí	Desconocido	Desconocido

* Incluye costes de negociación

El primer fondo cotizado, creado en 1992 por Nathan Most, recibió el nombre de Standard & Poor's Depositary Receipts (SPDR), y pronto recibió el sobrenombre de «Spider». Fue una idea brillante. Invertía en el índice S&P 500, operaba a bajo coste con alta eficiencia fiscal y, si se mantenía en el largo plazo, tenía el potencial de presentar una fiera competición al tradicional S&P 500 Index Fund. (Sin embargo, las comisiones de corretaje lo hacían menos conveniente para los inversores que adquirirían pequeñas posiciones con regularidad.) La mayoría de los inversores en las Spiders, sin embargo, no eran inversores de largo plazo. Eran gestores activos de inversiones, especuladores en busca de cobertura,

y *traders* profesionales. En la actualidad, unos 65 millones (!) de acciones de Spiders (por valor de 8.800 millones de dólares) se negocian cada *día*.

Desde ese primer fondo, los ETF han crecido hasta convertirse en una parte enorme —410.000 millones de dólares— de la base de activos de los fondos indexados de 1 billón de dólares, una proporción del 41 por ciento, subiendo desde el 9 por ciento de comienzos del año 2000 y solo el 3 por ciento de hace una década. Liderados por las carteras indexadas cuyas acciones son rápidamente negociadas en segmentos estrechos del mercado (a pesar de su clara contradicción con cada uno de los cinco conceptos que subyacen al fondo indexado original), los ETF se han convertido en una fuerza que hay que tener en cuenta en los mercados financieros. Su asombroso crecimiento ciertamente dice algo sobre la energía de los emprendedores financieros de Wall Street, la prioridad de los gestores de inversiones por acumular activos, el poder de comercialización de las firmas de corretaje y la predisposición —no, avidez— de los inversores de favorecer la complejidad sobre la simplicidad, insistiendo en la creencia, en contra de toda probabilidad, de que pueden batir el mercado.

El crecimiento de los ETF se ha parecido mucho a una estampida, no solo en número sino en diversidad. Existen ahora cerca de 340 ETF disponibles, incluyendo 122 creados en el transcurso de 2006, y la gama de elecciones de inversión disponible es extraordinaria.[\[22\]](#) Existe un total de 12 fondos indexados de bolsa (de Estados Unidos e internacional) como el Spider, todavía el mayor segmento en término de activos; 68 centrados en estilos de inversión; 173 basados en sectores de la bolsa; y 58 que concentran sus activos en países extranjeros particulares. Hay también un puñado de ETF de bonos y una pléyade de ETF que utilizan el alto apalancamiento (doblando las oscilaciones en la bolsa), que replican los precios de materias primas y divisas, y otros que usan otras estrategias de alto riesgo.

La marcha de los activos hacia los ETF ha sido también impresionante. Desde 1999, los ETF han atraído 280.000 millones de dólares netos de nuevo dinero, incluso más que los 190.000 millones de dólares que han entrado en sus primos clásicos. Más aún, el flujo hacia fondos de estilo,

sectoriales y extranjeros ha superado el flujo hacia el componente indexado al mercado bursátil amplio. Mientras que estos fondos amplios suponían un ciento por ciento de las entradas de dinero en ETF en los primeros años, recibieron menos del 20 por ciento de las entradas de dinero entre 2000 y 2006.

El prestigioso rifle Purdey es magnífico para la caza mayor en África. Pero es también excelente para el suicidio.

Los ETF de toda la bolsa son posiblemente la única instancia en la que un ETF puede replicar, y posiblemente incluso mejorar, los cinco paradigmas del fondo indexado original enumerados anteriormente. *Pero solo cuando se compran y mantienen para el largo plazo.* Sus ratios anuales de gastos son por lo general —pero no siempre— ligeramente inferiores a la de los fondos indexados tradicionales, aunque las comisiones sobre las compras erosionan cualquier ventaja, y pueden incluso anularla. Mientras que su eficiencia fiscal se supone que debería ser mayor, la práctica no ha confirmado la teoría, y los inversores que negocian con estos títulos están sujetos a sus propios impuestos. Su uso por parte de inversores de largo plazo es mínimo. Las Spiders son, de hecho, comercializadas para operadores del intradía. Como dicen sus anuncios, «Ahora puedes negociar el S&P 500 durante todo el día, en tiempo real». No puedo evitar comparar el ETF —un instrumento financiero inteligentemente diseñado— con el prestigioso rifle Purdey, supuestamente el mejor del mundo. Es fenomenal para la caza mayor en África. Pero es también excelente para el suicidio.

Sospecho que demasiados ETF demostrarán ser, si no suicidas para sus propietarios en términos financieros, al menos destructores de riqueza. Sabemos que los ETF son en gran parte usados por los *traders*, puesto que la rotación de las acciones de Spiders está en una tasa anual del 3.600 por

ciento. La rotación para las Qubes del NASDAQ es aún mayor, un 6.000 por ciento por año. Es solo una conjetura, pero los inversores de largo plazo solo poseen quizás el 20 por ciento de los 100.000 millones de dólares en activos de estos ETF ampliamente diversificados, o alrededor de 20.000 millones de dólares. Los restantes activos, supongo, están en manos de hacedores de mercado y arbitrajistas, que hacen un gran uso de las estrategias de venta en corto y cobertura.

Los activos de otros tipos de ETF ascienden ahora a 310.000 millones de dólares. La negociación de estos fondos es también extraordinariamente alta. Las acciones de los principales ETF sectoriales rotan a una tasa media anual de aproximadamente el 200 por ciento al año (un periodo medio de inversión de solo seis meses), con los ETF más populares que alcanzan cifras de rotación recientemente que van desde más o menos el 578 al 735 por ciento, hasta alcanzar el 7.100 por ciento (Russell 2000 iShares) y el 8.500 por ciento (acciones de SPDR Energy). ¿Es posible que haya un poco de especulación aquí? Con todo, unos 390.000 millones de dólares de los actuales 410.000 millones de dólares de la base de activos de los ETF representan un gran alejamiento de los atributos beneficiosos del fondo indexado original.

Sí, estos ETF especializados son diversificados, pero solo en sus estrechos campos. Invertir en la industria de los semiconductores no es lo que normalmente se ha entendido por diversificación, tampoco lo es invertir en bolsa de Corea del Sur. Y mientras que los ETF sectoriales con frecuencia tienen las ratios de gastos más bajas en su campo, pueden ascender a entre tres y seis veces el nivel de las ratios de los fondos indexados de menor coste de todo el mercado. Es más, los ETF sectoriales no solo conllevan costes de corretaje y negociación, sino que con frecuencia se venden como partes de carteras de fondos de gestión activa con honorarios por asesoramiento del 1 por ciento o más, o en cuentas separadas con honorarios anuales de entre el 1,5 y el 2 por ciento o más.

El resultado neto de estas diferencias es que los ETF sectoriales como grupo tienen la certeza virtual de conseguir rentabilidades que queden bastante lejos de las rentabilidades entregadas por la bolsa. Quizás entre el 1

y el 3 por ciento al año sea una buena estimación de los costes totales, muchas veces el coste de entre 10 y 20 puntos básicos de los mejores fondos indexados clásicos. No es una diferencia trivial, pues no importa con cuánta frecuencia se desprecie o se ignore, continúa la tautología de que los fondos sectoriales, administrados seriamente, conseguirán una rentabilidad neta igual a la rentabilidad bruta de ese sector, menos los costes de intermediación.

Pero independientemente de la rentabilidad que pueda ganar cada ETF sectorial, los inversores en esos mismos ETF probablemente, si no con seguridad, conseguirán rentabilidades que se quedarán muy por detrás de estos. Existen abundantes pruebas de que los fondos sectoriales más populares del momento son los que han disfrutado el rendimiento reciente más espectacular, y que esa popularidad *a posteriori* es una receta para el fracaso en las inversiones. La lección en el quinto capítulo de que los inversores en fondos de inversión casi siempre lo hacen significativamente peor que los fondos en que invierten, y aún peor cuando eligen fondos que están menos diversificados es probable que se repita en los ETF.

Para ilustrar este punto, pensemos en los registros de los ETF de mejor rendimiento durante el periodo entre 2003-2006. Solo uno consiguió una rentabilidad superior para sus accionistas que la rentabilidad que comunicó. El déficit medio en rentabilidad para el accionista fue de 5 puntos porcentuales por año. La brecha mayor fue de 14 puntos porcentuales; Austria comunicó una rentabilidad del 42 por ciento, pero sus inversores consiguieron solo un 28 por ciento. «Trátelo con cuidado», debería ser la primera advertencia en la etiqueta de un ETF (aunque aún estoy por verla). O quizá: «CUIDADO: PERSECUCIÓN DEL RENDIMIENTO EN FUNCIONAMIENTO».

Un «doble agravante»: apostar por sectores calientes (emociones) y pagar altos costes (gastos) con seguridad serán perjudiciales para tu riqueza.

Y así tenemos un «doble agravante»: la casi inevitabilidad de la elección contraproducente de tiempos de compra y venta (emociones), cuando los inversores apuestan por sectores cuando se calientan —y apuestan contra ellos cuando se enfrían—, combinados con honorarios y comisiones (gastos) altos. Juntos, estos dos enemigos del inversor en renta variable con seguridad serán perjudiciales para tu riqueza, por no mencionar la enorme cantidad de tiempo que podrías usar de formas más productivas y agradables.

En 2006, los ETF estaban también a la vanguardia de las estrategias para «batir el mercado» (al menos retrospectivamente) descritas anteriormente. Estos promotores y emprendedores parecen admitir que su enfoque de «indexación fundamental» es una estrategia de largo plazo. Pero al elegir el formato de ETF, implican claramente que involucrar agentes de bolsa en su distribución y la compra y venta activa de los fondos llevarán a beneficios de corto plazo incluso mayores. Lo dudo.

Los ETF son el sueño de un emprendedor hecho realidad. Pero ¿son el sueño de un inversor hecho realidad?

Los ETF son claramente un sueño hecho realidad para emprendedores, agentes de bolsa y gestores de fondo. ¿Pero es mucho preguntar si estos nuevos fondos indexados son el sueño de un inversor hecho realidad? ¿Se benefician en verdad de ser capaces de negociar ETF «durante todo el día, en tiempo real»? ¿Es menos diversificación mejor que más diversificación? ¿Seguir la tendencia es un juego de ganadores, o es un juego de perdedores? ¿Son los ETF verdaderamente de bajo coste cuando añadimos las comisiones de corretaje a sus ratios de gastos? ¿Es comprar y vender (normalmente con una alta frecuencia) verdaderamente una mejor estrategia

que comprar y mantener? Si el clásico fondo indexado se diseñó para capitalizar la sabiduría de la inversión de largo plazo, ¿no están incurriendo con demasiada frecuencia los inversores en estos *nuevos* fondos indexados en la insensatez de la especulación de corto plazo? ¿No te da tu propio sentido común las respuestas obvias a estas preguntas?

¿En el amplio espectro que yace entre promover los intereses del negocio y los intereses de los clientes, donde encajan los ETF? Si haces una única gran compra inicial de cualquiera de las dos versiones de la indexación clásica —el Spider o el Vanguard Total Stock Market ETF— a una baja tasa de comisión y los mantienes a largo plazo, te beneficiarás de su baja ratio de gastos y puede que incluso disfrutes de un poco más de eficiencia fiscal. Pero si negocias con ellos, estás desafiando las implacables reglas de la humilde aritmética que son la clave para el éxito en las inversiones. Si te gusta la idea de los ETF sectoriales, usa los apropiados, no hagas *trading* con ellos, y utilízalos de la forma correcta: esporádicamente, y solo para diversificar tu cartera.

Déjame hacerte ahora la pregunta que te planteé al inicio de este capítulo: «¿Qué le han hecho a mi canción, mamá?». Como creador del primer fondo indexado del mundo tantos años atrás, solo puedo responder: «La han metido en una bolsa de plástico y la han vuelto del revés, mamá, eso es lo que le han hecho a mi canción». En pocas palabras, el ETF es un *trader para la causa* de la indexación clásica. Sugiero a los inversores inteligentes que mantengan el rumbo de la estrategia probada. No puedo decir que la indexación clásica sea la *mejor* estrategia jamás pensada, tu sentido común debería convencerte de que el número de estrategias peores que esta es infinito.

No tienes por qué creerme a mí

En un ensayo titulado «La Indexación va a Hollywood», esto es lo que ha dicho **Don Phillips**, director gerente de Morningstar: «Hay un reverso oscuro de la indexación que los inversores no deberían ignorar. El potencial lesivo para los inversores aumenta conforme las ofertas de índices se vuelven más especializadas, que es exactamente lo que ha pasado en el mundo de los ETF [...]. En las manos correctas, las herramientas de precisión pueden crear grandes cosas; en las manos

incorrectas, sin embargo, pueden causar un daño considerable. Al crear productos más complejos, la comunidad indexadora ha encontrado nuevas fuentes de ingresos de [...] herramientas muy especializadas, pero lo ha hecho arriesgándose a causar un daño considerable a inversores menos sofisticados. La prueba de carácter a la que se enfrenta la comunidad indexadora es si ignora ese riesgo o mejora y trata de mitigarlo. La continuidad del buen nombre de la indexación está en juego».

De **Jim Wiandt**, editor del *Journal of Indexes* ha dicho: «Siempre he encontrado irónico que la indexación —como casi todo lo demás en el mundo de las finanzas— venga en olas. Índices de los fondos de cobertura índices de acciones de pequeña capitalización, índices de dividendos, índices de materias primas, índices de China e índices «mejorados» son los sabores del mes. Y os daré tres pistas de lo que estos índices tienen en común: 1) persecución de rentabilidad, 2) persecución de rentabilidad o 3) persecución de rentabilidad.

«Si crees en la indexación, entonces sabes que no hay dinero gratis. En última instancia, el impulso de la indexación mejorada tiene que ver con mejorar el beneficio de los gestores [...]. Pero es importante que mantengamos nuestros ojos en la bolsa y recordemos en qué consiste la indexación. Bajos honorarios, amplia diversificación, mantener, mantener, mantener. No seguir las modas. Trata de batir el mercado —de cualquier manera— y es muy probable que acabes batido [...] por aproximadamente el coste de hacerlo.»

Y lee ahora atentamente las advertencias de dos altos ejecutivos de uno de los principales patrocinadores de ETF. **Consejero delegado:** «Para la mayoría de la gente, los fondos sectoriales no tienen mucho sentido [...] no te apartes mucho de la senda del mercado». **Director de Inversiones:** «Sería desafortunado que la gente situara sus apuestas en ETF definidos muy estrechamente. Estos implican casi el mismo riesgo que concentrarse en acciones individuales [...]. Estás asumiendo un riesgo extraordinario. Es posible tomar demasiado de algo bueno [...]. ¿Cuánta gente los necesita en realidad?».

Capítulo dieciséis

¿Qué habría pensado Benjamin Graham sobre la indexación?

Una confirmación por parte del señor Buffett

LA PRIMERA EDICIÓN DE *El inversor inteligente* se publicó en 1949. Lo escribió Benjamin Graham, el gestor de inversiones más respetado de la época, y coautor (junto a David Dodd) de *Security Analysis*, un tomo académico publicado originalmente en 1934. *El inversor inteligente* es considerado el mejor libro de su clase —exhaustivo, analítico, perspicaz y explícito—, un libro para la eternidad.

Aunque Benjamin Graham es bastante más conocido por su concentración en la clase de inversión en valor que representaba la categoría de acciones que él describe como «gangas», Graham advertía: «El inversor agresivo debe tener un considerable conocimiento de la valoración de los títulos, suficiente, de hecho, como para garantizar que sus operaciones con títulos equivalgan a una iniciativa empresarial [...], se deduce de este razonamiento que *la mayoría de los propietarios de títulos debería elegir la clasificación defensiva*».

La mayoría de los inversores debería sentirse satisfecho con las rentabilidades razonablemente

buenas que se pueden obtener con una cartera defensiva.

¿Por qué? Porque «[la mayoría de los inversores] no tiene el tiempo, o la determinación, o el equipamiento mental para embarcarse en ese tipo de inversión parecida a un emprendimiento. Deberían por tanto sentirse satisfechos con las rentabilidades razonablemente buenas que se pueden conseguir con una cartera defensiva, y deberían resistir con firmeza las continuas tentaciones de aumentar esta rentabilidad desviándose hacia otros caminos». Mientras que el fondo indexado, ni siquiera imaginado en 1949, estaba describiendo el mismo planteamiento que este fondo pionero seguiría más tarde. (Fue una coincidencia, que también fuera en 1949 cuando un artículo de la revista *Fortune* me presentara la industria de los fondos de inversión, inspirándome a escribir mi tesis de graduación para Princeton en 1951 sobre fondos de inversión, en la que llegué a insinuar la idea del fondo indexado: «Los fondos de inversión no pueden afirmar su superioridad sobre los índices del mercado».)

Para el inversor defensivo que requiriese asistencia, Graham recomendó originalmente asesores de inversiones profesionales que se apoyasen en «una experiencia inversora normal para sus resultados [...] y que no afirmen ser brillantes, sino que se enorgullezcan de ser prudentes, conservadores y competentes [...] cuyo valor principal para sus clientes sea protegerles de errores costosos». Advirtió sobre esperar demasiado de las casas de bolsa, argumentando que «la fraternidad empresarial de Wall Street [...] todavía anda a tientas hacia los altos estándares y el prestigio de la profesión». (Medio siglo después, la cruzada aún está lejos de completarse.)

También señaló, profunda y obviamente, que Wall Street se dedica «al negocio de conseguir comisiones, y que el camino hacia el éxito en los negocios es dar a los clientes lo que quieren, intentar con denuedo ganar dinero en un campo donde casi están condenados por las leyes matemáticas a perder». Años más tarde, en 1976, Graham describió su opinión sobre

Wall Street como, «altamente desfavorable [...] una broma falstaffiana[*] que con frecuencia degenera en una casa de locos [...], una enorme lavandería a la que las instituciones llevan grandes cestos de la colada de las demás». (Ecos de Jack Meyer de Harvard y David Swensen de Yale, sobre quienes ya hemos leído anteriormente.)

En esa primera edición de *El inversor inteligente*, elogiaba el uso por parte de los inversores de los principales fondos de inversión como alternativa a crear sus propias carteras. Graham describía los fondos de inversión bien establecidos de su época como «gestionados competentemente, cometen menos errores que el pequeño inversor típico», incurren en un gasto razonable, y desempeñan una función solvente al adquirir y mantener una lista adecuadamente diversificada de acciones comunes.

Pero Graham era muy realista sobre lo que se podía esperar de los gestores de fondos. Ilustraba este punto en su libro con datos demostrando que entre 1937 y 1947, periodo en que el Índice Standard & Poor's 500 ofreció una rentabilidad total del 57 por ciento, el fondo de inversión promedio produjo una rentabilidad total del 54 por ciento, excluyendo el impacto opresivo de las comisiones de suscripción. (*Cuanto más cambian las cosas, más continúan igual.*) La conclusión de Graham: «Las figuras no son muy impresionantes en *ninguna* de las direcciones [...] en conjunto, la capacidad de gestión de los fondos invertidos ha sido casi capaz de absorber la carga de los gastos y el lastre de la liquidez no invertida». En 1949, los gastos de los fondos y los costes de rotación eran bastante inferiores a los de la industria de fondos moderna. Ese cambio explica por qué, conforme las rentabilidades de los fondos fueron aplastadas por estos costes en las décadas recientes, las cifras fueron impresionantes solo en la dirección negativa.

Para 1965, la confianza de Graham de que los fondos producirían la rentabilidad del mercado, menos costes, se tambaleó. «Fondos gestionados insolventemente —apuntó en una edición posterior de *El inversor inteligente*— pueden producir durante un tiempo beneficios espectaculares pero en gran parte ilusorios, seguidos inevitablemente por pérdidas

calamitosas.» Graham estaba describiendo los así llamados fondos de rendimiento de la alegre época de mediados de los años sesenta, en la que «una nueva hornada que tenía un don espectacular para elegir a los ganadores [...] [gestionados por] jóvenes brillantes y enérgicos que prometían hacer milagros con el dinero de otra gente [...] [pero] que inevitablemente ha causado pérdidas a su público al final». Muy bien podría haber estado describiendo de forma clarividente los cientos de fondos de alto riesgo de la «nueva economía» creados durante el gran mercado alcista de 1998 a 2000, y su posterior hundimiento sin paliativos en el desplome de mercado del 50 por ciento que le siguió.

«Los fondos gestionados insolventemente pueden producir durante un tiempo beneficios espectaculares pero en gran parte ilusorios, seguidos inevitablemente de pérdidas calamitosas.»

Graham se hubiese sentido consternado, no solo por el enorme aumento (de más del ciento por ciento) en unos gastos que en principio eran razonables, sino también por el increíble aumento en la negociación de acciones en las carteras de los fondos de inversión. Durante la era de Graham, la rotación de cartera estaba en sobre el 15 por ciento por año. Hoy promedia más de un ciento por ciento. Graham con seguridad, y de forma acertada, hubiera descrito ese planteamiento como pura especulación, algo diametralmente opuesto a sus principios de inversión más profundos.

La lección atemporal de Graham para el inversor inteligente, tan válida hoy como cuando la enunció en su primera edición, es clara: «El dinero real en la inversión tendrá que ganarse —como se ha hecho la mayoría de las veces en el pasado— *no comprando y vendiendo, sino poseyendo y manteniendo títulos*, recibiendo intereses y dividendos y aumentos en valoración». Su filosofía se ha reflejado una y otra vez en este libro,

ejemplificada en la parábola de la familia Gotrocks en el primer capítulo y la distinción entre el mercado de empresas y el mercado de expectativas en el segundo capítulo.

***El dinero real en la inversión no se hará
comprando y vendiendo sino poseyendo y
manteniendo títulos.***

¿Comprar y mantener una lista diversificada de títulos? ¿No recomendaría Graham un fondo que esencialmente compra toda la bolsa y la mantiene para siempre, recibiendo pacientemente intereses y dividendos y aumentos en valoración? ¿Acaso no es cierto que su advertencia de «ceñirse estrictamente a formas de inversión *convencionales, conservadoras*, e incluso, *poco imaginativas*», es un extraño eco del concepto de indexación de mercado? Cuando aconseja al inversor defensivo «hacer hincapié en la diversificación más que en la selección individual», ¿no se quedó Benjamin Graham a pocos centímetros de describir el fondo indexado de la época moderna?

En los últimos años de su vida, en una entrevista publicada en 1976, Graham reconoció abiertamente el inevitable fracaso de los gestores de inversiones individuales para superar el mercado. (De nuevo casualmente, la entrevista tuvo lugar en el mismo momento que la oferta pública inicial del primer fondo de inversión indexado del mundo —First Index Investment Trust, ahora Vanguard 500 Index Fund— estaba sucediendo.) Se le preguntó: «¿Puede el gestor medio obtener mejores resultados que el Índice Standard & Poor's a lo largo de los años?». La contundente respuesta de Graham fue: «No». Luego explicó: «En efecto, eso significaría que los expertos en bolsa en conjunto pueden batirse a sí mismos, una contradicción lógica».[23]

Luego le preguntaron si los inversores deberían contentarse con ganar la rentabilidad de mercado. La respuesta de Graham: «Sí». Después de todos estos años, la idea de que ganar tu parte proporcional de la rentabilidad de la bolsa es la estrategia ganadora es el tema central de este Pequeño Libro. *Solo* el fondo indexado clásico puede garantizar ese resultado.

Finalmente, le preguntaron sobre las objeciones planteadas contra el fondo indexado de que inversores diferentes tienen necesidades diferentes. De nuevo, Graham respondió con crudeza: «En el fondo ese es solo un cliché conveniente o una coartada para justificar los registros mediocres del pasado. Todos los inversores quieren buenos resultados de sus inversiones, y tienen derecho a ellas en la medida en que se puedan conseguir realmente. No veo motivo por el que debieran contentarse con resultados inferiores a los de un fondo indexado o pagar los honorarios habituales por esos resultados inferiores».

«No veo motivo por el que los inversores debieran contentarse con resultados inferiores a los de un fondo indexado.»

El nombre de Benjamin Graham está íntimamente ligado, de hecho, casi es un sinónimo, a la «inversión en valor» y la búsqueda por títulos infravalorados. Pero su libro clásico presta mucha más atención a los fundamentos básicos más prosaicos de la política de cartera —los principios sencillos de diversificación y expectativas racionales de largo plazo, dos de los temas globales de este pequeño libro que estás ahora leyendo— que a resolver la enigmática selección de acciones superiores a través de un cuidadoso análisis fundamental.

Graham era también consciente de que las recompensas superiores que él había cosechado utilizando sus principios de valoración serían difíciles de conseguir en el futuro. En esa entrevista de 1976, hizo esta sorprendente

concesión: «Ya no soy un defensor de las técnicas elaboradas de análisis fundamental para encontrar oportunidades de valor superiores. Esta era una actividad fructífera, digamos, hace cuarenta años, pero la situación ha cambiado mucho desde entonces. En los viejos tiempos, cualquier analista financiero bien entrenado podría hacer una buena labor profesional de seleccionar títulos infravalorados utilizando estudios detallados; *pero a la luz de la enorme cantidad de investigación que se lleva a cabo ahora, dudo de que en la mayoría de los casos esos esfuerzos exhaustivos generen selecciones suficientemente superiores como para justificar su coste*».

Es justo decir que, según los exigentes estándares de Graham, la abrumadora mayoría de los fondos de inversión actuales, en gran parte debido a sus altos costes y a su comportamiento especulativo, no han cumplido con su promesa. Como resultado de esto, un nuevo tipo de fondo —el indexado— se está moviendo hacia la supremacía. ¿Por qué? Tanto por lo que hace, proveer la diversificación más amplia posible, como por lo que no hace, ni incurrir en altos costes ni practicar la alta rotación. Estas paráfrasis del libro de máximas de Graham son una parte importante de su legado para la vasta mayoría de los accionistas que, según él pensaba, deberían seguir los principios que describió para el inversor defensivo.

«Conseguir resultados de inversión satisfactorios es más fácil de lo que la mayoría de la gente piensa.»

Es el sentido común de Benjamin Graham, el pensamiento claro, la simplicidad y el sentido de la historia financiera —junto con su voluntad de mantenerse fiel a los sólidos principios de la inversión de largo plazo— lo que constituye su legado duradero. Graham resume su consejo: «Afortunadamente para el inversor típico, no es de ningún modo necesario para su éxito que posea las cualidades consagradas [...] del coraje, el conocimiento, el juicio y la experiencia [...] para llevar a cabo su programa,

siempre que limite su ambición a su capacidad y confine sus actividades en el estrecho y seguro camino de la inversión defensiva estándar. Conseguir resultados de inversión satisfactorios es más fácil de lo que la mayoría de la gente piensa; conseguir resultados superiores es más difícil de lo que parece».

Cuando es tan fácil —de hecho, increíblemente simple— capturar las rentabilidades de la bolsa a través de un fondo indexado, no necesitas asumir riesgos adicionales —ni costes excesivos— en busca de resultados superiores. Con la perspectiva de largo plazo de Benjamin Graham, sentido común, crudo realismo y sabio intelecto, no hay duda alguna en mi mente de que hubiera aplaudido el fondo indexado.

No tienes por qué creerme a mí

El claro comentario de Benjamin Graham puede interpretarse con facilidad como un respaldo de un fondo indexado de bajo coste que invierta en todo el mercado, pero no tienes por qué creerme a mí. En lugar de eso, atiende a **Warren Buffett**, su protegido y colaborador cuyo consejo y ayuda práctica Graham reconoció como valiosísimos en la edición final de *El inversor inteligente*. En 1993, Buffett, respaldó de forma inequívoca el fondo indexado. En 2006, llegó incluso más lejos, no solo reafirmando su respaldo, sino asegurándose en persona que, en décadas anteriores, el mismo Graham había apoyado los fondos indexados. En palabras de Buffett: «Un fondo indexado de bajo coste es la inversión en renta variable más sensata para la gran mayoría de los inversores. Mi mentor, Ben Graham, adoptó esta posición hace muchos años y todo lo que he visto desde entonces me convence de su verdad». Solo puedo añadir, como Forrest Gump: «Y eso es todo lo que tengo que decir sobre esto».

Capítulo diecisiete

«Las implacables reglas de la humilde aritmética»

Repetición

SI EL MENSAJE EN ESTE LIBRO suena confiado, por favor, entiende que es poco más que sentido común. Más aún, mi confianza en el fondo indexado está reforzada por las conclusiones de muchos de los inversores más listos, más experimentados y más exitosos de Estados Unidos incluyendo a Warren Buffett, Charlie Munger y Benjamin Graham, junto con altos académicos y gestores de fondos dotacionales: los premios Nobel Paul Samuelson, William Sharpe y Daniel Kahneman; Burton Malkiel de Princeton, David Swensen de Yale, Jack Meyer de Harvard y Andrew Lo del MIT.

Une estos expertos independientes a miembros de la industria de fondos como Peter Lynch de Magellan, el expresidente del Investment Company Institute Jon Fossil, el gestor de inversiones de Filadelfia Ted Aronson, el gestor de los fondos de cobertura, Cliff Asness, el rey de los supermercados de fondos Charles Schwab, y el analista Mark Hulbert. Luego atiende al consejo similar de los periodistas financieros, desde Tyler Mathisen y Jason Zweig de la revista *Money*, hasta *The Economist* de Londres y su vecino *The Spectator*; y Jonathan Clements y Holman Jenkins, Jr., del *Wall Street Journal*. Quizás, incluso más importante, no olvides las convicciones de inversores inteligentes —cientos de fondos de pensiones corporativos y gubernamentales, y millones de individuos, desde los muy ricos al hombre

de la calle— que han predicado con el ejemplo, invirtiendo ahora unos 5 billones de dólares en estrategias indexadas.

Esa confianza es aún más reforzada, simplemente mirando el registro, como se ha comentado capítulo tras capítulo. Ese récord confirma la superioridad de la indexación —por un amplio margen— sobre el fondo de renta variable medio (y el fondo de renta fija medio también) y —por un margen incluso mayor— sobre el inversor en fondos medio. Más todavía, la superioridad del fondo indexado se basa, no en los logros fugaces de un pequeño puñado de fondos (con frecuencia logrados por gestores de inversiones que han dejado de gestionar las carteras del fondo hace años), sino en los logros permanentes de una estrategia donde ningún gestor de inversiones sale siquiera en la foto. En verdad, el fondo indexado clásico es el único fondo de inversión que puedes mantener para siempre.

Como John Maynard Keynes advirtió anteriormente en un contexto diferente, las rentabilidades históricas no tienen valor salvo que podamos explicar la fuente de esas rentabilidades. En este contexto, déjame reiterar las dos fuentes básicas de las rentabilidades superiores conseguidas por el fondo indexado: 1) la diversificación más amplia posible, en la que se elimina el riesgo de las acciones individuales, el riesgo de estilo y el riesgo de gestor, y en la que permanece tan solo el riesgo de mercado; y 2) los costes más pequeños posible e impuestos mínimos. Juntos, permiten que el fondo indexado provea la rentabilidad bruta conseguida en la bolsa, menos unos costes mínimos.

Las dos fuentes de las rentabilidades superiores del fondo indexado son: la diversificación más amplia posible y los costes más pequeños posible.

Los fondos de renta variable de gestión activa como grupo también proveen, como te dice el sentido común, una rentabilidad bruta igual a la

rentabilidad media del mercado. Hoy en día, cuando poseen casi el 25 por ciento de todas las acciones de Estados Unidos, negocian en gran parte unos con otros, enriqueciendo en conjunto solo a los agentes de bolsa que reciben las comisiones por la vigorosa negociación de los títulos de sus carteras (que también venden sus acciones) y las compañías de gestión que los controlan, empobreciendo como resultado de esto, como así fue, las rentabilidades netas que entregan a sus inversores.

Los gestores de fondos de inversión, distribuidores, comercializadores, agentes de bolsa y banqueros de inversión han reunido asombrosas ganancias para ellos mismos. Pero los altos precios que cargan por sus servicios, sus políticas de alta rotación y los consiguientes costes de transacción, y los impuestos excesivos en que sus inversores incurren han vaciado una enorme porción de las altas rentabilidades reales provistas por la bolsa en el pasado. Con las rentabilidades reales de las acciones más moderadas que parecen casi destinadas a prevalecer en el futuro (comentadas en el capítulo siete), esas mismas enormes recompensas a los miembros del negocio de los fondos confiscarán una proporción aún más grande —desde luego, la mayor parte— de la rentabilidad real del mercado.

Por un lado, es tan cierto como que cada día sale el sol que la gran ventaja de costes que existe a favor del fondo indexado continuará en los años venideros. La guerra de precios entre los fondos indexados mantendrá las ratios de gastos de los proveedores de bajo coste a un nivel minúsculo. Por otro lado, la competición comercial y la avidez de beneficios entre los conglomerados financieros gigantes que dominan la industria de fondos crearán una fuerte presión para mantener los altos ingresos por honorarios generados por sus fondos de gestión activa donde, trágicamente, los inversores con demasiada frecuencia ignoran el impacto de los perniciosos honorarios que pagan.

Es al menos teóricamente posible que la industria de fondos finalmente cambie desde su actual competición de subir precios a fin de servir a los intereses de los vendedores de fondos, hacia una nueva competición de reducir precios y servir a los intereses de los compradores de fondos. Pero es imposible imaginar que la enorme brecha entre los costes totales del

fondo indexado y los costes totales del fondo medio de renta variable —una brecha que ha alcanzado ahora unos 2,5 puntos porcentuales por año— se reducirá significativamente. E incluso si la brecha se redujera a la mitad —lo cual solo sucederá (usando una maravillosa metáfora campestre para lo inconcebible) cuando los cerdos silben—, el fondo clásico seguirá siendo la inversión que hay que elegir.

Tampoco hay garantía de que los inversores en fondos continúen sufriendo esas pérdidas adicionales de 3 puntos porcentuales de rentabilidad al año en que han incurrido en el pasado debido a las penalidades gemelas de la elección de momentos de mercado y la selección de fondos. Sin embargo, si los inversores finalmente se dan cuenta del error en su proceder, el impacto de sus contraproducentes emociones podría reducirse sustancialmente en los próximos años. En algún momento, después de todo, los inversores listos deben darse cuenta por sí mismos de que invertir dinero en fondos calientes en mercados calientes, y sacar el dinero de esos fondos cuando se enfrían, con frecuencia en mercados fríos, es un juego de perdedores.

Por el otro lado, con la locura en la negociación de ETF, la brecha incluso podría aumentar. En cualquier caso, parece escrito en piedra que seguirá existiendo una brecha sustancial entre la rentabilidad conseguida por los inversores en fondos y las rentabilidades comunicadas por los propios fondos. Si cuentas con una reversión sustancial de esa tendencia, simplemente te advertiría: *no cuentes con ello*.

Pero por encima de todo, confío en el éxito de largo plazo que le espera a la inversión sólida en negocios a través del fondo indexado clásico y a los que invierten en este, porque virtualmente todo el caso que presento se basa en «las implacables reglas de la humilde aritmética». Para que no las olvidemos, déjame llevarte de nuevo a través de estas normas de sentido común:

1. En el largo plazo, las rentabilidades de la bolsa las crean las rentabilidades de las inversiones reales conseguidas por las empresas reales, la rentabilidad anual por dividendo de las

corporaciones cotizadas de Estados Unidos más el posterior crecimiento de los beneficios.

2. En el corto plazo, las rentabilidades especulativas ilusorias, causadas por el impacto del cambio en la cantidad que los inversores están dispuestos a pagar por cada dólar de beneficio empresarial, pueden aumentar o reducir la rentabilidad de las inversiones. Pero en el largo plazo, el impacto de la rentabilidad especulativa se anula.

QED[*] 1: En la inversión, la estrategia ganadora para cosechar las recompensas del capitalismo depende de poseer empresas, no de comprar y vender acciones.

3. Los negocios individuales van y vienen. Dado el ritmo rápido de cambio tecnológico al que nos enfrentamos hoy en día, junto con la potente nueva competencia global, la tasa de fracasos de las corporaciones individuales es poco probable que caiga y perfectamente puede aumentar.

La mejor protección para los inversores individuales frente a los riesgos inherentes a las acciones individuales es la diversificación más amplia posible.

QED 2: Poseer un grupo diversificado de empresas a través de un fondo indexado de todo el mercado es una estrategia consumada de reducción del riesgo. (Los riesgos económicos amplios para los beneficios empresariales y los dividendos, sin embargo, no pueden eliminarse mediante la diversificación.)

4. Como grupo, todos los inversores en la bolsa ganan sus rentabilidades brutas. Cuando el mercado provee una rentabilidad del 8 por ciento, los inversores se llevan una rentabilidad de un 8 por ciento (antes de tener en cuenta los costes). ¿Qué novedad hay?
5. Mientras que los inversores ganan toda la rentabilidad del mercado, no capturan toda la rentabilidad del mercado. En lugar de eso, capturan la rentabilidad del mercado solo después de que se deduzcan los costes de intermediación: comisiones, honorarios de gestión, costes de comercialización, comisiones de suscripción,

gastos administrativos, gastos legales y honorarios de custodia, etc. Los impuestos innecesarios aumentan la brecha.

QED 3: La rentabilidad bruta de mercado, menos los costes, es igual a la rentabilidad neta para los inversores como grupo. (De nuevo, recuerda a la familia Gotrocks.)

Déjame recordarte de nuevo las «4 E» (por sus primeras letras en inglés) sobre las que leíste en el capítulo cinco: los dos mayores enemigos del inversor en renta variable son los gastos y las emociones. En ese contexto, el fondo indexado es la inversión que hay que elegir porque todas las demás opciones tienen serios problemas. Estos problemas comienzan con los costes extremadamente altos que aplastan la capacidad de todos los gestores de fondos salvo los más habilidosos (o más afortunados) de superar el fondo indexado. Pero no termina ahí, pues la industria de los fondos de inversión ha creado para sí misma otros problemas que son absolutamente contraproducentes para los intereses de los inversores que busca servir.

El sentido común sugiere que los accionistas deberían controlar sus fondos

Estos problemas incluyen:

- La propia estructura de la industria, en la que los gestores controlan los fondos que sirven bajo contrato. Los propios fondos de inversión están obligados por la Ley a ser gobernados por un consejo de administración que incluya una mayoría de miembros independientes no afiliados con la gestora. Mientras que el sentido común sugiere que los propietarios del fondo deberían ir en el

asiento del conductor de las operaciones del fondo, han sido enviados al remolque, esencialmente sin voz y sin poder.

- La motivación principal de los gestores de fondos es la de aumentar el volumen de activos, parece que por encima de todo, simplemente porque acumular activos sobre activos resulta en honorarios acumulados sobre honorarios. Pero los registros demuestran que cuando los fondos de pequeño y mediano tamaño aprovechan su flexibilidad y logran generar rentabilidades excepcionales, atraen inmensos flujos de efectivo y se convierten en fondos gigantes que son torpes e inflexibles, limitados a una rentabilidad similar a la de la bolsa (antes de costes), amarrados a la tierra, como Gulliver.
- El culto del «gran dios cuota de mercado», que exige comercialización agresiva y costosa, esfuerzos promocionales y publicitarios no solo para construir los fondos existentes (más fácil de hacer con los fondos que han provisto rentabilidades superiores en el pasado), sino para lanzar nuevos fondos con cada cambio en el ecosistema del mercado. Y así tuvimos fondos «go-go» en los años sesenta; fondos de las «nifty fifty» (acciones de crecimiento demostrado) en los años setenta; fondos «deuda pública-plus» en los años ochenta; y fondos de la «nueva economía» (notablemente en tecnología, telecomunicaciones o acciones de internet) a finales de los noventa. Hoy en día, los favoritos del público incluyen fondos inmobiliarios, fondos de mercados emergentes y fondos de materias primas. Y hemos añadido un estímulo completamente nuevo: la posibilidad de negociar estos fondos «durante todo el día, en tiempo real» a través de los cada vez más populares ETF.

No hay negocio que pueda desoír permanentemente los intereses de sus clientes. La industria de fondos pudo hacer eso durante los años ochenta y los noventa solo porque fue bendecida con el potente viento favorable de los mercados financieros que proveyeron las rentabilidades más altas de toda la historia: 18 por ciento para las acciones, un 80 por ciento por encima de la media a largo plazo del 10 por ciento; 10 por ciento para los bonos, un

ciento por ciento por encima de la media de largo plazo del 5 por ciento. Pero mientras que los inversores parecían dispuestos a aceptar la pérdida de unos cuantos puntos porcentuales de esas enormes rentabilidades (si es que eran conscientes del impacto de los costes totales), seguramente no aceptarán una pérdida similar en un entorno de rentabilidades drásticamente menores para acciones y bonos que parece seguro en los próximos años. Y cuando los inversores empiecen a apoyarse en una medida de referencia basada no en rentabilidades nominales, sino en rentabilidades reales, se volverán incluso más escépticos sobre la capacidad de la industria de los fondos para servir a sus intereses.

Ningún negocio puede desoír permanentemente los intereses de sus clientes.

A la industria de fondos, finalmente, le saldrá el tiro por la culata, un resultado creado por la mezcla letal de una estructura de gobernanza fallida junto con una misión sectorial fracasada. Su incesante afán por construir enormes cantidades de activos gracias a campañas de comercialización oportunistas y aventurerismo de «nuevo producto», unido todo esto a costes que no pueden recuperarse mediante un rendimiento superior. En un mundo brutal poblado por gestores de inversiones listos, entrenados, experimentados y profesionales que compiten unos con otros, los gestores como grupo están inevitablemente condenados a las rentabilidades medias antes de costes; y después de que se deduzcan los costes, están destinados a ser perdedores. La aritmética es indiscutible.

«Recuerda, oh extranjero, que la aritmética es la primera de las ciencias.» La industria de los fondos de inversión ha olvidado esa regla simple. Salvo que cambie, la industria comenzará una larga decadencia, condenada a su destino por su voluntad, incluso su ansia, de ignorar las implacables reglas de la humilde aritmética. Conforme más y más

inversores se den cuenta de la perogrullada de estas humildes realidades, el fondo indexado de gestión pasiva está destinado a convertirse en un competidor incluso más formidable para sus rivales gestionados activamente.

No tienes por qué creerme a mí

Atiende a las palabras de **David Swensen**, director de inversiones de la Universidad de Yale: «Invierte en fondos indexados de baja rotación y gestión pasiva [...] y mantente alejado de las gestoras ávidas de lucro [...]. La industria de los fondos de inversión es un fracaso colosal [...] como resultado de su explotación sistemática de los inversores individuales [...] mientras los fondos extraen enormes sumas de los inversores a cambio de un mal servicio [...]. Los honorarios de gestión excesivos pasan factura, y los beneficios de los gestores predominan sobre la responsabilidad fiduciaria».

Holman Jenkins, Jr., del *Wall Street Journal*, se pregunta: «¿Seguirán los clientes apoyando la enorme estructura necesaria para sostener la ineficiente e improductiva elección de valores en un conjunto de miles de fondos individuales dedicados a cada “estilo” de inversión y sector económico o subgrupo regional que se le ocurra a cualquier idiota de marketing? No es probable. Una sacudida brutal se acerca y una de sus revelaciones será que la elección de valores es pieza del puzle enormemente sobrevalorada, que el control de costes es lo que distingue a una firma competitiva de una que no lo es».

La labor investigadora del premio Nobel de Economía y catedrático de Princeton **Daniel Kahneman** explica que los inversores son propensos al exceso de confianza, y que el exceso de confianza nos hace malinterpretar la información y dejar que nuestras emociones nublen nuestro juicio. En lo que a inversiones se refiere, «no trato de ser inteligente en absoluto. La idea de que podría ver lo que nadie más puede es una ilusión». Así que se limita a invertir en, sí, fondos indexados.

Pero para una prosa simple, lee este inconfundible respaldo de **Warren Buffett**: «Al invertir periódicamente en un fondo indexado, el inversor que no sabe nada puede superar perfectamente a la mayoría de los profesionales de las inversiones. Paradójicamente, cuando el dinero “tonto” admite sus limitaciones, deja de ser tonto [...]. Esos fondos indexados de muy bajo coste [...] favorecen al inversor por definición y son la mejor selección para la mayoría de los que desean invertir en acciones».

Capítulo dieciocho

¿Qué debo hacer ahora?

Dinero de juguete, dinero de verdad y estrategia de inversión

MUY EN EL FONDO, PERMANEZCO absolutamente confiado en que la inmensa mayoría de las familias estadounidenses estarán bien servidas invirtiendo sus carteras de renta variable en un fondo indexado que represente a toda la bolsa estadounidense y sus carteras de renta variable en fondos indexados que representen a todo el mercado de bonos estadounidense. (Los inversores en los tramos fiscales altos, sin embargo, querrían invertir en un fondo cuasiindexado de muy bajo coste de bonos municipales de alta calificación y plazo medio de vencimiento.) Puede que esa estrategia de invertir primordialmente en fondos indexados no sea la mejor estrategia jamás pensada, pero el número de estrategias de inversión peores es infinito. El fundamento de una cartera invertida al ciento por ciento en fondos indexados sigue siendo sólido como una roca. Es todo sentido común.

Puede que la estrategia de invertir solo en fondos indexados no sea la mejor estrategia jamás pensada, pero el número de estrategias de inversión peores es infinito.

Pero también temo, de nuevo muy en el fondo, que muy pocos inversores seguirán ese planteamiento —la esencia de la simplicidad— para toda su cartera de inversiones. Ya debes de estar agotado del incesante martilleo de mi tema de que la simplicidad es la respuesta y la complejidad simplemente no funciona. Pero nosotros los inversores parecemos demasiado predispuestos a ignorar las verdades descritas en este libro. En lugar de los fondos indexados, optamos costosos fondos de gestión activa y operamos con ellos en exceso. ¿Por qué? Estamos vendidos en fondos más a menudo que los compramos. Tenemos demasiada autoconfianza. Ansiamos la excitación. Sucumbimos a la distracción de la bolsa. No comprendemos la aritmética de la inversión ni la aritmética de los fondos de inversión.

No puedo decirte si apostando por un gestor en particular que sigue una estrategia de inversión activa ganarás o perderás en el futuro. Pero puedo garantizarte que no ha funcionado muy bien en el pasado. Puedes estar seguro de que hay un montón de gestores y asesores financieros listos, comprometidos y decididos. Y toda la actividad que parece endémica al negocio inversor puede ser excitante y seductora. Pero dicho esto, no hay recetas infalibles para el éxito en la inversión; riqueza sin riesgo, por así decirlo. *Simplemente no es una expectativa realista.* No obstante, construir una cartera de inversión puede ser excitante, y probar remedios modernos para problemas antiguos deja que ejercites tu espíritu animal. Si ansías excitación, te animaría a que hicieses exactamente eso. La vida es corta. ¡Si quieres pasártelo bien, hazlo! *Pero no con un céntimo más del 5 por ciento de tus activos de inversión.*

Esa puede ser tu cuenta de «dinero de juguete». Pero al menos el 95 por ciento de tus inversiones debería estar en tu cuenta de «dinero de verdad». Ese núcleo de tu programa de ahorro e inversión debería consistir al menos en un 50 por ciento en fondos indexados, de ahí a un ciento por ciento. ¿Y qué pasa con la cuenta de «dinero de juguete»? Disfruta del goce del juego y el deleite de la persecución, pero no con el dinero de tu alquiler y

ciertamente no con los fondos para la educación universitaria de tus hijos, ni con los ahorros de la jubilación. Prueba, si quieres, dos o tres estrategias de inversión agresivas. Es probable que aprendas algunas lecciones valiosas, y seguramente no te hará demasiado daño en el corto plazo. Aquí van siete planteamientos para el «dinero de juguete», y mi consejo sobre su uso:

1. ¿Acciones individuales? *Sí*. Elige unas pocas. Escucha a los promotores. Escucha a tu agente de bolsa o asesor. Escucha a tus vecinos. Caramba, escucha incluso a tu cuñado.
2. ¿Fondos de inversión de gestión activa? *Sí*. Pero solo si son gestionadas por gestores propietarios de su propia firma, que sigan filosofías características, y que inviertan para el largo plazo, sin intentar replicar la referencia. (¡No te decepciones si los fondos gestionados pierden frente al fondo indexado en al menos un año de cada tres!)
3. ¿Fondos de «indexación vergonzante» cuyas rentabilidades están estrechamente ligadas a las rentabilidades de la bolsa e incurren en costes excesivos? *No*.
1. ¿Fondos cotizados? ¿Los que siguen a sectores industriales definidos que excluyen el campo en que el cabeza de familia se gana la vida? *Quizá*. ¿Los que invierten en la cartera indexada clásica? *Sí*. Pero en la cuenta de «dinero de verdad». En cualquier caso, no especules con los ETF. Invierte en ellos.
2. ¿Fondos de materias primas? *No*. Por supuesto, habrá burbujas de materias primas que te atraerán solo después de que se hayan inflado hasta proporciones absurdas. Pero a diferencia de las acciones y los bonos, las materias primas no tienen fundamentales que las apoyen (ni beneficios y dividendos ni pagos de intereses).
3. ¿Fondos de cobertura? *No*. Demasiado bombo. Demasiada dispersión de rendimiento entre ganadores y perdedores. Demasiadas estrategias diferentes. Demasiados gestores exitosos que no querrán aceptar tu dinero. Demasiado coste y muy poca

eficiencia fiscal. Los honorarios de gestión son tan altos que con frecuencia destruyen incluso la pequeña posibilidad que tienes de ganar. (Se dice que el fondo de cobertura no es una estrategia de inversión sino una estrategia de compensación.)

4. ¿Fondos de fondos? *No. De verdad, no.* Si un fondo de cobertura normal ya es demasiado caro, tan solo imagina un fondo de fondo de cobertura que cargue otra capa entera de gastos.

En tu cuenta de «dinero de verdad», entre un 50 y un 95 por ciento en fondos indexados clásicos. En tu cuenta de «dinero de juguete», ni un céntimo más del 5 por ciento.

Si te decides a tener una cuenta de «dinero de juguete», asegúrate de medir tus rentabilidades después de un año, después de cinco y después de diez. Luego, compara esas rentabilidades con las que has conseguido en tu cuenta de «dinero de verdad». Apuesto que tu «dinero de verdad» ganará por goleada. Si pasa eso, puedes decidir entonces si toda esa diversión fue una compensación adecuada por la riqueza potencial a la que has renunciado.

La diversión, finalmente, puede ser un buen propósito para tu cuenta de «dinero de juguete». Pero ¿cómo, te preguntas, debes invertir tu cuenta de «dinero de verdad», entre el 50 y el 95 por ciento de tus activos de los que ahora dependes, o algún día dependerás, para tu jubilación? *Utiliza una estrategia de fondos indexados.* Incluso mejor, utilízala para el ciento por ciento de tus activos.

El hecho de que es probable que pocos de vosotros lleguéis tan lejos no significa que no sea la mejor estrategia. Aquí, atiende a Warren Buffett: *«La mayoría de los inversores, tanto institucionales como individuales, encontrarán que la mejor manera de invertir en acciones comunes es a*

través de un fondo indexado que cargue honorarios mínimos. Los que siguen este camino es seguro que batirán los resultados netos (después de honorarios y gastos) entregados por la gran mayoría de los profesionales de las inversiones». (No olvides que la indexación es también, para la mayoría de los inversores, la mejor forma de invertir en bonos.)

Estrategias alternativas razonables para complementar los fondos indexados en tu cartera de «dinero de verdad».

Mientras que estoy a favor del clásico y prístino planteamiento de toda la bolsa y todo el mercado de bonos estadounidenses, existen alternativas perfectamente razonables para complementar los fondos indexados en tu cartera de «dinero de verdad». Manteniéndose dentro de unos límites, aquí van algunas variaciones aceptables:[\[24\]](#)

- *Un sabor internacional:* aunque los negocios internacionales suponen más de un 30 por ciento de los ingresos y beneficios de las corporaciones de Estados Unidos, muchos inversores buscan una mayor participación global. Aunque las acciones extranjeras suponen alrededor de la mitad de la capitalización bursátil del mundo, recomiendo que supongan no más del 20 por ciento de tu propia cartera de renta variable. De lejos, la forma más solvente de adquirir esa participación es poseer (¡no hay sorpresa aquí!) un fondo indexado internacional total de bajo coste que replique las rentabilidades de todas las corporaciones no estadounidenses. Una modesta posición en un fondo indexado de bajo coste de mercados emergentes es también un planteamiento razonable, pero asegúrate de entender los riesgos

- *Corta y trocea:* impresionados tanto por el rendimiento de largo plazo (y el rendimiento reciente) de las acciones de valor y de pequeña capitalización, algunos inversores poseen el fondo indexado de todo el mercado (o del S&P 500) como núcleo, y añaden un fondo indexado de valor y un fondo indexado de acciones de pequeña capitalización como satélites. Soy escéptico de que ninguna forma de rendimiento superior dure para siempre. (¡Nada lo hace!) Pero si no estás de acuerdo, no sería descabellado tener, digamos, un 85 por ciento en el núcleo, otro 10 por ciento en valor, y otro 5 por ciento en pequeña capitalización. Pero hacer eso aumenta el riesgo de que tu rentabilidad se quede corta de la rentabilidad de mercado, así que no te pases con esto.
- *Estrategia de bonos:* la cartera de todo el mercado de bonos de Estados Unidos sigue siendo la inversión que hay que elegir. Invierte en bonos corporativos de grado de inversión, títulos respaldados por hipotecas y bonos del Tesoro de Estados Unidos, y tiene un vencimiento de medio plazo en el rango de entre cinco y diez años. Pero todos diferimos en nuestras preferencias de liquidez, requisitos de renta y tolerancia a la volatilidad. Combinar una mezcla de fondos indexados ligados a bonos de corto plazo, de medio y de largo plazo en diversas proporciones es una forma solvente de cumplir con estas preferencias. No recomiendo fondos del mercado monetario en este conjunto (son para los ahorros, no para la inversión), sino que más bien estoy a favor de los bonos de fondos de corto plazo de vencimiento para inversores sesgados hacia una mayor estabilidad de corto plazo en el principal y que a cambio estén dispuestos a aceptar menos durabilidad de los ingresos en el largo plazo.
- *Protección frente a la inflación:* los bonos vinculados a la inflación proveen una excelente protección contra la erosión de largo plazo del poder adquisitivo del dólar, particularmente en las cuentas de imposición diferida. El Tesoro de Estados Unidos ofrece estos bonos en varios plazos de vencimiento, que pagan una tasa de interés

básico (actualmente alrededor del 2,4 por ciento en la obligación del tesoro a diez años) y se ajusta por la inflación (actualmente se espera que se dé alrededor del 2,3 por ciento). Este rendimiento total asciende al 4,7 por ciento, el mismo que el de una obligación del Tesoro normal. La diferencia es que si la inflación sube (o si, por ende, baja), la rentabilidad total que ganes reflejará el cambio. Ya que el valor de la obligación del Tesoro se considera libre de riesgo, no hay necesidad de la diversificación de un fondo indexado. Si prefieres un fondo de renta fija que posea bonos ligados a la inflación, escoge solo los fondos de menor coste (en efecto, una estrategia indexada).

- *Asignación de activos:* ¿Cuánto en acciones? ¿Cuánto en bonos? La asignación de activos se considera casi universalmente el factor más importante de tu rentabilidad inversora de largo plazo. La mayoría de nosotros queremos más acciones cuando somos jóvenes, tener relativamente pocos activos que arriesgar, muchos años para recuperar pérdidas y no depender de los ingresos de las inversiones. Cuando somos más mayores, es probable que prefiramos más bonos. Si hemos planificado inteligentemente e invertido con sabiduría, la acumulación de nuestros activos habrá crecido a un tamaño sustancial. Tenemos mucho menos tiempo de nuestra parte y cuando nos hayamos jubilado nos apoyaremos en nuestras carteras para producir una fuente fija y continua de ingresos. Mi regla general favorita es mantener (aproximadamente) una posición en bonos igual a tu edad —20 por ciento cuando tengas veinte años, 70 por ciento cuando tengas setenta y así sucesivamente— o quizás incluso tu edad menos un 10 por ciento. No hay reglas duras y rápidas aquí. (La mayoría de los expertos piensan que mis pautas son demasiado conservadoras, pero yo soy conservador.)
- *Fondos indexados mixtos:* desde la creación del primer fondo en 1990 (60 por ciento total de bolsa estadounidense, 40 por ciento total de mercado de bonos estadounidense), se han creado muchas variaciones sobre ese tema. Primero llegaron los *fondos de*

estrategia vital, cada uno con una asignación fija que variaba entre aproximadamente un 20 por ciento y un 80 por ciento en acciones (con frecuencia con una asignación moderada a acciones internacionales), y el resto a bonos estadounidenses. Más recientemente, han saltado a la palestra los *fondos objetivo*. Aquí los inversores pueden empezar con una asignación apropiada a su edad, que cambia gradualmente hacia una asignación más conservadora conforme se acercan a la edad de jubilación que han fijado. Ese reequilibrio gradual tiene bastante sentido. Esencialmente, tu estrategia de asignación va con el piloto automático durante tu vida. La forma más efectiva de implementar esta estrategia es a través de fondos objetivo que inviertan en fondos indexados de renta variable y renta fija. Una estrategia de este tipo es probable que esté exenta de preocupaciones (incluso puede que sea aburrida), al igual que es probable que sea enormemente productiva. El fondo indexado es especialmente importante hoy en día en tu estrategia de asignación de activos. Con la *prima de riesgo para las acciones* —el diferencial entre la rentabilidad potencial de las acciones (aproximadamente un 7 por ciento por año) y la rentabilidad potencial del bono de Tesoro de Estados Unidos a diez años (ahora en menos del 5 por ciento)— en solo un 2 por ciento, puedes comerte el pastel y tenerlo también, pues los fondos indexados pueden entregar virtualmente toda esa prima a los inversores. En cambio, incluso costes tan bajos como el 2 por ciento al año para un fondo de renta variable de gestión activa borrarían por completo toda la prima. Bajo estas circunstancias, por ejemplo, un inversor en fondos con un 75 por ciento en acciones en un fondo de gestión activa y un 25 por ciento en bonos ganaría una rentabilidad anual del 5 por ciento por año. Pero un inversor en un fondo de renta variable de gestión pasiva, que siguiera una estrategia más conservadora del 50/50, ganaría un 6 por ciento. *Un 20 por ciento más de rentabilidad con un 33 por ciento menos de riesgo parece una oferta demasiado buena como para rechazarla.*

A pesar de la inevitable incertidumbre en medio de la eternamente densa niebla que rodea el mundo de la inversión, todavía sabemos mucho.

Mientras buscas el éxito en las inversiones, date cuenta de que nunca sabemos cuáles serán las rentabilidades que las acciones y bonos entregarán en los años por venir, ni las rentabilidades futuras que podrían conseguirse con alternativas a la cartera indexada. Pero ánimo. A pesar de la inevitable incertidumbre en medio de la eternamente densa niebla que rodea al mundo de la inversión, todavía sabemos mucho. Piensa tan solo en estas realidades de sentido común:

- *Sabemos* que debemos empezar a invertir en el momento más temprano posible, y continuar invirtiendo regularmente desde entonces en adelante.
- Sabemos que invertir conlleva riesgo. Pero también sabemos que no invertir nos condena al fracaso financiero.
- Conocemos las fuentes de rentabilidades en los mercados de acciones y bonos, y ese es el principio de la sabiduría.
- Sabemos que el riesgo de seleccionar valores específicos, al igual que el riesgo de seleccionar tanto gestores como estilos de inversión, puede ser eliminado por la diversificación total ofrecida por el fondo indexado clásico. Solo permanece el riesgo de mercado.
- Sabemos que los costes importan, irresistiblemente en el largo plazo, y sabemos que debemos minimizarlos. (También sabemos que los impuestos importan, y que estos, también, deben minimizarse.)
- Sabemos que ni batir el mercado ni elegir exitosamente los momentos de entrada en el mercado pueden generalizarse sin

autocontradicción. *Lo que puede funcionar para unos pocos no puede funcionar para muchos.*

- Sabemos que las clases alternativas de activos como los fondos de cobertura no son realmente alternativos, sino simples fondos de capital que invierte —o sobreinvierten o desinvierten— en las mismas acciones y bonos que forman la cartera del inversor típico.
- Finalmente, *sabemos* lo que *no* sabemos. Nunca podremos tener la certeza de cómo será nuestro mundo mañana, y sabemos menos aún sobre cómo será dentro de una década. Pero con una asignación de activos inteligente y elecciones de inversiones sensatas, estarás preparado para los inevitables baches a lo largo del camino y deberías deslizarte sobre ellos.

Nuestra tarea sigue siendo: ganar nuestra parte alícuota de cualquier rentabilidad que nuestras empresas sean lo bastante generosas como para proveer en los años venideros. Eso, para mí, es la definición de éxito inversor. El fondo indexado clásico es la única inversión que garantiza la consecución de esa meta. No te cuentes entre los perdedores que no superarán la bolsa. Serás un ganador si sigues las directrices de simple sentido común que hay en este *Pequeño libro*.

No tienes por qué crearme a mí

Las ideas en este capítulo de cierre parecen de sentido común para mí, y quizá te parezcan de sentido común a ti también. Pero si tienes alguna duda, escucha su eco en estas palabras de **Clifford S. Asness**, socio director de AQR Capital Management: «Sabemos básicamente cómo invertir. Una buena analogía son las dietas y los libros de dietas. Todos sabemos cómo perder peso y conseguir estar en mejor forma: comer menos y ejercitarse más [...] eso es *simple*, pero no es *fácil*. Invertir no es diferente [...]. Algunos consejos simples, pero no fáciles, para la buena inversión y la planificación financiera en general incluyen: diversifica ampliamente [...], mantén los costes bajos [...], reequilibra de forma disciplinada [...], gasta menos [...], haz menos suposiciones heroicas sobre las rentabilidades futuras [...], cuando algo te parezca un almuerzo gratuito asume que no es gratis salvo que te presenten argumentos muy convincentes, y después vuelve a comprobar [...] deja de seguir la bolsa [...] trabaja menos en invertir, no más [...]. De manera verdaderamente hipocrática: ¡no hagas daño! No necesitas una bala mágica. Poco puede cambiar el hecho de que las rentabilidades esperadas actuales para un amplio conjunto de clases de activo sean bajas respecto a las históricas. *Cíñete a lo básico con disciplina*».

La sabiduría de Cliff Asness es, de hecho, antigua. Piensa en estas reflexiones de **Benjamin Franklin** el maestro del sentido común y la simplicidad: «Si fueras rico, piensa en ahorrar al igual que en obtener [...]. Recuerda que el tiempo es dinero [...]. Ten cuidado con los pequeños gastos; una pequeña vía puede hundir un gran barco [...]. El que quiera pescar peces, tiene que arriesgar su cebo [...]. Los grandes patrimonios pueden aventurar más pero los barcos pequeños deben permanecer cerca de la orilla [...]. Es fácil ver, difícil prever [...]. Industria, perseverancia, y frugalidad hacen que la fortuna rinda».

Las ideas simples de este capítulo funcionan en verdad. Hace unos cuantos años, recibí esta carta de un accionista de Vanguard con participaciones en nuestro 500 Index Fund y Total Stock Market Index Fund, varios de nuestros fondos de renta variable de gestión activa fondos de bonos gravables y libres de impuestos, y una lista diversificada de acciones individuales.

«Compré la mayoría de mis acciones cuando usted era presidente. Tengo ahora ochenta y cinco años y nunca he ganado más de 25.000 dólares al año. Empecé invirtiendo en 1974 con 500 dólares. Solo he comprado, nunca vendido. Recuerdo que cuando las cosas no iban bien, su consejo fue “mantén el rumbo”. Adjuntó una lista de sus inversiones al comienzo de 2004: *Valor Total, 1.391.407 dólares.*»

Como indexador acérrimo, por supuesto, pienso que el fondo indexado clásico debe ser el núcleo de esa estrategia ganadora. Pero ni incluso yo habría tenido la temeridad de decir lo que el doctor **Paul Samuelson** dijo en un discurso a la Sociedad de Analistas Financieros de Boston en otoño de 2005: «La creación del primer fondo indexado por John Bogle fue el equivalente a la invención de la rueda y el alfabeto». Esos dos elementos esenciales de nuestra existencia que damos por sentados cada día han resistido la prueba del tiempo. Como lo hará el fondo indexado clásico.

Agradecimientos

AL ESCRIBIR ESTE LIBRO, he recibido un apoyo increíblemente valioso del todo el personal (tres personas) del Centro Bogle para la Investigación de los Mercados Financieros, la unidad apoyada por Vanguard que empezó formalmente sus actividades a comienzos del año 2000.

Quiero expresar un agradecimiento especial al asistente de la Presidencia Kevin P. Laughlin, que se unió al equipo en 1999 y está entre los de mayor tiempo de servicio de entre los trece asistentes que han trabajado conmigo a lo largo de los años, remontándonos hasta 1960. Kevin ha hecho casi de todo menos escribir este libro: investigar los temas, desarrollar datos, comprobar las fuentes, ayudar a editar el texto, trabajar con la editorial. Lo ha hecho no solo con excelencia sino con una paciencia y una ecuanimidad que han de verse para creerse.

Emily Snyder, mi secretaria de dirección durante diecisiete años ya (y con veintidós años de servicio en el equipo de Vanguard), ha sido también de enorme ayuda, con una habilidad extraordinaria, una elegancia constante, e infalible buen humor. Aunque pienso que dio un respingo cuando le dije que, sí, escribiría mi sexto libro (y solo unos pocos meses después de la publicación del número cinco, *The Battle for the Soul of Capitalism*), ella ha convertido mis escritos garabateados en pilas de páginas legales en un texto bellamente presentado, y me ha soportado pacientemente en las ocho correcciones que no puedo evitar hacer, todas ellas en busca de un texto claro, preciso, lógico y agradable para el lector.

Aunque Sara Hoffman es nueva en nuestro pequeño grupo, ella, también, hizo su parte de interminable tecleo y reteteo, ajustando el ritmo de mi escritura al frenético ritmo de nuestra actividad, también con habilidad, paciencia y buen humor.

Debería señalar que asumo la plena responsabilidad de las fuertes opiniones expresadas en este *Pequeño libro*. Estas opiniones no representan necesariamente las opiniones de la dirección actual de Vanguard. Sigo estando profundamente dedicado a Vanguard y a los miembros de su equipo, y continúo «trabajando, pase lo que pase» en la promoción de los valores en los que invertí en la firma cuando la fundé en 1974, y durante los veinticinco años en los que he servido como consejero delegado, después presidente, y después presidente de honor.

Notas

[1] Tengamos en cuenta que un índice puede también construirse a partir de bonos y el mercado de bonos, o incluso de clases de activo de «camino menos transitado» como las materias primas o los bienes raíces. Hoy día, si quisieras, podrías literalmente invertir todo tu patrimonio en un conjunto diversificado de fondos indexados que representaran clases de activo dentro de Estados Unidos o de la economía mundial.

[2] Estas capitalizaciones se miden en dólares nominales, sin ajustar por la pérdida de largo plazo de su poder de compra, que promedia alrededor de un 3 por ciento al año desde el comienzo del siglo XX. Si utilizáramos dólares (ajustados por la inflación), la rentabilidad baja del 9,5 al 6,5 por ciento. Como resultado de esto, las capitalizaciones de una inversión inicial de 1 dólar serían 1,88 dólares, 3,52 dólares, 6,61 dólares, 12,42 dólares, y 23,31 dólares para los periodos respectivos.

[3] La expresión «destrucción creativa» fue acuñada por Joseph E. Schumpeter en *Capitalismo, socialismo y democracia* (Indómita, 2015).

[4] Para complicar un poco más el asunto, la familia Gotrocks también compraba las nuevas ofertas públicas de venta de títulos que se emitían cada año.

[5] Pero seamos justos. Si aplicamos el interés compuesto, no a la rentabilidad nominal del 9,5 por ciento sino a la real (después de la inflación) del 6,5 por ciento, la capitalización crece hasta los 793 dólares. Pero aumentar la riqueza real en cerca de 800 veces no es moco de pavo.

[6] Los cambios en los tipos de interés también tienen un impacto, a pesar de lo irregulares que pueden ser, en el múltiplo de precio sobre beneficios. Así que estoy simplificando un poco aquí.

[7] No estoy solo. No conozco a nadie que lo haya hecho exitosamente, o incluso a nadie que conozca alguien que lo haya hecho. De hecho, setenta años de investigación financiera demuestran que nunca nadie lo haya conseguido.

[8] Guillermo de Occam lo expresó más elegantemente: «Los entes no deberían multiplicarse innecesariamente». Pero el mensaje es inconfundible.

[9] El índice S&P incluía en un inicio solamente noventa compañías; alcanzó las quinientas en el año 1957.

[10] Bueno, quizás un comentario sí que requiere. De los 360 fondos de inversión en acciones que existían entonces, solo han sobrevivido 211.

[11] No he tenido en cuenta el coste de oportunidad oculto que pagan los inversores en fondos. La mayoría de los fondos de acciones mantienen alrededor de un 5 por ciento de los activos en reservas de efectivo. Si las acciones consiguen una rentabilidad del 10 por ciento y estas reservas de efectivo consiguen un 4 por ciento, ese coste añadirá otro 0,30 por ciento al coste anual (5 por ciento multiplicado por el diferencial en beneficios del 6 por ciento).

[12] Si un fondo de 100 millones de dólares consigue una rentabilidad del 30 por ciento durante un periodo dado del año y se compran acciones del fondo por valor de 1.000 millones de dólares el último día del año, la rentabilidad media obtenida por el inversor sería tan solo del 4,9 por ciento.

[13] Una estimación de la brecha se basaba en la diferencia entre la rentabilidad ponderada por el tiempo de los 200 mayores fondos de inversión en 1999 y sus rentabilidades reales ponderadas por el dinero durante el mismo periodo.

[14] Alrededor de la mitad de las acciones de los fondos de inversión son propiedad de inversores individuales en cuentas de inversión plenamente gravables. La otra mitad se invierte a través de cuentas sujetas a imposición diferida como las cuentas individuales de jubilación (IRA por sus siglas en inglés) y planes corporativos de ahorro, inversión y participación en los beneficios. Si tus inversiones en fondos se encuentran únicamente en esta última categoría, no hace falta que te preocupes con lo que se comenta en este capítulo.

[15] El fondo indexado estaría sujeto a impuestos sobre cualquier plusvalía realizada cuando se liquiden las acciones. Pero para un inversor que legue acciones a sus herederos, el coste sería «reevaluado» a su valor de mercado en la fecha de la muerte y no se reconocería ni gravaría ninguna plusvalía.

[16] Algo más que una salvedad técnica: debido a la emisión de nuevas acciones en ampliaciones de capital por parte de las empresas, se estima que la tasa de crecimiento de los beneficios empresariales por acción está desfasada respecto al crecimiento de los beneficios empresariales agregados en hasta 2 puntos por año.

[17] Título en inglés de un provocador libro de Nassim Nicholas Taleb. (Publicado en castellano como *¿Existe la suerte?*)

[18] Para ser justo, en 2002 Morningstar cambió el fundamento de su sistema de calificación para reflejar el rendimiento frente a competidores con objetivos similares, en lugar de los fondos como grupo. El rendimiento relativo de los fondos de cuatro y cinco estrellas ha mejorado desde entonces.

[19] Nunca sabremos lo que hubiera pasado de haber continuado el concurso. Pero la cuestión es que *The Times* lo eliminó justo en el techo del mercado alcista, y en un momento triunfal para el fondo indexado. Desde entonces, el fondo indexado, como el propio mercado, se ha mantenido a duras penas. En tanto que no sabremos si los asesores hubieran cambiado sus carteras, podemos calcular cómo lo han hecho desde 2000 los fondos en que estaban invertidos entonces. Dos asesores lo hicieron considerablemente mejor que el fondo indexado en ese periodo posterior; uno lo hizo peor, y otro aproximadamente igual. (Los resultados del quinto asesor no pueden medirse, porque dos de los fondos en su cartera dejaron de existir.) A pesar de esta típica reversión a la media, el fondo indexado mantuvo su superioridad para la totalidad del periodo, con un beneficio final de 131.800 dólares en comparación con los 117.000 dólares para la cartera de fondos del asesor medio, y que sobrepasa los resultados de tres de los restantes asesores.

[20] Básicamente, una simulación Montecarlo toma todas las rentabilidades mensuales conseguidas por las acciones a lo largo de un periodo extenso —incluso un siglo entero—, las aplica aleatoriamente y luego computa las tasas anuales de rentabilidad generadas por cada una de las miles de carteras hipotéticas.

[21] Pido disculpas por usar los fondos de Vanguard para los ejemplos de índices de mercado. Pero existen pocos bonos de fondos aparte de estos en estas categorías que implementen estrategias de indexación o similares, y literalmente ninguno con menores costes para el inversor individual.

[22] A comienzos de 2007, había 343 ETF en fase de creación, para ser lanzados en breve. Esta estampida sugiere una nueva moda inversora. Las modas de este tipo rara vez han mejorado el bienestar de los inversores.

[23] Es decir, no hay evidencia de que los expertos profesionales consigan rentabilidades mayores que los aficionados individuales, ni que ninguna clase de inversor institucional (por ejemplo, gestores de pensiones o gestores de fondos de inversiones) consiga más que cualquier otra clase.

[24] Debido a limitaciones de espacio, describo cada estrategia de forma somera aquí. Pero el estudio adicional por tu parte será recompensado.

[*] Con «el Oráculo» el autor se refiere a Warren Buffett, el inversor más exitoso de todos los tiempos, presidente y consejero delegado de Berkshire Hathaway, empresa que ha servido de vehículo a sus inversiones y que ha convertido en una de las mayores del mundo por capitalización bursátil convirtiéndose él, al mismo tiempo, en uno de los hombres más ricos del mundo. Se le conoce con el sobrenombre de «El Oráculo de Omaha» por lo acertado de sus predicciones públicas a lo largo de los años. (*N. del t.*)

[*] En jerga bursátil significa alguien que toma decisiones opuestas a las del consenso del mercado.
(*N. del t.*)

[*] Índice que pertenece a una familia de índices de referencia para el mercado de bonos creado por la extinta Lehman Brothers y gestionado actualmente por Barclays. En este caso, mide la evolución del precio de los bonos de plazos intermedios. (*N. del t.*)

[*] En referencia a John Falstaff al personaje creado por William Shakespeare. *(N. del t.)*

[*] Quod erat demonstrandum, o como se quería demostrar. (*N. del t.*)

El pequeño libro para invertir con sentido común

John C. Bogle

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.
Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

Título original: *The Little Book of Common Sense Investing*

© del diseño de la portada, Adaptación de microbiogentleman.com basado en el diseño original de Paul McCarthy, 2016

© John C. Bogle, 2007

© de la traducción, Gustavo Teruel, 2016

© Centro Libros PAPF, S. L. U., 2016
Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPF, S. L. U.
Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)
www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (epub): junio de 2016

ISBN: 978-84-234-2579-2 (epub)

Conversión a libro electrónico: Àtona - Víctor Igual, S. L.
www.victorigual.com

