

Fisher realiza un servicio impagable a los inversores al rebatir tantos mitos destructores de riqueza en una época en la que necesitan toda la ayuda posible.

Steve Forbes, presidente de Forbes Media

EL PEQUEÑO LIBRO



DE LOS
MITOS
DEL
MERCADO

*Cómo evitar cometer los mismos errores
en inversión que los demás*



KEN FISHER
Y LARA HOFFMANS

DEUSTO

Índice

Portada	
Sinopsis	
Portadilla	
Prólogo	
Capítulo 1: Los bonos son más seguros que las acciones	
Capítulo 2: Los atajos en la asignación de activos	
Capítulo 3: Volatilidad y sólo volatilidad	
Capítulo 4: Más volátil que nunca	
Capítulo 5: El santo Grial: preservación de capital y crecimiento	
Capítulo 6: El PIB: la dispar caída de la bolsa	
Capítulo 7: ¡Siempre el 10 por ciento!	
Capítulo 8: Altos dividendos para una renta asegurada	
Capítulo 9: La superioridad permanente de las acciones de valor de baja capitalización	
Capítulo 10: Espera a estar seguro	
Capítulo 11: Las órdenes de stop loss detienen las pérdidas	
Capítulo 12: Un contexto de paro elevado afecta a la Bolsa	
Capítulo 13: El sobreendeudamiento de Estados Unidos	
Capítulo 14: Dólar fuerte, acciones fuertes	
Capítulo 15: Las convulsiones alteran las acciones	
Capítulo 16: Noticias que puedes utilizar	
Capítulo 17: Demasiado bueno para ser cierto	
Agradecimientos	
Notas	
Créditos	

Gracias por adquirir este eBook

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

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

Primeros capítulos
Fragmentos de próximas publicaciones
Clubs de lectura con los autores
Concursos, sorteos y promociones
Participa en presentaciones de libros

PlanetadeLibros

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



Explora

Descubre

Comparte

SINOPSIS

Todo el mundo sabe que un dólar fuerte equivale a una economía fuerte, que los bonos son más seguros que las acciones, que las acciones son más volátiles ahora y que los stop loss son una táctica inteligente que ahorra dinero. . . ¿correcto?

Estos son sólo unos de los cuantos mitos del mercado ampliamente creídos Ken Fisher desmantela en este nuevo libro. Fisher toma cada una de las creencias comunes o de estrategia segura y explica por qué el mito persiste, por qué no funciona y lo perjudicial que puede ser para nuestra salud financiera. Tanto si eres un inversor novato como un veterano, este libro te aporta ideas de gran valor para identificar los errores más importantes que puedes estar cometiendo y te ayudará a ver el panorama más claro para que puedas mejorar tus resultados.

El pequeño libro de los mitos del mercado

Cómo evitar los errores
de inversión que los demás cometen
y sacar provecho de ellos

KEN FISHER
LARA HOFFMANS

Traducido por
Mercedes Vaquero Granados



EDICIONES DEUSTO

Prólogo

ES DURO CUESTIONARSE A UNO MISMO.

Se trata de una de las cosas más difíciles que hacemos (o mejor dicho, que no hacemos). A la gente no le gusta cuestionarse a sí misma. Si nos cuestionamos, podríamos descubrir que estamos equivocados, lo que nos ocasionaría humillación y dolor. Durante milenios los seres humanos evolucionaron para adoptar un gran número de extraordinarias y a menudo irracionales medidas y evitar así el riesgo de sufrir humillación y dolor.

Es probable que estos instintos ayudaran a nuestros remotos ancestros a librarse de que los animales salvajes les hirieran y a impedir que murieran de hambre durante los largos inviernos. Pero cuando se trata de problemas modernos, como los mercados de capital, que suelen comportarse de manera ilógica, a menudo estos instintos bien grabados en nuestro ADN se equivocan.

Suelo decir que a la hora de invertir, el éxito depende dos terceras partes de prevenir errores y una tercera parte de hacer algo bien. Sólo con obviar errores es posible disminuir el porcentaje de equivocación. Eso en sí mismo debería mejorar tus resultados. Si puedes evitar cometer errores y de vez en cuando haces algo bien, lo más probable es que obtengas mejores resultados que la mayoría de la gente. ¡Mejor que muchos profesionales!

Tal vez pienses que es fácil evitarlos. ¡Basta con no cometerlos! De todos modos, ¿quién tiene como objetivo propiciar un error? Pero los inversores no se equivocan porque sepan que son errores. Los cometen porque creen estar tomando decisiones inteligentes. Decisiones que han llevado a la práctica un montón de veces y que han visto tomar a otras personas inteligentes y que admiten que son acertadas porque no las cuestionan.

A fin de cuentas, ¿qué sentido tiene cuestionar algo que «todo el mundo sabe»? ¿O algo que es de sentido común? ¿O algo que has aprendido de alguien supuestamente más inteligente que tú?

Una pérdida de tiempo, ¿no?

¡No! Siempre deberías cuestionar todo lo que crees saber. No una vez, sino cada vez que tomes una decisión en materia de inversión. No es difícil. Bueno, en la práctica no lo es, aunque emocional e instintivamente puede serlo. ¿Qué es lo peor que podría pasar? Descubrir que tenías razón desde el principio, lo que es divertido. No pasa nada. ¡Sin humillación!

O... descubres que estabas equivocado. Y no sólo tú, sino las grandes franjas de población que creen en una falsa verdad; ¡como hiciste tú! Has destapado un mito. Y descubrir que algo que antes considerabas cierto es en realidad una invención te salva de cometer un error potencialmente costoso (o de volver a cometerlo). Eso no es algo humillante, es algo hermoso. Y puede que rentable.

La buena noticia es que una vez que comienzas a cuestionarte, el acto se vuelve más sencillo. Tal vez te parezca imposible llevarlo a cabo. Después de todo, si fuera fácil, ¿no lo haría todo el mundo? (Respuesta: no. La mayoría de la gente prefiere el camino fácil de no cuestionarse nunca y de no resultar humillada.) Pero uno puede cuestionar cualquier cosa, y deberíamos hacerlo. Empieza por preguntarte sobre aquello que lees en los periódicos o escuchas en televisión y con lo que sueles estar de acuerdo. Si asientes con la cabeza, has descubierto una verdad sobre la que es probable que nunca inquiriste demasiado, si es que alguna vez lo hiciste.

Como la creencia casi universal de que una tasa de desempleo elevado es algo económicamente malo y que perjudica a las acciones. No conozco a nadie que diga lo contrario; que un alto índice de paro no ocasione una futura crisis económica. Pero como muestro en el capítulo 12, es probable que el desempleo sea un indicador tardío y rezagado del futuro económico o de la dirección del mercado. Y aunque parezca increíble, las recesiones comienzan cuando el desempleo se encuentra en, o cerca de, un mínimo cíclico, y no a la inversa. Así lo demuestran los datos, cosa que en esencia tiene sentido una vez que uno empieza a pensar como lo haría un consejero delegado (tal como explico en el libro). Éste es un mito que desmonto utilizando referencias

fáciles de conseguir de fuentes públicas. ¡Información universalmente disponible y fácil de recabar! Pero pocas personas cuestionan este mito, de modo que perdura en el tiempo.

Este libro abarca algunos de los mitos del mercado y económicos más extendidos, y que hacen que la gente vea el mundo de forma equivocada, lo que lleva a cometer errores de inversión. Como que Estados Unidos tiene «demasiada deuda», que la edad debería determinar la asignación de activos, que las acciones con altos dividendos pueden rendir unos ingresos seguros para la jubilación, que las órdenes de stop loss detienen en realidad las pérdidas y algunos más. Ya he escrito mucho sobre el tema en varios libros, pero en este reúno los mitos que considero más notorios y profundizo en ellos, utilizo un ángulo diferente o datos actualizados.

También he escrito antes sobre muchos de estos mitos porque la gente los acepta de forma generalizada, rígida y errónea. Creo que volver a escribir aquí sobre ellos no convencerá a muchos (ni siquiera a la mayoría) de que los mitos son engañosos. Preferirán el camino fácil. Y no pasa nada. Porque tal vez tú prefieras la verdad —lo que te dará ventaja—; quizá te inclines por tomar decisiones en materia de inversión basadas en un análisis profundo y/o teoría fundamental, y no en un mito en el que todos creen porque sí.

Cada capítulo del libro está dedicado a un mito determinado. ¡Sigue el orden que quieras! Léelos todos o sólo los que te interesen. En cualquier caso, espero que el libro te ayude a mejorar el resultado de tus inversiones, impulsándote a ver el mundo un poco más claro. Y espero que los ejemplos aquí incluidos te inspiren a realizar cierto trabajo detectivesco por tu cuenta que te lleve a ser capaz de detectar más mitos del mercado.

Percibirás enseguida varias características comunes en todos los capítulos. Un manual práctico para desacreditar mitos, por así decirlo. Mi táctica para desautorizar una y otra vez dichos mitos incluye:

- *Pregúntate si algo es cierto.* El primer paso y el más básico. Si no puedes hacerlo, no podrás pasar a etapas posteriores.
- *Piensa de forma contraintuitiva.* Si «todo el mundo sabe algo», pregúntate si lo contrario también puede ser cierto.

- *Revisa la historia.* Quizá alguien diga que acaba de suceder XYZ, y que eso es malo. O que sería mucho mejor que se produjera ABC. Tal vez sea cierto, tal vez no. Puedes verificar la historia para ver si XYZ condujo fehacientemente a algo malo, o ABC a algo bueno. ¡Cuentas con abundantes datos históricos a tu disposición!
- *Establece algunas correlaciones simples.* Si todo el mundo cree que X causa Y, puedes comprobar si esto es siempre así ya que a veces lo es y a veces no.
- *Escala.* Si alguna cifra parece increíblemente enorme y aterradora, considérala en un contexto adecuado. Tal vez te ayude a reducir el miedo.
- *Piensa globalmente.* La gente suele suponer que Estados Unidos es una isla. No lo es; lo que ocurre fuera de sus fronteras le afecta gravemente. Por no hablar de que los inversores de todo el mundo tienden a presentar los mismos miedos, motivaciones, etc.

Los inversores son víctimas de muchos mitos; no podría cubrirlos todos aquí. Pero si puedes interiorizar la belleza que hay en cuestionarse a uno mismo y el poder que eso proporciona, con el tiempo deberías ser capaz de no caer tanto en mitos nocivos y de obtener mejores resultados a largo plazo. Así que vamos allá.

Capítulo 1

Los bonos son más seguros que las acciones

«Todo el mundo sabe que los bonos son más seguros que las acciones.»

LO HAS OÍDO DECIR tan a menudo que no parece que valga la pena pararse a pensar sobre ello. Con el año 2008 todavía fresco en la mente de la mayoría de los inversores, parece un sacrilegio incluso cuestionarlo. (Otra extraña peculiaridad conductual: las acciones subieron mucho en 2009 y 2010, se estancaron en 2011, y han vuelto a subir en 2012. Pero los malos retornos de cinco años atrás se ciernen mucho más grandes sobre nuestros cerebros que los cuatro años posteriores de rendimientos positivos generalizados.)

Estas creencias extendidas y generalizadas, y universalmente sustentadas, suelen ser aquellas que terminan por estar completamente equivocadas; e incluso pueden ser calificadas de retrógradas.

Adelante. Pregunta: «¿Lo son?».

En un principio, puede parecer intuitivo que los perseverantes bonos sean más seguros que las acciones, con sus bruscas oscilaciones. Pero yo digo que el hecho de considerar a los bonos seguros o no depende de lo que entendamos por «seguro».

No existe ninguna definición técnica; tan sólo un enorme margen de interpretación. Por ejemplo, por «seguro» una persona puede referirse a un bajo nivel de volatilidad esperada a corto plazo. ¡Nada de fluctuaciones! Otra puede pensar que «seguro» quiere decir un aumento de la probabilidad de alcanzar objetivos a largo plazo, lo que tal vez exija un mayor nivel de volatilidad a corto plazo.

También los bonos son volátiles

Con frecuencia la gente comete la equivocación de pensar que los bonos no son volátiles. Eso no es así. También los bonos sufren inestabilidad en los precios. Éstos se mueven en relación inversa a los tipos de interés. Cuando los tipos suben, los precios de los bonos ya emitidos bajan, y viceversa. De modo que de año en año, a medida que las tasas de interés para diferentes clases de bonos se mueven hacia arriba o hacia abajo, sus precios suben o bajan. Algunas categorías de obligaciones son más volátiles que otras —en un determinado ejercicio, los bonos pueden tener retornos negativos—, incluso los del Tesoro estadounidense.

Pero, en general, como categoría más amplia, normalmente, en períodos más cortos, los bonos no son tan volátiles como las acciones.

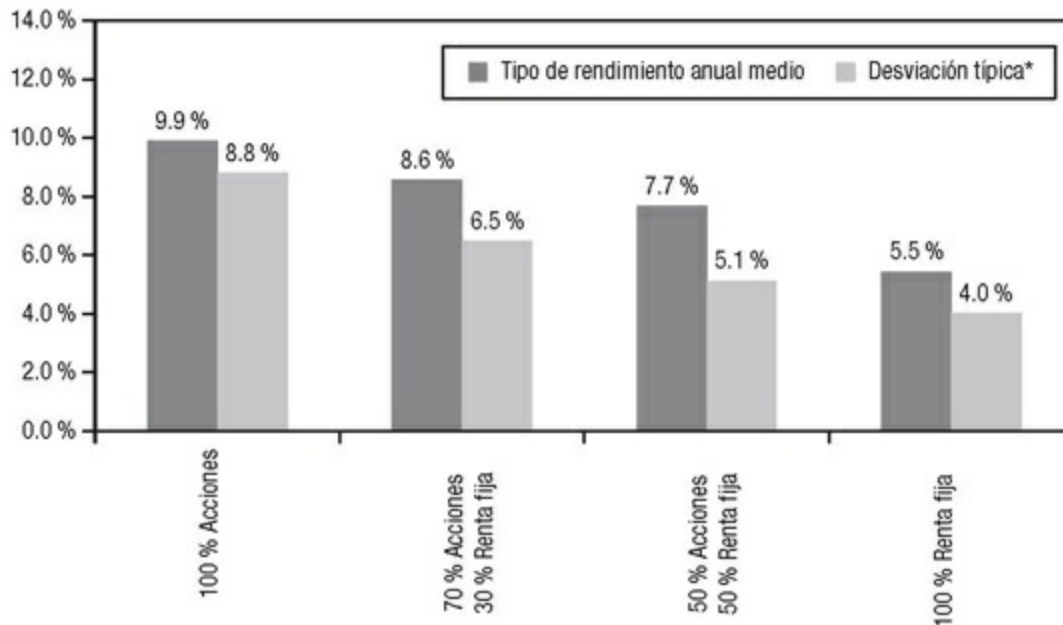
Ésta es una importante salvedad. En períodos más cortos, como un año o incluso cinco, los bonos son menos volátiles. También tienen menor rendimiento previsto. Pero si tu único objetivo es evitar demasiada volatilidad, y no te importa obtener retornos superiores a largo plazo, quizá eso no te importe.

El gráfico 1.1 muestra el tipo de rendimiento anual medio y la desviación estándar (una medida común de volatilidad) a lo largo de períodos de cinco años. Se descompone en una variedad de asignación de activos, entre ellos ciento por ciento acciones, 70 por ciento acciones/30 por ciento renta fija, 50 por ciento/50 por ciento y ciento por ciento renta fija.

Los retornos fueron superiores para quienes decidieron invertir el ciento por ciento en acciones. Y, no es de extrañar, la desviación estándar media fue más alta para estos que para quienes habían decidido invertir en renta fija; lo que significa que en general las acciones fueron más volátiles. Cuantos más instrumentos que generen renta fija en la asignación de activos a lo largo de períodos de cinco años, más baja la desviación estándar media.

Hasta el momento, no he dicho nada que pueda sorprenderte. Todo el mundo sabe que las acciones son más volátiles que los bonos.

GRÁFICO 1.1 Horizonte temporal a cinco años. Volatilidad



*La desviación típica representa el grado de fluctuación en las rentabilidades históricas. En el gráfico esta medida de riesgo se aplica en períodos de cinco años, anualizado.

Fuente: Global Financial Data, Inc., 22/06/2012. Government Bond Index, Estados Unidos. Bonos a 10 años, S&P 500, rentabilidad media para períodos de cinco años del 31/12/1925 al 31/12/2011.¹

¿Son las acciones menos volátiles que los bonos?

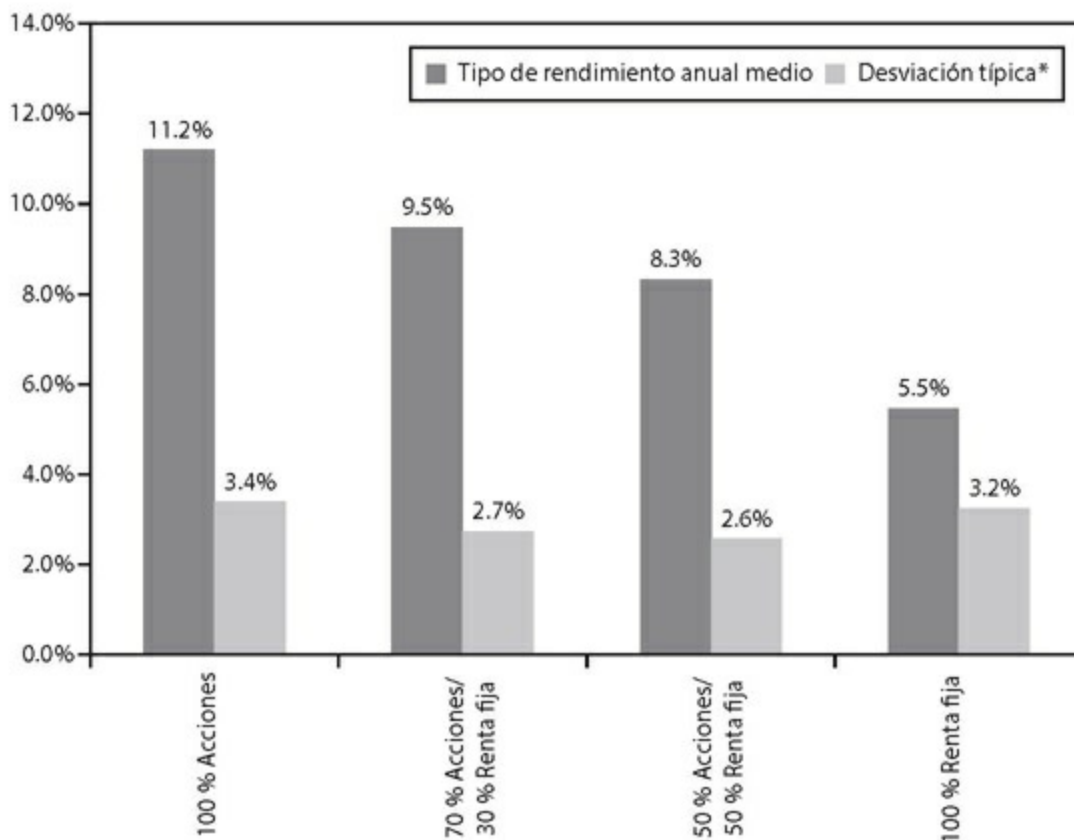
Pero espera, algo pasa si aumentas tu período de observación. El gráfico 1.2 muestra lo mismo que el gráfico 1.1, pero a lo largo de períodos de 20 años. La desviación estándar para una asignación del ciento por ciento en acciones cayó materialmente y fue casi idéntica a la desviación estándar para quien se decantó por una asignación del ciento por ciento en renta fija. Los retornos siguieron siendo superiores para las acciones; pero con parecida volatilidad histórica.

Como se muestra en el gráfico 1.3, se vuelve más pronunciado durante períodos de 30 años. (Si crees que 30 años es un horizonte temporal largo de inversión, lee el capítulo 2 del libro. Los inversores acostumbran dar por sentado un horizonte temporal demasiado corto. Es probable que uno de 30 años no sea algo inadmisibles para la mayoría de los lectores de este libro).

Durante períodos de 30 años, la desviación estándar media para una asignación de activos del ciento por ciento en acciones fue menor que para quienes se decantaron por una asignación del ciento por ciento en renta fija. ¡Las acciones tuvieron la mitad de volatilidad pero retornos mucho mejores!

Día a día, mes a mes y año a año, las acciones pueden experimentar una enorme inestabilidad, con frecuencia mucho más que los bonos. Puede ser emocionalmente duro de experimentar; pero esa alta volatilidad a corto plazo no debería sorprenderte. La teoría financiera dice que debe ser así. Para obtener a largo plazo mayores retornos de acciones por encima de la renta fija, uno debe aceptar un mayor grado de volatilidad a corto plazo. Si año tras año las acciones fueran de media menos volátiles, es probable que sus beneficios sean inferiores. ¡Como el de los bonos!

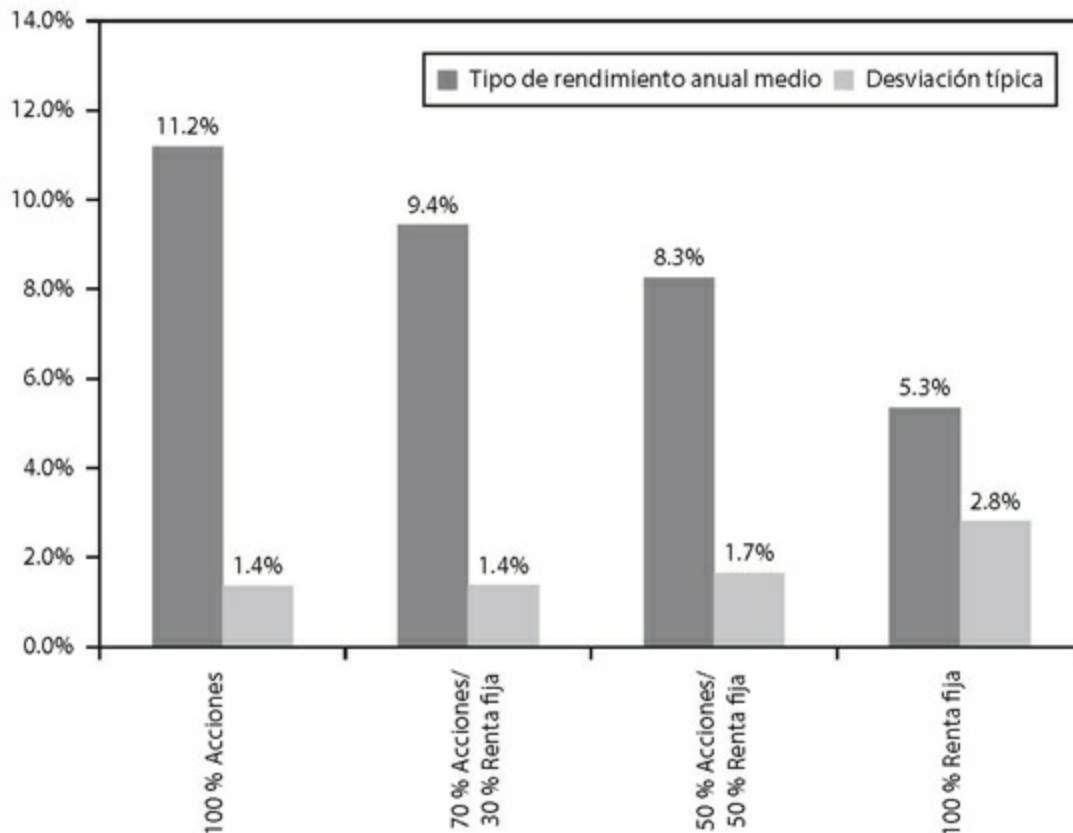
GRÁFICO 1.2 Horizonte temporal a 20 años. Volatilidad



*La desviación típica representa el grado de fluctuación en las rentabilidades históricas. Esta medida de riesgo se aplica en el gráfico en períodos de 20 años, anualizado.

Fuente: Global Financial Data, Inc., 22/06/2012. Government Bond Index, Estados Unidos. Bonos a 10 años, S&P 500, rentabilidad media para períodos de 20 años del 31/12/1925 al 31/12/2011.²

GRÁFICO 1.3 Horizonte temporal a 30 años. Volatilidad



*La desviación típica representa el grado de fluctuación en las rentabilidades históricas. Esta medida de riesgo se aplica en el gráfico en períodos de 30 años, anualizado.

Fuente: Global Financial Data, Inc., 22/06/2012. Government Bond Index, Estados Unidos. Bonos a 10 años, S&P 500, rentabilidad media para períodos de 30 años del 31/12/1925 al 31/12/2011.³

Pero si se les concede un poco más de tiempo, esas bruscas oscilaciones mensuales y anuales se convierten en una volatilidad alcista más estable y constante. Y sí, la volatilidad funciona en ambas direcciones. Es probable que

no oigas esto a menudo (o nunca), pero los datos demuestran que las acciones han sido históricamente menos volátiles que los bonos durante períodos más prolongados; y con mayor rentabilidad.

Échale la culpa a la evolución

Si es así, ¿por qué tantos inversores temen a las acciones? Fácil: se debe a la evolución.

Está comprobado que los inversores sienten doblemente el dolor de la pérdida que lo que disfrutan la satisfacción de obtener ganancias. Esto es lo que afirma el concepto financiero, galardonado con un Nobel, llamado teoría prospectiva. Otra forma de enunciar que es natural que el peligro (el peligro percibido) que se cierne sobre nuestra mente pese más que la perspectiva de seguridad.

No hay duda de que esta repuesta evolucionada trató bien a nuestros remotos ancestros. Aquellas personas a las que de forma natural les preocupaba la amenaza constante de sufrir el ataque de un tigre de dientes de sable vivían mucho mejor que los más displicentes. (El mejor modo de ganar una pelea con un tigre de dientes de sable es no encontrarse con uno.) Y es más probable que quienes albergan un temor desmesurado ante la llegada del invierno se preparen mejor y corran menos riesgo de sufrir congelación o de pasar hambre. Por consiguiente, transmitieron con mayor éxito sus genes más vigilantes. Pero en realidad obsesionarse con la futura placidez o la ausencia de riesgo de congelación no ayudó a perpetuar la especie.

Nuestro funcionamiento cerebral básico no ha cambiado tanto en el abrir y cerrar de ojos evolutivo desde entonces. Se ha demostrado que una pérdida del 10 por ciento de la cartera sienta de media tan mal a los inversores estadounidenses como bien les hace sentir un beneficio del 25 por ciento. (Los inversores europeos sienten el dolor de la pérdida incluso con mayor intensidad.)

Las acciones están en positivo mucho más a menudo que

no

¿Qué tiene eso que ver con la percepción errónea de que las acciones han bajado un montón? El gráfico 1.4 muestra cómo las acciones están con mayor frecuencia en positivo que en negativo a lo largo de períodos variables. A diario, la probabilidad de que las acciones estén en positivo es algo mayor que la de lanzar una moneda al aire. Además, los días negativos suelen llegar juntos. ¡También los positivos! Pero como somos extremadamente conscientes del peligro, los días negativos pesan más en nuestra mente, aunque la realidad no sea esa.

Desde el punto de vista conductual, puede ser muy difícil no pensar a tan corto plazo. Pero si puedes ampliar un poco tu período de observación, lo más seguro es que las buenas acciones estén en positivo. Históricamente, las acciones están en positivo durante el 62 por ciento de meses naturales; aunque también llegan en grupo. En períodos de 12 meses, están en positivo el 73,2 por ciento del tiempo.

GRÁFICO 1.4 Frecuencia histórica de retornos positivos de las acciones

	Número de períodos			Porcentaje de períodos	
	Positivo	Negativo	Total	Positivo	Negativo
Retornos diarios*	11,526	10,224	21,750	53.0%	47.0%
Retornos mensuales	640	391	1,031	62.1%	37.9%
Retornos trimestrales	233	110	343	67.9%	32.1%
Retornos anuales	61	24	85	71.8%	28.2%
Retornos en 1 año	747	273	1,020	73.2%	26.8%
Retornos en períodos de 5 años**	843	129	972	86.7%	13.3%
Retornos en períodos de 10 años**	858	54	912	94.1%	5.9%
Retornos en períodos de 20 años**	792	0	792	100.0%	0.0%
Retornos en períodos de 25 años**	732	0	732	100.0%	0.0%

*Los datos de los retornos diarios comienzan el 1/1/1928 y se basan sólo en el precio; todos los demás empiezan el 31/01/1926.

**Medido mensualmente.

Fuente: Global Financial Data, Inc., 27/06/2012. S&P 500 del 31/01/1926 al 31/12/2011.⁴

Y aun así, los titulares de los medios y los analistas hiperventilan como si hubiese una tendencia bajista al acecho en cada esquina. Lo que de verdad deberían temer es perderse la subida del mercado (véase el capítulo 3), aunque eso no es lo que nos viene naturalmente a la cabeza, no tan diferente de los cerebros de nuestros ancestros cavernícolas.

La historia es clara: de promedio, las acciones dan un resultado positivo muchas más veces que no. Y a lo largo de períodos más prolongados, de veinte años o más, son en realidad menos volátiles que los bonos. Puede resultar difícil superar un comportamiento arraigado y pensar de esta manera, pero si lo consigues, es muy probable que tus beneficios a largo plazo sean mejores con acciones (si tienes una cartera bien diversificada, claro) que con bonos.

Las acciones ofrecen resultados positivos. Y superan a los bonos de forma abrumadora

A algunas personas les cuesta mucho luchar contra miles de años de evolución cognitiva y no pueden dejar de pensar: «¿Y si?». ¿Y si contra todo pronóstico las acciones lo hacen terriblemente mal en el futuro? Veamos simplemente cuáles son las posibilidades.

Invertir tiene que ver con probabilidades, no con certezas. A la hora de invertir no hay certezas; ni siquiera en bonos del Tesoro, que en un año cualquiera pueden perder valor. Debes evaluar de manera racional la probabilidad del resultado basándote en la historia, los parámetros económicos fundamentales y lo que sepas sobre la situación actual.

Si tienes un horizonte temporal prolongado, las acciones suelen obtener mejores resultados que los bonos. Pero ¿y si no es así? Desde 1926 (hasta donde tenemos buenos datos estadounidenses, que pueden servir como un indicador razonable para las acciones mundiales) ha habido 67 períodos de 20

años. Las acciones superan a los bonos en 65 de ellos (97 por ciento). Durante más de veinte años, las acciones tuvieron como promedio unos beneficios del 881 por ciento y los bonos del 247 por ciento; las acciones superaron a los bonos por un margen de 3,6 a 1.⁵ ¡No está nada mal! Sin embargo, cuando los bonos obtuvieron mejores rendimientos que las acciones, lo hicieron sólo por un margen medio de 1,1 a 1; y las acciones siguieron estando en positivo, con un promedio del 243 por ciento frente al 262 por ciento⁶ de los bonos.

En Las Vegas, cuanto menor sea la probabilidad, mayor la ganancia potencial. Pero es justo lo contrario a como suele funcionar la toma de decisión «acciones-frente-a-bonos». (Otro motivo por el que las personas que comparan la inversión con las apuestas se equivocan en gran medida.) Por cierto, durante períodos de 30 años, los bonos nunca han superado a las acciones. Las acciones obtuvieron de media un beneficio del 2.428 por ciento frente a un 550 por ciento de los bonos; un 4,5 a 1 de un mejor comportamiento relativo.⁷

Así que, es cierto, por lo general, durante plazos más breves los bonos tienen características de volatilidad sustancialmente más bajas. Puede que algunas personas llamen «seguro» a eso. Pero si tu objetivo es generar mayor rendimiento durante períodos prolongados para acrecentar las probabilidades de alcanzar tus objetivos, quizá sea menos conveniente la menor volatilidad de los bonos. Si 20 o 30 años más tarde descubres que tu cartera no ha crecido lo suficiente para lograr tu meta, ya no te sentirás tan seguro; sobre todo teniendo en cuenta que a lo largo de ese período más extenso, lo más probable es que de media sean menos volátiles.

Evolución en bolsa

Los datos y la historia demuestran que a largo plazo las acciones han tenido retornos superiores. Pero hay un motivo adicional para creer que la bolsa puede ofrecer mayor rentabilidad durante períodos prolongados: las acciones evolucionan.

Las acciones representan una parte de la titularidad de una compañía. En conjunto, personifican la sabiduría colectiva del mundo empresarial. Y simbolizan la promesa de los avances tecnológicos venideros así como los beneficios futuros generados por estas innovaciones.

Las empresas y, por lo tanto, las acciones, se adaptan. Algunos negocios no sobreviven. Fracasan. Pero éstos son reemplazados por otros más nuevos, mejores, más eficientes. Se trata de una destrucción creativa, y de una poderosa fuerza para el bienestar de la sociedad.

Siempre las empresas estarán interesadas en perseguir beneficios futuros. Ante cualquier problema que se interponga en nuestro camino —ya tenga que ver con la energía, los alimentos, el agua o los desastres naturales—, alguien encontrará formas de utilizar innovaciones pasadas de una manera diferente para obtener algo nuevo que pueda abatir o, al menos, solventar cualquier dilema que se presente. ¿Cómo podemos saberlo? Porque siempre ha sido así.

En 1798, el reverendo Thomas Malthus predijo que la producción de alimentos pronto alcanzaría su rendimiento tope; en su cabeza (bastante falta de imaginación) era imposible que el mundo pudiera producir la suficiente cantidad de comida para alimentar a mucho más de mil millones de personas. Rechazó abiertamente la idea de «progreso ilimitado» en la producción de alimentos.

Pero seis mil millones de personas después, el principal problema al que nos enfrentamos en la mayor parte del mundo desarrollado es la obesidad. Es cierto que en algunos países emergentes el hambre continúa siendo una preocupación. Pero esto se debe casi siempre a una mala gestión pública de los gobiernos. El mundo tiene más que suficiente comida. Lo que necesitamos es más libertad y democracia, de modo que las naciones pobres y oprimidas no tengan que confiar en que gobiernos corruptos, con sus deficientes infraestructuras, distribuyan comida a la población.

Continuamente se acaba por demostrar que aquellas personas con previsiones nefastas a largo plazo están equivocadas, porque se basan en conjeturas erróneas que ignoran futuras innovaciones y el poder del afán de

lucro. Mi preferido fue el tipo que en 1894 pronosticó que la creciente población e industria de Londres necesitaría de tanta fuerza equina que en 1950 las calles de la ciudad estarían enterradas bajo tres metros de estiércol.⁸

¿Cómo diablos podría haber previsto la revolución de los motores de combustión interna que pronto haría del transporte tirado por caballos una pintoresca reliquia? No pudo, pero quizá podría haber mostrado más fe en el poder transformador que desencadenan personas ansiosas de ir tras los máximos beneficios.

El célebre libro *La explosión demográfica*, publicado en 1968, aseguraba que durante la década de los setenta el hambre mataría a cientos de millones de personas. Lo que no ocurrió gracias a Norman Borlaug (un tipo que ciertamente merece su premio Nobel de la Paz) y su trigo enano; por no mencionar a los innovadores agrícolas que le precedieron a lo largo de miles de años.

Tampoco contaron con ello los que fervientemente creyeron que el pico petrolero (el momento en que se alcanzaría la tasa máxima de extracción de petróleo global y tras el cual la tasa de producción entraría en un declive terminal) sería nuestro fin. Muchas personas perfectamente racionales postularon que la producción convencional de petróleo había llegado a su punto máximo; algunas lo situaron en algún momento de la década de los setenta, otras en la de los ochenta, la de los noventa o incluso más recientemente. Eres libre de disentir con cualquiera de ellas. Y cuando creas que haya sucedido, puedes echarle la culpa a lo que quieras (en Estados Unidos, por ejemplo, podrías culpar a la creación de la Agencia de Protección Ambiental, que impuso severas restricciones a la producción). Pero incluso si crees que ya alcanzamos la producción máxima en la década de los setenta, ¿qué es aquello tan terrible que ha sucedido desde entonces? En 1980, el PIB global era de unos 10,7 billones de dólares; en la actualidad es de unos 71,3 billones.⁹ Ha aumentado la esperanza de vida. La renta per cápita se ha disparado en numerosos mercados emergentes. Hemos hecho bien las cosas. Sí, hemos experimentado mercados a la baja y recesiones; algunas mayores, otras menores. Pero eso sucede en cualquier período prolongado.

Las reservas de petróleo conocidas son el doble de lo que eran en 1980, a pesar de que con el tiempo la media de consumo no ha dejado de aumentar. Los avances tecnológicos nos han permitido no sólo descubrir más petróleo y gas natural, sino innovar modos con los que extraerlos de lugares que se consideraban irrecuperables.

Muchos valedores del pico petrolero sostendrán que la oferta no tiene nada que ver con la producción, lo cual no es más que un desconocimiento de economía básica. Si la oferta existe, y los precios hacen que la futura extracción (convencional o no convencional) sea lucrativa, los productores extraerán. O innovarán formas aún más novedosas de hacerlo. O si la extracción de petróleo deja realmente de ser rentable (lo que dudo que suceda durante un buen tiempo), mi hipótesis (basada en la observación de toda la historia de la humanidad) es que se innovarán formas de obtener mayor eficiencia energética. O se encontrarán sustitutos. El verdadero agotamiento del petróleo queda tan lejos que tenemos tiempo suficiente para descubrir la siguiente solución (o soluciones). Si no lo crees así, mira Londres, no está enterrada bajo tres metros de estiércol.

Ese poder transformador desencadenado por motivos económicos se refleja a la perfección en los valores de la bolsa. Los bonos están bien, pero no representan ganancias futuras. Los bonos son un contrato, obtienes una rentabilidad preacordada y eso es todo. Pero los beneficios futuros mejoran con el tiempo, como siempre han hecho y como siempre harán; eso queda reflejado en las acciones.

Piensa en la ley de Moore —la idea de que aproximadamente cada dos años se duplica el número de transistores en un circuito integrado—, concebida por Gordon Moore, cofundador de Intel, en 1965. Existe también la ley de Kryder, que en 2005 demostró que la capacidad de los discos duros se mueve a un ritmo mucho más rápido que la ley de Moore. ¡Y lo más probable es que siga así o incluso que se acelere! Tenemos luego el teorema de Shannon-Hartley, según el cual la máxima cantidad de información que puede transmitirse por un canal de comunicación (piensa en la fibra óptica) también crece de manera exponencial.

¿Qué significa todo esto? Concebimos el progreso como algo lineal, cuando en realidad es exponencial; y el efecto combinado de todas estas tecnologías pensadas por personas desconocidas entre sí en lugares remotos, funciona de forma totalmente impredecible para producir las sucesivas tecnologías o procesos que pueden mejorar o incluso salvar vidas.

Si crees que los actuales aparatos electrónicos representan la cima del ingenio humano, acabarás por ver en algún momento que estás equivocado. No sé cuándo ni cómo, pero no necesito saberlo. Me basta con poseer valores y obtener beneficios. La naturaleza humana no ha cambiado lo suficiente para que las personas no se automotiven y utilicen su inventiva para idear soluciones con las que sacar provecho de los problemas. Siempre ha sido así. Y quienes más se benefician de la innovación no son los tecnólogos. No, son aquellos que aprenden a envasar, comercializar y vender esas innovaciones; y sus accionistas.

Capítulo 2

Los atajos en la asignación de activos

«Toma 100, resta tu edad. Eso es lo que deberías tener en acciones. ¡Fácil!»

LOS SERES HUMANOS ADORAMOS los atajos. ¡Incluso a la hora de invertir! Queremos creer que existe un camino más fácil. Basta con ver la proliferación de artimañas para «perder peso en días». Y hay un millón de planes para «hacerse rico con rapidez» (que suelen ser estafas; más en el capítulo 17).

Un famoso atajo en los círculos de planificación financiera es la idea de que tienes que restar tu edad actual a 100 y el resultado es el porcentaje de tu dinero excedente que deberías invertir en acciones. Puedes leer esta regla básica en revistas y blogs. ¡Incluso algunos profesionales se adhieren a ella!

Hay variantes: algunos dicen «toma 120». (Deberías mostrarte escéptico ante una norma práctica con una variación inherente del 20 por ciento en la asignación de activos en función de cuál de ellas sigas.)

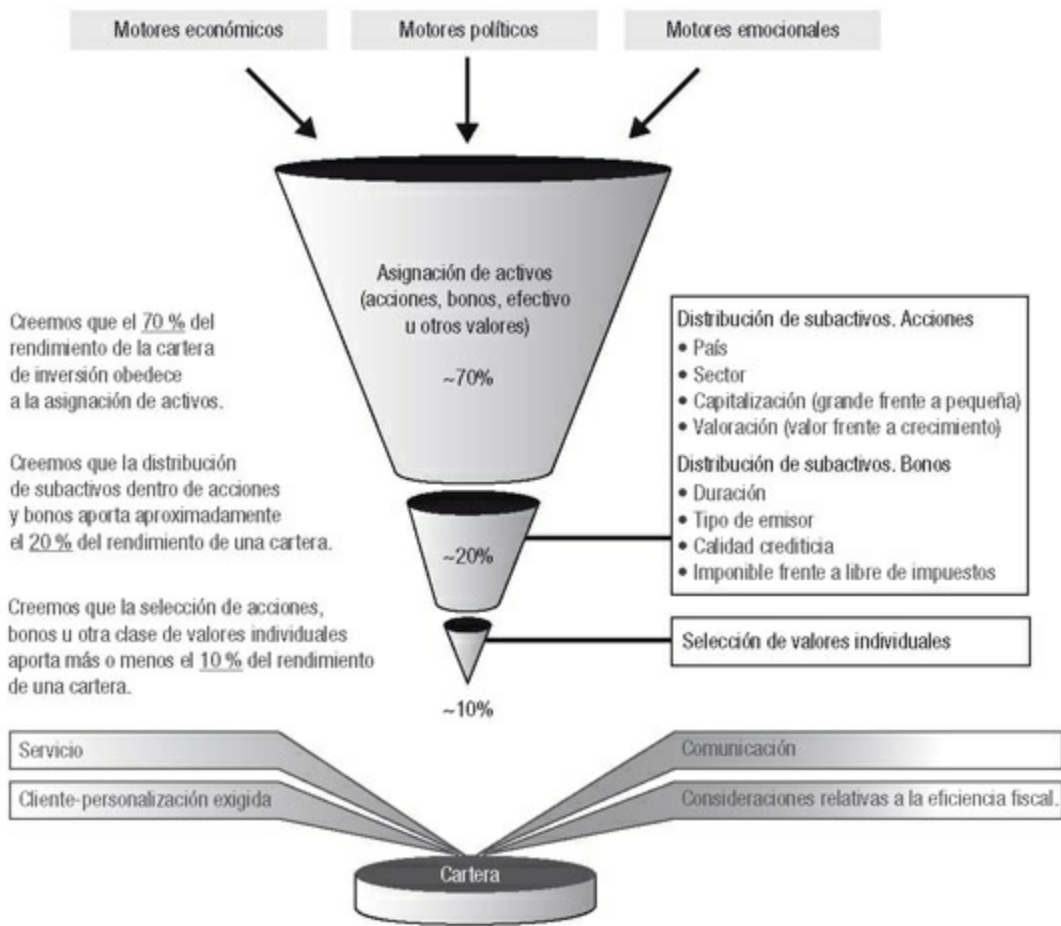
Esta pizca de (no) sabiduría a la hora de invertir continúa vigente porque parece simple. Concreta. Clara. Se trata de una solución rápida y sencilla al serio asunto de la asignación de activos. Pero desconfía de cualquier cosa que parezca rápida y fácil que tenga que ver con tu planificación financiera a largo plazo. En términos generales, las «reglas de oro» financieras deben ser consideradas con cinismo, si no directamente ignoradas.

Es crítico elegir la asignación de activos adecuada

De hecho, las decisiones sobre la distribución de activos a largo plazo son importantes. Hoy en día, la mayoría de los inversores profesionales coinciden en que esta decisión es la más importante que toma un inversor. Muchos señalan un estudio académico que mostró que con el tiempo cerca del 90 por ciento del rendimiento de una cartera puede atribuirse a la asignación de activos: la combinación de acciones/bonos/divisas/otros valores y en qué porcentaje.¹⁰

En mi empresa vamos más allá. Fíjate en el embudo del gráfico 2.1. Creemos que el 70 por ciento del rendimiento de la cartera de inversión obedece a la asignación de activos: la combinación de acciones/bonos/divisas/ otros valores y en qué porcentaje.

GRÁFICO 2.1 Impacto de la asignación de activos: 70/20/10



Nota: La atribución de rentabilidades a futuro es una aproximación con carácter ilustrativo y no debe ser considerada una previsión de rendimientos futuros ni de atribución de rentabilidad.

Creemos también que el 20 por ciento del rendimiento relativo de una cartera obedece a la distribución de subactivos —las decisiones posteriores sobre las categorías de valores—, tamaño, estilo, país, sector, industria, calificación crediticia, duración, etc. Y que el último 10 por ciento del rendimiento total de una cartera diversificada se debe a la selección de valores individuales; por ejemplo, si tienes Pepsi o Coca-Cola, Merck o Pfizer, bonos de IBM o Microsoft, etc.

En todo caso, pocos sostienen que la decisión respecto a la asignación de activos no sea un factor fundamental para obtener buenos resultados a largo plazo. Así que ¿por qué iba alguien a relegarla a una simplista regla general? Las personas que creen en ella creen que la edad —y sólo la edad— es el único factor que hay que considerar. ¡Una sola cosa!

Esa forma de pensar del montón presume que todo el mundo de la misma edad es idéntico. No se me ocurren muchas reglas básicas potencialmente más perjudiciales. Esta pasa por alto cosas como los objetivos de los inversores, cuánta liquidez pueden necesitar en la actualidad o en el futuro y cuánto crecimiento es adecuado para cumplir sus objetivos. Ignora las circunstancias actuales, el tamaño de la cartera de inversión, si el inversor todavía está trabajando o ya no. Prescinde de un sinfín de detalles más específicos del inversor. ¡E ignora al cónyuge! He aprendido una barbaridad a lo largo de mi prolongada carrera como inversor profesional; puede que una de las lecciones más importantes sea «nunca olvides al cónyuge». Es una buena norma aplicable también a tu vida personal.

Es cierto que la edad importa. Tiene que ver con el horizonte temporal de una inversión. Pero éste no es más que uno de los factores para tener en cuenta junto, y en consonancia, con cosas como las expectativas de rentabilidad, necesidad de liquidez, la coyuntura actual, etc. (Para más información, véase mi libro *Plan Your Prosperity*, publicado en 2012.) Esta norma general prescinde por definición de todos estos datos.

Calcular correctamente el horizonte temporal

Aun cuando pueda conseguir que la gente deje de pensar en la edad y comience a pensar en el horizonte temporal —y si es posible, hacer que acepten que el horizonte temporal es un factor importante, pero sólo uno más de los factores determinantes para la asignación de activos—, la gente se equivoca con demasiada frecuencia respecto a dicho horizonte temporal.

Las personas suelen pensar del siguiente modo: «Tengo 60 años. Pienso retirarme a los 65, así que tengo un horizonte temporal de cinco años». Creen que el horizonte temporal se estira hasta el día en que se jubilan, o el día en que planean empezar a retirar efectivo, o cualquier otro hecho clave. Para mí, esta forma de pensar te corta potencialmente las alas y conduce a cometer errores. Peor aún, puede que estas equivocaciones no se manifiesten hasta años después; con frecuencia, demasiado tarde para ponerles remedio.

El horizonte temporal no es el período entre hoy y algún acontecimiento determinado. El horizonte temporal es el tiempo que necesitas que tus activos trabajen para ti. Para muchos inversores individuales suele ser su vida entera y la de su cónyuge. Nunca olvides al cónyuge.

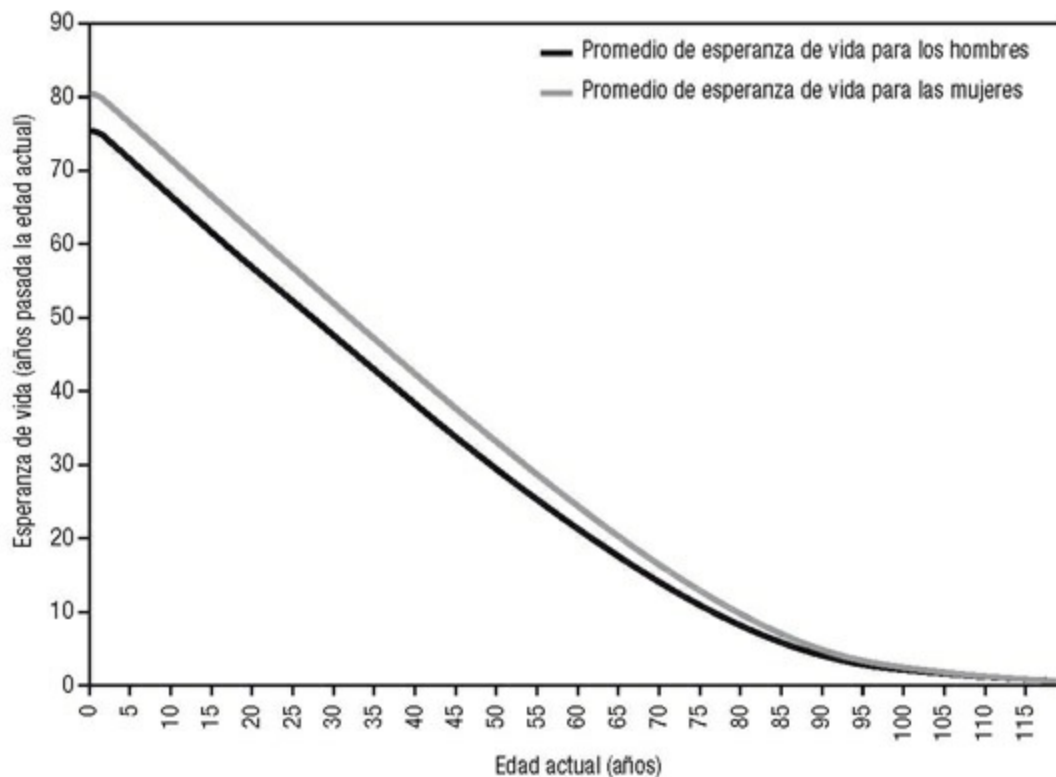
El gráfico 2.2 muestra la esperanza media de vida, directamente de los actuarios de la administración de la seguridad social. En Estados Unidos, si eres un hombre de 60 años, la seguridad social estima que tu expectativa de vida son otros 21 años de media. Si eres una mujer de 60, tu expectativa de vida son otros 24 años.

¿Es ése tu horizonte temporal? Tal vez sí. ¿Crees estar en la media? Si gozas de buena salud, eres una persona activa y tus padres todavía están vivos a punto de cumplir los 90 años, es posible que superes los pronósticos; lo que podría significar un horizonte temporal de 30 años (o más).

A menos, por ejemplo, que seas un hombre de 60 años y estés casado con una mujer de 55, también sana y activa. Sus padres, ambos octogenarios, todavía viven. Y sus abuelos murieron con más de 90 años; la longevidad está inscrita en su ADN. Eso significa un horizonte temporal probable de 40 años o más, dependiendo de cuáles sean tus otros objetivos. Si tu intención es

pasar cuanto puedas a tus hijos, tal vez quieras pensar a más de 40 años vista. Si tu meta es sustentarnos sólo a vosotros dos durante la jubilación, piensa más en la línea de vuestras expectativas de vida.

GRÁFICO 2.2 La esperanza de vida sigue aumentando



Fuente: Administración de la Seguridad Social de Estados Unidos; tabla de mortalidad en 2007.

¿Podría ser que fallecierais los dos antes, frustrando tus planes? Por supuesto. Pero morir con suficiente dinero en el banco no depende de una mala planificación. Lo que no quieres es planificar de cara a un horizonte temporal de 25 años, llegar a los 85 y descubrir que el dinero ha desaparecido en gran parte. Y si tu cónyuge vive hasta los 95, a él o a ella no le gustará nada. Padeecer pobreza durante la vejez es algo cruel.

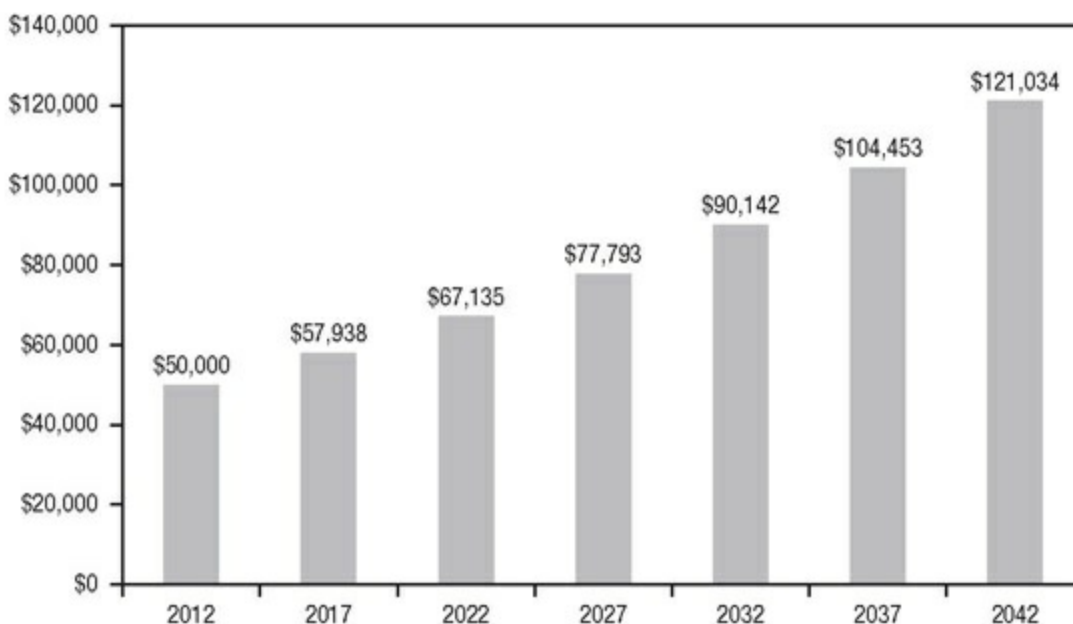
El insidioso impacto de la inflación

Uno de los mayores errores que cometen los inversores es minusvalorar sus horizontes temporales y no planear cómo generar crecimiento suficiente para alcanzar sus objetivos. Muchos asumen que no tienen grandes objetivos de crecimiento, pero se olvidan de: 1) el impacto insidioso de la inflación, y 2) la inflación no afecta a todas las categorías por igual.

Con el paso del tiempo, la inflación puede asestar un buen golpe a tu poder adquisitivo. Digamos que hoy necesitas 50.000 dólares para cubrir tus gastos básicos de manutención. En diez años, si la inflación sigue su promedio histórico a largo plazo (alrededor de un 3 por ciento anual),¹¹ necesitarás unos 67.000 dólares. Y en 20 años, 90.142. (Véase gráfico 2.3.)

Si tienes 60 años y gozas de buena salud, sin duda es posible que puedas llegar a vivir otros 30 años. Si tienes 50, lo más normal sería que vivieras otros 30 años. ¡Para mantener el poder adquisitivo de tus 50.000, en 30 años, necesitarás 121.034 dólares! Si confías en tu cartera de inversiones para conseguir toda o parte de la liquidez necesaria para cubrir tus gastos de manutención y tienes un horizonte temporal prolongado, seguro que necesitarás cierto crecimiento, sólo para incrementar las probabilidades de que tu cartera se estire lo suficiente para que tu flujo de efectivo esté referenciado a la inflación. Al subestimar tu horizonte temporal e infravalorar cuánto crecimiento necesitas, podrías incrementar la probabilidad de que tu cartera no pueda cubrir el nivel de liquidez con el que habías contado. Y si lo descubres en 10 o 20 años, no habrá mucho que puedas hacer al respecto.

GRÁFICO 2.3 Mantener el poder adquisitivo



Fuente: Global Financial Data, Inc., 22/05/2012; IPC, tasa de rendimiento anualizada del 31/12/1925 al 31/12/2011, fue de un 3 por ciento.

Además, uno siempre quiere suponer una expectativa de vida muy larga y, en consecuencia, un horizonte temporal prolongado (si este obedece a tu esperanza de vida y/o a la de tu cónyuge).

¿Por qué? ¡La esperanza de vida sigue creciendo! La expectativa de vida promedio no ha dejado de aumentar década tras década. Las nuevas tecnologías y los descubrimientos médicos no sólo han alargado la vida, sino que la han hecho mucho más agradable. Además de contar con mejores tratamientos y fármacos de mantenimiento para muchas enfermedades que antes eran consideradas una condena a muerte inmediata, disfrutamos de mejores medios para detectar antes el cáncer, las enfermedades coronarias, etc. Y no hay que ignorar la importancia de la movilidad y los grandes avances en el remplazo de articulaciones y la tecnología protésica ha permitido que los mayores se muevan más. Las personas que se mueven viven más tiempo. Un cuerpo que se mueve tiene un corazón más sano.

Lo más probable es que en los próximos años dicha innovación no se detenga (por las razones tratadas en el capítulo 1). Lo que significa que lo normal sería que la esperanza de vida siga creciendo, algo que tu horizonte

temporal debería tener en cuenta.

Como ya hemos dicho, el horizonte temporal no es más que un elemento clave a la hora de determinar una adecuada asignación de activos a largo plazo (esto es, un parámetro). Se trata de un factor importante, pero no el único, que debe contemplarse en paralelo con las expectativas de rentabilidad, las necesidades de liquidez, las circunstancias presentes y cualquier otro factor personal especial. Lo que hace que determinar la asignación de activos según la edad, y sólo la edad, sea una regla básica que puedes tirar por la borda.

Capítulo 3

Volatilidad y sólo volatilidad

«La volatilidad es el riesgo más importante al que se enfrentan los inversores.»

¡RÁPIDO! CUANDO DIGO «RIESGO de inversión», ¿qué te viene a la cabeza? De manera natural e instintiva, la mayoría de los lectores piensan: «¡Volatilidad!».

Muchos inversores actúan como si «riesgo» y «volatilidad» fueran intercambiables. ¡Y con frecuencia lo son! La volatilidad es un riesgo fundamental que los inversores deben tener en cuenta (aunque, como se indica en el capítulo 1, a menudo puede ser importante durante cuánto tiempo uno tenga en cuenta la volatilidad). Es el riesgo que la mayoría de las veces y durante períodos más breves, los inversores notan especialmente.

Puede resultar terrorífico ver cómo tu asignación a renta variable —tanto si se trata del ciento por ciento de tu cartera o sólo del 10 por ciento— pierde con rapidez hasta un 20 por ciento de su valor, como puede suceder en las correcciones. Y aún más demoledor verla caer un 30 por ciento, un 40 por ciento o más, en una fase bajista del mercado. Básicamente, los inversores en bolsa lidian con la volatilidad porque la teoría financiera dice (y la historia respalda) que a largo plazo deberías ser recompensado por dicha volatilidad más que con otro tipo de activos menos volátiles.

Pero la volatilidad no es el único riesgo al que se exponen los inversores. ¡Hay infinidad de ellos! Como se expone en el capítulo 1, la gente suele creer que los bonos son más seguros. Pero no existe ninguna definición técnica, aceptada de manera universal, de lo que significa «seguro». Y ningún bono está libre de riesgo. Los inversores en bonos se enfrentan al riesgo de

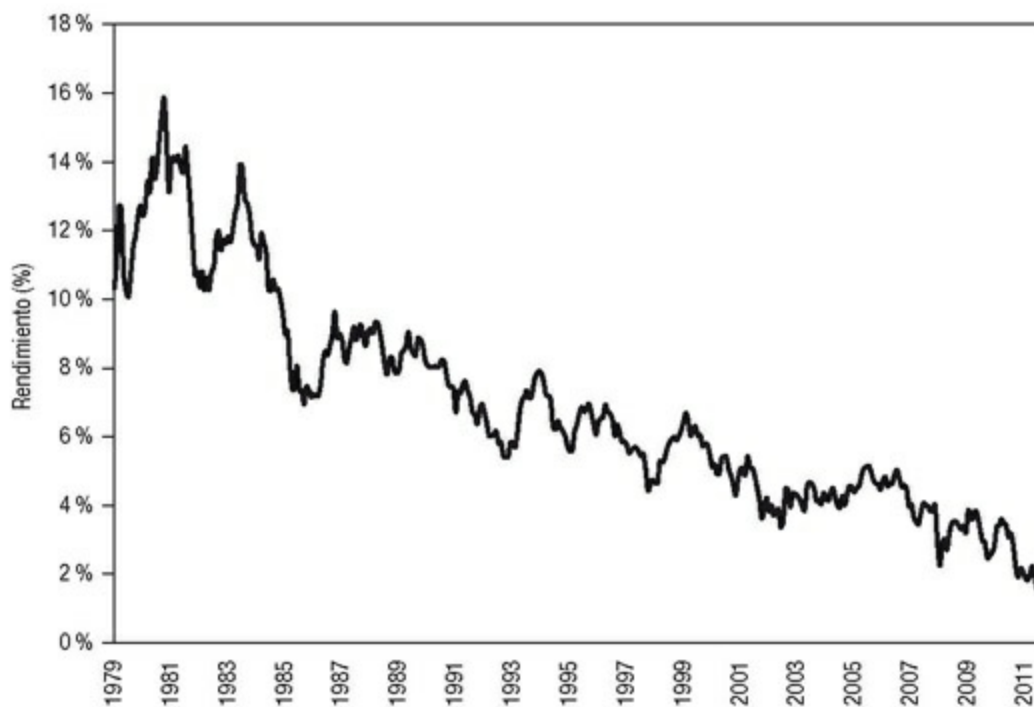
impago, ¡el riesgo a que el emisor de deuda se demore en los pagos o incluso entre en quiebra! Algo que sucede, incluso a empresas con elevada calificación. El riesgo de impago de los bonos del Tesoro de Estados Unidos es excepcionalmente bajo; tanto que con frecuencia los profesionales suelen decir que tiene una tasa de interés «libre de riesgo».

Con frecuencia el riesgo por la tasa de interés es subestimado

Pero esto no es exactamente cierto. ¿Por qué? Existe asimismo el riesgo de tipos de interés que, moviéndose en ambas direcciones, afecta a tu retorno. En entornos en los que los tipos de interés caen, los inversores pueden tener dificultades para renovar fondos procedentes del vencimiento de los bonos en algo con un rendimiento similar. Si en 2003 compraste un bono a 10 años con un cupón del 5 por ciento, es probable que tu única opción al vencer en 2013 sea aceptar un tipo de cupón mucho menor. O si quieres el cupón del 5 por ciento, puede que te decantes por un bono con un perfil más arriesgado o un plazo más largo, que también puede ajustar el riesgo. De cualquier manera, no se trata de renovar manzanas con manzanas.

Esto es la mitad del riesgo por la tasa de interés. En 2012, los tipos de interés generalizados son más bajos de lo que lo han sido durante tanto tiempo como la mayoría de los lectores llevan siendo adultos. ¡Quizá más bajos de lo que lo han sido en toda tu vida! El gráfico 3.1 muestra los rendimientos de letras del Tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 años desde 1980. Las tasas han disminuido, con volatilidad casi todo el tiempo, a un punto tan bajo como no se había visto en generaciones.

GRÁFICO 3.1 Rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años desde 1980



Fuente: Global Financial Data, Inc., 25/10/2012, vencimiento invariable de los bonos estadounidenses a 10 años del 12/01/1979 al 30/09/2012.

Que las tasas sean bajas no significa que deban subir en breve. Podrían avanzar dando bandazos. Demonios, podrían bajar aún un poco más. Pero con los bonos del Tesoro a 10 años rindiendo por debajo de un 2 por ciento, no hay margen para que caigan mucho más.

Con todo, en algún momento futuro, los tipos volverán a subir. No puedo decir cuándo ni a qué velocidad. Tengo bastantes dudas de que volvamos a ver los tipos por las nubes como los vimos en la década de los setenta y a principios de la de los ochenta; por lo menos, no muy pronto. Básicamente, las tasas superaltas de entonces se debieron a las desastrosas políticas monetarias de la década de los setenta. La política monetaria en Estados Unidos, así como en las naciones más desarrolladas, ha experimentado una mejoría global desde entonces, y tenemos más datos y mejor comunicación y coordinación. Aunque Ben Bernanke ha adoptado algunas medidas bastante tontas. Sin embargo, «Helicóptero Ben» no ha sido

tan malo como algunos de los pasados presidentes de la Reserva Federal, que fueron un completo desastre (¡ejem!, Arthur Burns); si bien todavía le queda tiempo y la historia dirá.

Si el mercado cree que en el futuro la inflación subirá significativamente, es probable que los tipos de interés a largo plazo también aumenten. Pero por muy ridículo que haya sido Ben, dudo que en breve alcancemos un pico lo bastante grande que envíe con rapidez las tasas a 10 años desde por debajo del 2 por ciento a por encima del 10 por ciento.

Como en algún momento los tipos subirán, esto puede restar valor a los bonos que ahora están en tu poder. Algunos inversores pueden decir: «Sí, pero los mantendré hasta su vencimiento». Está bien, puedes pensar eso, pero 10 años es mucho tiempo. ¡Y 30 años mucho más! Y si debes vender, incluso una ligera variación de los tipos de interés puede repercutir gravemente en tu retorno. El gráfico 3.2 muestra el impacto del alza de los tipos de interés en bonos a 10 y a 30 años. En un año un aumento del 1 por ciento no sería raro; lo que te da un supuesto del -14,6 por ciento de rendimiento anual en tus bonos del Tesoro a 10 años. No es así como piensa uno que funcionan los bonos. Una fluctuación del 2 por ciento es bastante grande pero, una vez más, si las tasas de interés suben, no sería inusual cierta inestabilidad. Eso supondría un rendimiento implícito del -29,5 por ciento en los bonos a 10 años o del -59,2 por ciento en los bonos a 30 años. Cuanto más suban los tipos de interés, peor el rendimiento total. Eso es el riesgo por la tasa de interés. No lo ignores.

GRÁFICO 3.2 Riesgo por la tasa de interés

		Emisiones del Tesoro actual a 10 años		Emisiones del Tesoro actual a 30 años	
		Tesoro de EE. UU. 1,6% 15/08/2022		Tesoro de EE. UU. 2,8% 15/08/2042	
		Vencimiento actual 1,8%		Vencimiento actual 3,8%	
		Rendimiento previsto	Rendimiento total implícito en 1 año	Rendimiento previsto	Rendimiento total implícito en 1 año
Variación potencial del rendimiento al vencimiento	400	5.8%	-55.5%	7.0%	-97.5%
	300	4.8%	-43.1%	6.0%	-80.6%
	200	3.8%	-29.5%	5.0%	-59.2%
	100	2.8%	-14.6%	4.0%	-32.0%
	50	2.3%	-6.6%	3.5%	-15.6%
	0	1.8%	1.8%	3.0%	3.0%
	-50	1.3%	10.6%	2.5%	24.1%
	-100	0.8%	19.9%	2.0%	48.1%
	-200	-0.2%	39.8%	1.0%	106.7%

Fuente: Bloomberg Finance L.P., 25/10/2012.

El riesgo de la cartera de inversión y el riesgo de los alimentos

Existe el riesgo de inflación, el riesgo político, el riesgo cambiario, el riesgo de liquidez. Y sigue y sigue. Definitivamente, la volatilidad no es el único riesgo al que se enfrentan los inversores.

En 1997 escribí un artículo sobre el riesgo con mi amigo, y en ocasiones colaborador, Meir Statman (profesor de finanzas de Glenn Klimek en la Escuela de Negocios Leavey de la Universidad de Santa Clara), titulado «The

Mean-Variance-Optimization Puzzle: Security Portfolios and Food Portfolios», publicado en el *Financial Analysts Journal*.

Nuestra investigación muestra que con frecuencia la forma en que las personas piensan sobre la comida y la inversión camina en paralelo. En lo que respecta a la comida, la gente quiere muchas cosas al mismo tiempo. No sólo buscan obtener una buena nutrición, quieren que tenga buen aspecto y buen sabor. Y les apetece comer los alimentos en el momento adecuado del día. Los cereales se comen para desayunar; comerlos por la noche es muy triste. ¡Y los comensales quieren prestigio! El envase es importante.

Lo que la gente desea de la comida puede cambiar con rapidez. Y en un determinado momento, lo que quieren y creen (o temen) no estar recibiendo es lo que consideran una amenaza. No piensan en aquellas cosas que sí están consiguiendo. Por ejemplo: puede que se vean obligados a cenar cereales porque no hay nada más en casa. No les gusta comer algo en el orden equivocado, y se sienten ridículos por ello. ¡No lo admitirán en el trabajo al día siguiente! Eso son dos riesgos. No piensan en la necesidad que están satisfaciendo, esto es, en su sustento básico.

¿Qué tiene esto que ver con invertir? Como sucede con el acto de cenar, aquello que las personas consideran un riesgo suele ser aquello que los inversores no están recibiendo en un determinado momento; no importa si están alcanzando sus otros objetivos. Podrías oír a un inversor decir algo así como: «¡No quiero ningún inconveniente que proceda de la volatilidad!». Sienten la inestabilidad y quieren protegerse contra ella. Si luego los valores emprenden una racha alcista sostenida en el tiempo, les parecerá estar perdiendo; lo cual se siente como otra clase de riesgo.

Cuando no se presenta la oportunidad

Este riesgo se llama «costo de oportunidad»; el riesgo de emprender medidas o de no adoptarlas hace que se obtengan menores resultados de los que se podrían haber obtenido de haber hecho lo contrario. Y puede ser letal.

Por ejemplo, quizá tengas un horizonte temporal de inversión más prolongado, o lo que más te preocupe sea la volatilidad a corto plazo y no cualquier otra forma de riesgo. Puede que entonces te decidas por tener una asignación permanente de activos de renta fija demasiado grande para lo que por lo general sería adecuado de cara a alcanzar tus objetivos a largo plazo. Durante tu horizonte temporal más largo, como no tienes suficiente inversión en acciones, seguramente obtendrás una rentabilidad inferior y aumentará la probabilidad de que no alcances tus metas a largo plazo; es probable que por un amplio margen.

Eso puede hacerte daño. Mucho daño. En particular si piensas depender de tu cartera de inversión para obtener liquidez durante tu jubilación. Si tienes planeado contar con cierto nivel de flujo de efectivo, pero durante un período prolongado tu cartera sufre del coste de oportunidad, quizá acabes por tener que disminuir tus gastos.

Lo que hace que el coste de oportunidad sea tan perjudicial es que su efecto pernicioso no se muestra evidente durante algún tiempo. Tal vez tengas un horizonte temporal de 20 o 30 años, ¡o más! De aquí a 20 años, si vuelves la vista atrás y descubres que deberías haber anualizado un 9 o un 10 por ciento por término medio, pero que tu cartera rindió mucho menos, habrás cometido un error gigantesco que tal vez sea simplemente incorregible. Es difícil (si no imposible) compensar 20 años de rendimientos demasiado bajos; sobre todo si en estos momentos estás utilizando liquidez de tu cartera de inversión. Para reducir las posibilidades de que te quedes sin dinero demasiado pronto, quizá debas recortar los gastos. Lo que también puede ser duro, incluso desalentador, si has estado contando con que ibas a tener mayores ingresos —en especial si ya estás jubilado o a punto de hacerlo—; más, si cabe, si tu cónyuge también contaba con esos ingresos.

Y aun así, es probable que la mayoría de los inversores no piensen demasiado acerca del coste de oportunidad. Normalmente no lo hacen. Tiende a aflorar como preocupación generalizada después de una temporada con un mercado al alza, y suele coincidir con un optimismo extremo, o incluso euforia. Por ejemplo, a finales de 1999 y 2000, de repente y en todas partes, los inversores se mostraron interesados en perseguir el siguiente gran éxito. Los grandes beneficios de la década de los noventa hicieron que los

grandes rendimientos de renta variable parecieran fáciles, demasiado fáciles. Quisieron ajustar el riesgo; ¡compremos todos valores tecnológicos de moda! ¡Oh, no! ¡El coste de oportunidad de no comprar el día que una tecnológica sale a bolsa! Y ya sabes cómo fue eso.

Pero, por lo general, los inversores se fijan más en la volatilidad y menos (o nada) en el coste de oportunidad. ¿Por qué se le suele conceder a este riesgo tan real un estatus de segunda clase? Warren Buffett popularizó el dicho: «Hay que ser codicioso cuando los demás muestren miedo, y miedoso cuando ellos se dejen llevar por la codicia». Recuerda, por complejas razones profundamente arraigadas en nuestros cerebros que evolucionaron durante miles de años, tendemos a estar mentalmente programados para temer las pérdidas más de lo que disfrutamos de la posibilidad de obtener ganancias. (Véase el capítulo 1.) Y, por lo general, los inversores tienden a desconfiar de los mercados alcistas mientras éstos escalan.

¡Lo que es perverso! Y aun así, la mayoría de los lectores de este libro coincidirá en que, en general y de promedio, los inversores tienden a ser optimistas cuando deberían ser pesimistas, y viceversa. De modo que si los valores suben en alrededor de un 72 por ciento de todos los años naturales, intrínsecamente la gente acostumbrará a ser más pesimista que optimista; e infravalorará el coste de oportunidad en cuanto a riesgo.

No lo hagas. La volatilidad es un riesgo clave, pero no el único. Para muchos inversores con horizontes temporales largos, el hecho de no aceptar suficiente volatilidad —riesgo de oportunidad— puede ser a largo plazo más devastador.

Capítulo 4

Más volátil que nunca

«Ahora los valores son más volátiles.»

¿TE SUENA A ALGO que has escuchado? ¿O leído? ¿Crees que es verdad?

Los inversores no sólo tienden a centrarse sobre todo en la volatilidad a corto plazo (capítulo 3). ¡Con frecuencia temen que la inestabilidad vaya en aumento! Y puede parecer verdad. En 2008 tuvimos un mercado bajista de gran calado; el mayor desde la Gran Depresión. Poco después, en 2010, hubo una gran corrección global por temor a la implosión de la eurozona. Y otra en 2011, y otra más pequeña pero aterradora en 2012. Muchos creen que la proliferación de la negociación de alta frecuencia y de los especuladores ha contribuido a acrecentar los niveles de volatilidad de las acciones.

No lo creas, es un mito.

En primer lugar, la volatilidad es volátil en sí misma. Es normal pasar por períodos de mayor y menor volatilidad. En segundo lugar, es una falacia dar por sentado que una mayor inestabilidad derivará en dificultades. Y en tercer lugar, durante los últimos años (mientras escribo), la volatilidad no es tan insólita y se ajusta perfectamente a las horquillas históricas habituales.

Sube la volatilidad, también

Pregunta: ¿Qué año fue más volátil, 2008 o 2009?

La mayoría de los inversores sabrán de manera automática que tanto los valores estadounidenses como los de todo el mundo sufrieron una gigantesca caída en 2008 y después subieron a lo grande en 2009. Pero podrían presumir

erróneamente que las acciones fueron más volátiles en 2008.

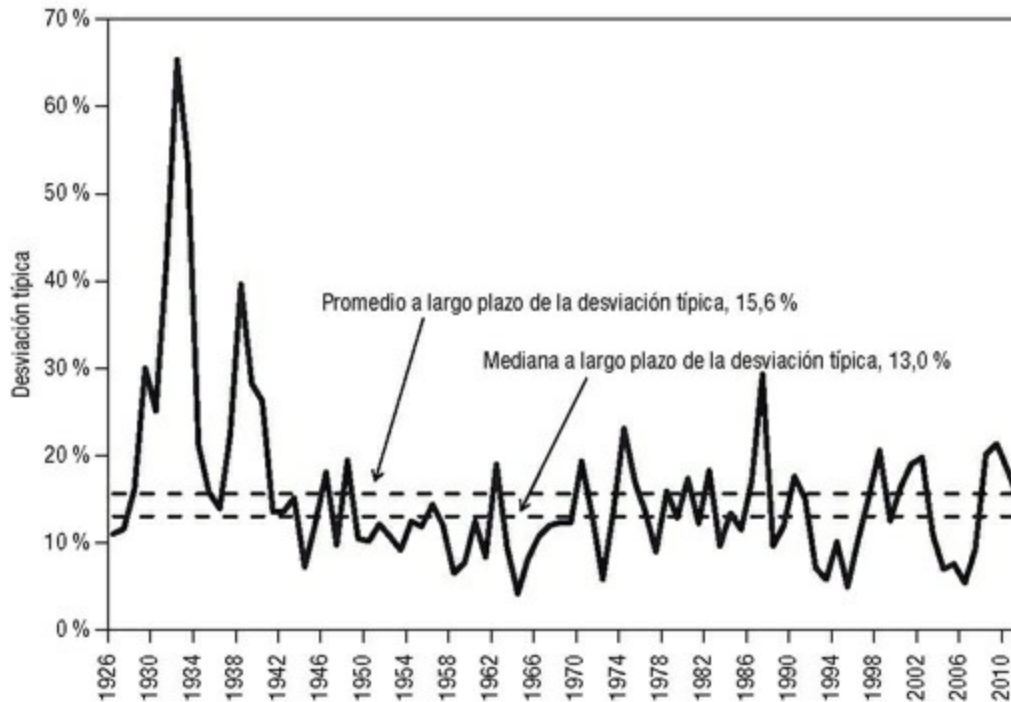
No fue así. Medida por la desviación típica (una medida para la volatilidad muy utilizada), en 2008 fue del 20,1 por ciento y en 2009 del 21,3 por ciento.¹² (Medida utilizando los valores estadounidenses, que asimismo utilizo en este capítulo por su larga historia.) ¡Sí! ¡El año 2009 fue más volátil!

¿Cómo es posible? Para entenderlo hay que saber algunas cosas sobre la desviación típica. Como su propio nombre indica, se trata de una medida de cuánto algo se desvía de su nivel medio. Puede utilizarse para medir la volatilidad histórica en las acciones, de sectores, del mercado en su conjunto o para cualquier cosa de la que se tengan suficientes datos; días soleados en San Francisco, días lluviosos en Portland. Una desviación típica baja significa que los resultados no variaron mucho de la media. Una desviación común alta significa que hubo mayor variabilidad.

Según S&P 500, la desviación típica anualizada desde 1926 hasta finales de 2011 fue del 15,6 por ciento.¹³ (Basándose en resultados mensuales. Se puede medir la desviación típica con resultados anuales, pero se obtienen menos datos. También se puede medir con resultados diarios, pero no estoy seguro de por qué alguien querría hacerlo; la industria utiliza sobre todo los mensuales.) Pero eso incluye los años abruptamente volátiles de los dos mercados bajistas de la Gran Depresión, que hace que la media suba un poco. Desde 1926, la desviación típica mediana (la que deja un 50 por ciento de los valores a cada lado de la distribución) fue de un 13,0 por ciento. (Véase el gráfico 4.1.) De modo que tanto 2008 como 2009 estuvieron muy por encima de la mediana, y uno de ellos fue terrible y el otro genial.

También es importante recordar que la desviación típica se trata de una medida intrínsecamente retrospectiva. Es una herramienta útil, pero no te dice nada sobre lo estable o inestable que serán las cosas en un futuro inmediato. Describe cómo se comportaron los valores por término medio en el pasado. Igual que todos los datos históricos, es una guía muy útil ya que te proporciona un abanico de lo que es razonable esperar. Pero nunca la volatilidad es un instrumento de previsión.

GRÁFICO 4.1 La volatilidad es volátil y normal



El promedio y la mediana de la desviación típica se calculan utilizando la media anual de la desviación típica al 31 de diciembre de cada año.

Fuentes: Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/1925 al 31/12/2011.¹⁴

Una desviación típica de 0 te dice, históricamente, que los retornos nunca han variado; como el dinero en efectivo escondido bajo el colchón (ignorando el efecto erosivo de la inflación a lo largo del tiempo). No necesitas la desviación típica histórica para saber que la bolsa ha sido muy volátil. Lo menciono porque, de nuevo, la volatilidad del mercado de valores es volátil en sí misma. Algunos años está muy por encima de la media. Otros, muy por debajo. ¡Y hay años en los que se dan ambas cosas! El principio de año es sumamente volátil y no así el final de año, y viceversa. Un promedio es un promedio y no proporciona información sobre la variabilidad de la muestra.

Además, en un período de volatilidad las acciones pueden subir y bajar tanto por encima como por debajo de la media. No existe un patrón predictivo.

La volatilidad no es predictiva

El año más volátil conocido hasta la fecha fue 1932, con una desviación típica del 65,4 por ciento.¹⁵ Pero durante el ejercicio las acciones bajaron sólo un 8,9 por ciento. Ninguna maravilla, pero no el desastre que la mayoría hubiera esperado en una situación de monstruosa inestabilidad. Lo único que te dice eso es que durante el año los retornos mensuales fueron extremadamente variables; como cabría esperar en el último año del primer tramo bajista de la Gran Depresión.

El segundo año más volátil fue 1933. La desviación típica fue del 52,9 por ciento; pero las acciones subieron un descomunal 53,9 por ciento.¹⁶ Lo que empieza a tener sentido cuando uno interioriza qué es la volatilidad (cuánto algo se desvía de su media) y qué no es (algo malo que sólo mide los aspectos negativos del mercado bursátil).

Una gran inestabilidad no quiere decir que las acciones deban caer. En 1998, la desviación típica fue del 20,6 por ciento. Muy por encima de la media, y aun así las acciones subieron un 28,6 por ciento.¹⁷ En 2010, la desviación típica fue del 18,4 por ciento y los valores subieron un 15,1 por ciento.¹⁸ En 1980, la desviación típica fue del 17,4 por ciento y las acciones se dispararon un 32,3 por ciento.¹⁹

Es cierto, ha habido gran volatilidad en años de bajadas en bolsa. Pero no siempre y no lo suficiente para que debamos temer de manera automática una volatilidad por encima de la media. Y ocurre lo contrario. Una menor inestabilidad no significa automáticamente grandes rentabilidades. En 1977, la desviación típica fue un 9,0 por ciento, inferior a la media, y las acciones cayeron un 7,4 por ciento; resultados casi idénticos a los de 1932, pero con mucha menos volatilidad.²⁰ En 1953, la desviación típica fue de un 9,2 por ciento y las acciones cayeron un 1,1 por ciento.²¹ En 2005, la desviación típica fue de un escaso 7,6 por ciento, y la rentabilidad de las acciones también fue baja, sólo un 4,9 por ciento.²²

Cuando la desviación típica se sitúa en torno a su mediana de largo plazo (entre un 12 y un 14 por ciento) los beneficios también varían enormemente. En 1951, la desviación típica fue del 12,1 por ciento y los

valores estadounidenses se dispararon un 24,6 por ciento.²³ En 1973, la desviación típica fue del 13,7 por ciento y las acciones de Estados Unidos cayeron un 14,8 por ciento.²⁴

No hay nada en ningún nivel de volatilidad que sea predictivo. En cambio, la desviación típica describe el pasado; y el pasado no dicta el futuro.

La volatilidad es volátil. Y no es cada vez mayor

Así que la volatilidad no es predictiva. Pero tampoco tiende a subir. Puede que algunas personas recuerden el «crac relámpago» de mayo de 2010, cuando los mercados bursátiles se desplomaron en cuestión de minutos. La bolsa llegó a bajar hasta cerca de un 10 por ciento, sólo para revertir con rapidez la mayor parte de la caída (aunque el día terminó a la baja). Se echó la culpa del crac a una serie de incidentes técnicos. Muchos culparon a la proliferación de la negociación de alta frecuencia (HFT, por sus siglas en inglés) no sólo por el «crac relámpago», sino también por la creciente inestabilidad general. Pero ¿dónde está la prueba de que la volatilidad va en aumento? Vuelve a echar un vistazo al gráfico 4.1. Sí, la volatilidad fue más alta en 2008, 2009 y 2010, pero volvió a disminuir un poco en 2011. Aquella alta inestabilidad estaba en línea con picos pasados. Y no tendía a subir sin parar; no era más que la misma variabilidad de la volatilidad que hemos observado a lo largo de la historia.

Y si temes que la negociación de alta frecuencia haga aumentar la volatilidad, que sepas que ya existía en 2003, 2004, 2005, 2006 y 2007; cuando la desviación típica fue relativamente inferior. La gente utilizaba ordenadores para negociar valores en 1987, cuando la desviación típica alcanzó una cifra máxima; pero no hacía nada parecido a la actual HFT en 1974, 1970, 1962 ni durante ningún otro período con niveles máximos de volatilidad.

Míralo de otra forma: la Gran Depresión fue extremadamente volátil; tanto al alza como a la baja. La gente tiende a pensar en ello como en un largo período de estancamiento, pero no lo fue. Fueron dos recesiones con un

intervalo de crecimiento en medio; y dos mercados enormemente bajistas con un gran mercado alcista en medio, el segundo mayor de la historia.

La volatilidad de entonces tuvo múltiples causas. Una de ellas fue una relativa falta de liquidez y transparencia. Entonces no había tantos valores, no se efectuaban tantas transacciones y en el mercado había menos operadores. La información se movía más despacio, de modo que resultaba difícil fijar los precios. El diferencial entre los precios de compra y los de venta para todos los valores, excepto para los más grandes, era entonces mucho mayor con relación al precio total, de modo que el impacto de mercado de una gran orden de compra o de venta suponía un mayor porcentaje del precio total. Suma todo esto y lo que obtienes es mucha más volatilidad, al margen de otros factores macroeconómicos (como una política monetaria desastrosa, errores fiscales, políticas comerciales ilícitas, una pésima economía, gran incertidumbre, el ascenso de Hitler, Huey Long y mucho más).

Asimismo, incluso hoy en día, los mercados con poco volumen de negociación son aún más volátiles; como las acciones de poco valor o las de microcapitalizaciones (a menudo la misma cosa) o mercados emergentes de países muy pequeños. Puesto que en la actualidad existen infinitamente más acciones que cotizan en bolsa, muchísimos más participantes y es fácil disponer de información de manera inmediata, en general los mercados deberían ser intrínsecamente menos volátiles que aquellos de los días de la Gran Depresión, en los que se operaba muy poco. No digo que te levantarás la semana que viene y que las acciones se comportarán como bonos. ¡No! Y no te conviene que así sea, si lo que buscas es que te reporten una mayor rentabilidad a largo plazo. Más bien ahora somos menos propensos a sufrir las fuertes sacudidas que ya vimos y todavía vemos en mercados con poco volumen de negociación.

Dale un abrazo a un especulador

Los especuladores son otro famoso y denostado chivo expiatorio del aumento de la volatilidad (suba ésta o no).

Los especuladores no son malos. De hecho —¡en cierto modo te conviertes en uno de ellos al comprar una acción!, tanto si la conservas un año, diez o cincuenta—, cuando compras un valor y lo vendes en corto, especulas que vaya a hacer algo, lo cual no tiene nada de malo.

Pero no es eso a lo que la gente suele referirse al hablar de los especuladores; por lo general se refieren a los operadores de futuros. Un contrato de futuros es un acuerdo para comprar o vender algo en una fecha futura con un precio establecido de antemano, ya sea una mercancía, un índice bursátil, tipo de interés o de cambio. De hecho, se trata de una apuesta sobre la dirección del precio en el futuro. A menudo, los especuladores no toman posesión de aquello sobre cuyo precio apuestan. ¡Puede que ni siquiera lo quieran! Sólo están especulando sobre la variación del precio futuro y no quieren ni necesitan la soja, la panceta, las divisas o lo que sea. Algo que resulta en particular indignante para quienes temen a los especuladores.

Casi seguro que cuando los precios del petróleo aumentan de forma brusca, los titulares de los medios de comunicación culparán a los especuladores: personas que juegan con el resto del mundo sólo para hacer dinero fácil. Pero no se dan cuenta de que ellos no sólo apuestan a que los precios vayan a subir; también apuestan a que bajarán. Y como los especuladores, en tanto que colectividad, no trabajan juntos, algunos especulan con que subirán los precios en el momento exacto en que otros especulan que bajarán. Los especuladores no son genios financieros que sólo ganan a nuestra costa. Al igual que cualquier inversor, pueden perder dinero, como así sucede.

Cuando los precios caen, no es habitual escuchar a la gente culpar a los especuladores; aunque es probable que sean tan responsables de los niveles mínimos como de los máximos (esto es, no mucho).

Además, existen multitud de razones legítimas para negociar futuros. Las empresas los utilizan continuamente para reducir la variabilidad en el coste de adquisición de materias primas volátiles. Las compañías aéreas suelen comprar futuros de combustibles para regular estos costes para los pasajeros, y lo más probable es que te guste que los precios de tus vuelos no oscilen bruscamente. ¡Los granjeros compran futuros! Necesitan cereales, pienso, fertilizantes, combustible y otros productos, y sus márgenes de

beneficio pueden verse enormemente afectados por acusadas variaciones de los precios. Además, las materias primas tienden a experimentar marcadas fluctuaciones. Es probable que cuando uno piensa en «operadores de futuros» no invoque una imagen de la serie de televisión *American Gothic*, aunque tal vez debería.

Los contratos de futuros —y los especuladores— juegan un importante papel en los mercados de capitales. Incrementan la liquidez, así como la transparencia y la velocidad de fijación de precios, todo ello también cosas buenas. Con frecuencia pasamos por alto los beneficios de contar con mayor liquidez; pero, de nuevo, el mero hecho de que se produzcan más transacciones puede en realidad reducir la volatilidad.

Podemos demostrarlo, con cebollas. En 1958, los agricultores dedicados al cultivo de cebollas convencieron a Gerald Ford, congresista por Míchigan (y posterior presidente de Estados Unidos), de que los especuladores estaban sembrando el caos en el mercado de cebollas y haciendo bajar los precios. Ford impulsó un proyecto de ley que acabó entrando en vigor (y continúa vigente en la actualidad) prohibiendo la especulación con las cebollas.

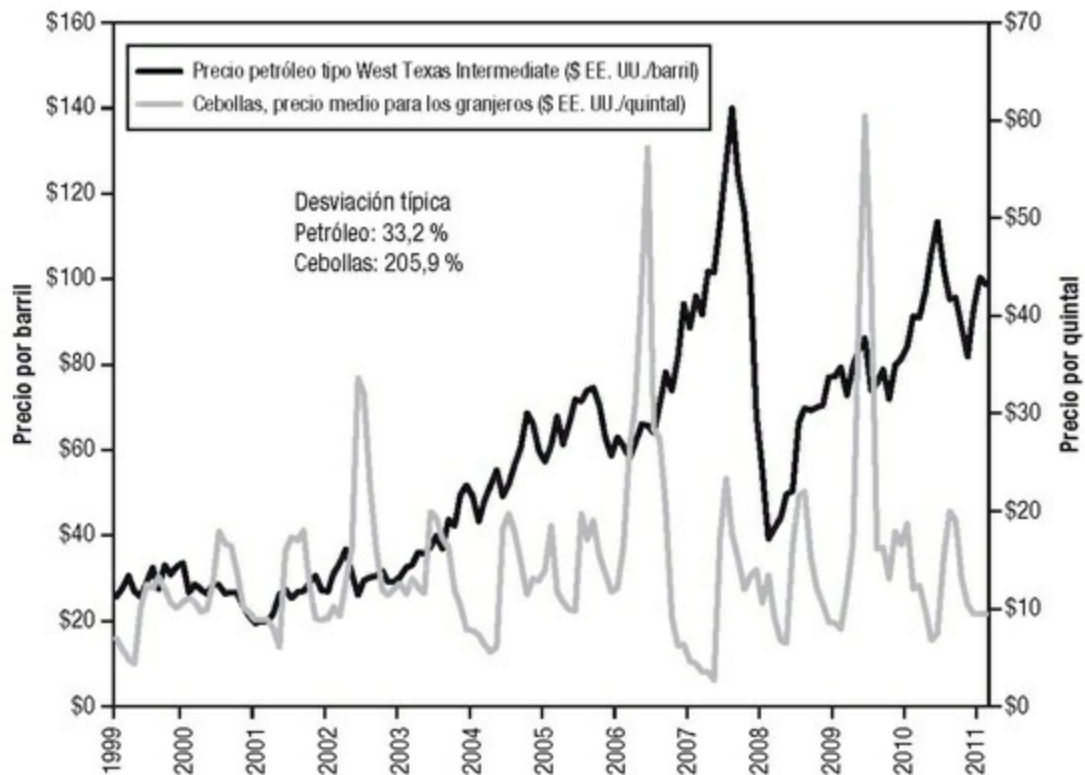
¿Acaso desde entonces todo ha sido un camino de rosas para las cebollas? En realidad no. Si crees que el petróleo es volátil, nunca te has fijado en el precio de las cebollas. El gráfico 4.2 muestra su precio y el del petróleo; de un simple vistazo se ve que las cebollas tienen auges y caídas mucho mayores y más frecuentes. (Gracias a Mark J. Perry y John Stossel.)

No te fíes sólo de lo que veas. Puedes medir también la desviación típica. Desde el año 2000 hasta el cierre del ejercicio de 2011, la del petróleo fue del 33,2 por ciento, ¡pero la de las cebollas fue del 205,9 por ciento!

Recuérdalo la próxima vez que alguien diga que el remedio a los males derivados del mercado es prohibir el acceso a los especuladores. Esta medida no tendría por qué reducir la volatilidad, y bien podría incrementarla; así como mermar la transparencia y ralentizar la determinación de los precios. (Los políticos no pueden entender, y nunca lo harán, cómo funciona el libre mercado. Estoy convencido de que se trata de un virus que destruye parte de sus cerebros entre los 12 y 24 meses tras haber sido elegidos para un puesto de responsabilidad.) Así que da las gracias al especulador y no temas la inestabilidad. No es predictiva; no se pueden tener las ventajas que

proporciona la volatilidad sin las desventajas y, con el tiempo, los aspectos positivos son más frecuentes que los negativos. Acéptala con los brazos abiertos.

GRÁFICO 4.2 Volatilidad y cebollas



Fuente: Global Financial Data, Inc., 25/09/2012, precio del petróleo tipo West Texas Intermediate (dólares estadounidenses por barril) y cebollas, precio medio para los granjeros (dólares estadounidenses por quintal) del 31/12/1999 al 31/12/2011.

Capítulo 5

El santo Grial: preservación de capital y crecimiento

«¡Imposible tener al mismo tiempo preservación de capital y crecimiento!»

SI ALGUIEN TE OFRECIERA una estrategia de «preservación de capital y crecimiento», ¿la aceptarías? Suena muy bien. ¿Quién no quiere disfrutar de todos los beneficios que se derivan de las ventajas del crecimiento de las acciones junto con las pegas de la protección del capital? ¡Ambos al mismo tiempo!

Y ¿quién no quiere comer entrecot y helado cada noche sin subir nunca de peso?

La idea de que uno puede llegar a tener al mismo tiempo preservación de capital y crecimiento no es diferente de la idea de cenar costillas y helado sin calorías, sin grasa y sin culpa. No es más que un cuento de hadas.

La preservación de capital necesita un escenario sin volatilidad...

En primer lugar, aclaremos frecuentes interpretaciones erróneas sobre la preservación de capital. Es muy probable que se trate de un objetivo adecuado para menos personas de las que piensas. Y si crees que se trata de algo que quieres (o necesitas) a largo plazo, pregúntate por qué. Una auténtica preservación de capital implica que el valor absoluto de tu cartera jamás debería caer.

Y para conseguirlo —auténtica preservación de capital— debes eliminar todo riesgo de volatilidad. (Como se señala en el capítulo 3, la volatilidad no es el único riesgo que los inversores deben tener en cuenta.) Pero si eliminas el riesgo de volatilidad, no sólo evitas las ocasiones en que las acciones bajan, evitas el 72 por ciento de las veces en las que suben. De hecho, estás limitado a vehículos de efectivo o casi efectivo, lo que quiere decir que es probable que con el tiempo tu poder adquisitivo se vea socavado por la inflación.

Claro, invirtiendo en bonos del Tesoro podrías conseguir beneficios mejores que dinero en efectivo. Pero si lo haces de manera adecuada, estarás renunciando a cierta flexibilidad. ¿En qué sentido? Los bonos del Tesoro pueden experimentar, y así lo hacen, volatilidad en los precios y han tenido breves períodos de rentabilidad negativa. (De nuevo, véase el capítulo 3.) Lo que significa que si vendes bonos del Tesoro antes de su vencimiento, puedes vender con pérdidas. (Sí, es lo contrario a una estrategia de preservación de capital.) De modo que para llevar a cabo preservación de capital mediante bonos del Tesoro, es probable que tengas que conservarlos hasta su vencimiento.

Pero sigue siendo una estrategia que puede no llegar a cubrir la inflación. A largo plazo, la inflación media es del 3 por ciento.²⁵ Mientras escribo, la tasa de los bonos del Tesoro a 10 años es del 1,6 por ciento.²⁶ ¡La tasa a 30 años es del 2,8 por ciento!²⁷ Si bloqueas tus fondos durante 30 años, quizá no cubras la inflación. Y si no los mantienes hasta su vencimiento, de nuevo, puedes vender con pérdidas. Y con los tipos de interés en mínimos históricos, lo más probable es que suban en un futuro inmediato disminuyendo el valor de tu cartera de bonos.

Esto es la preservación de capital, la ausencia del riesgo de volatilidad. Lo que significa que raras veces una auténtica preservación de capital es apropiada para aquellos inversores con horizontes temporales largos.

¡Pero el crecimiento necesita volatilidad!

Por otra parte, el crecimiento —incluso uno leve— requiere de cierto riesgo de volatilidad. Es lo contrario a la preservación de capital. No me canso de repetirlo: sin las desventajas de la volatilidad, no hay ventajas. Y como se indica en el capítulo 1, los aspectos positivos son más frecuentes (el 72 por ciento de todos los años) y en mayor grado, aunque nuestros cerebros no lo recuerden así.

Lo que significa que simplemente no se puede tener como meta unificada preservación de capital y crecimiento al mismo tiempo. Sería una imposibilidad física. No se pueden tener las ventajas de la volatilidad sin sus desventajas. Si alguien te dice lo contrario, te está mintiendo. Puede que involuntariamente, lo cual es malo. Tal vez lo haga con toda intención, ¡lo que es aún peor! Cuanto mayor crecimiento conveniente para ti, debes esperar mayor volatilidad de más corto plazo. No hay manera de evitarlo. Acéptalo ahora y tus expectativas no se verán defraudadas. (Las expectativas desfasadas pueden llegar a ser muy perjudiciales; véase el capítulo 17.)

Y sí, una pronunciada volatilidad a corto plazo puede resultar una experiencia difícil; razón por la que muchos inversores distan mucho de cumplir sus objetivos a largo plazo y entran y salen en los momentos equivocados.

Permíteme que aparentemente me corrija por un momento a mí mismo. No se puede tener preservación de capital y crecimiento como única meta conjunta. No obstante, como consecuencia de un objetivo de crecimiento a largo plazo, es muy probable que a la larga tengas capital preservado.

Como se indica en el capítulo 1, considerados períodos de 20 años, las acciones nunca han estado en negativo (y casi siempre vencen a los bonos por un amplio margen). El pasado nunca es garantía de futuro, pero sí te dice si suponer algo parece razonable o no. La naturaleza humana no ha cambiado lo suficiente, y no lo hará a lo largo de tu vida (o la de tus hijos, o la de tus nietos o por miles de años) para mermar el poder del afán de lucro. De modo que es muy probable que las acciones continúen rindiendo mayores beneficios durante un período futuro muy prolongado.

Lo que significa que a lo largo de los próximos 20 años cabe esperar que tu bien diversificada cartera de valores haya crecido; puede que mucho. Tal vez se haya duplicado o triplicado, o algo más o menos. De modo que sobre

la marcha habrás conseguido registrar crecimiento y preservado tu capital inicial con volatilidad.

Sí, habrás experimentado lapsos más breves de retornos negativos. Y sí, puede que en algún momento dado tu cartera haya caído por debajo de su valor inicial. Pero lo más probable es que a lo largo de períodos más prolongados experimentes crecimiento, lo que significa que también habrás preservado capital. Todo ello es consecuencia de tener un objetivo de crecimiento. Si tu objetivo es la preservación de capital, es probable que después de 20 años tengas el valor inicial y no mucho más.

Lo que significa que cualquiera que te venda preservación de capital y crecimiento como un objetivo único y conjunto o bien no sabe mucho sobre teoría financiera o intenta engañarte. Malo, en cualquiera de los dos casos.

Capítulo 6

El PIB: la dispar caída de la bolsa

«¡Las acciones deben desplomarse porque crecen a un ritmo superior al PIB!»

DE TANTO EN TANTO, algún busto parlante de televisión fanfarroneará que los beneficios de la bolsa son insostenibles y que deben caer porque aumentan a un ritmo muy superior al índice de crecimiento de la economía estadounidense.

¡Es cierto! A largo plazo, el crecimiento real del PIB de Estados Unidos ha registrado un nivel medio del 3 por ciento. Pero las acciones estadounidenses se han revalorizado una media del 10 por ciento anualizado.²⁸ Hay una gran laguna de por medio. Y si crees (como muchos) que con el tiempo ambos índices deberían acabar por ser muy similares, entonces tal vez temas que el margen entre ellos suponga una especie de retorno fantasma. Si la producción de nuestro país crece cerca de un 3 por ciento de media al año, entonces, ¿de dónde rayos sale ese diferencial de rendimiento?

Visto así (de forma incorrecta), esa brecha es preocupante. ¡Caray! Los valores deberían desplomarse un montón para reducir esa brecha anualizada a largo plazo.

A menos que la rentabilidad de las acciones y el índice de crecimiento del PIB no estén vinculados. No coinciden porque no deben hacerlo. Los valores pueden, deben y es probable que sigan anualizando una tasa de rentabilidad considerablemente más alta que el crecimiento del PIB. Lo cual tiene sentido si uno se detiene a pensar qué es el PIB y qué son las acciones.

El PIB mide la producción, no el bienestar económico

El PIB es un intento de medir la producción nacional; uno defectuoso e imperfecto. Se basa en estudios y supuestos, y se actualiza con frecuencia incluso años más tarde. No mide el patrimonio ni el bienestar económico de una nación, ni intenta hacerlo. Es más bien un flujo económico estándar.

Míralo así: a finales del año 2011, el PIB de Estados Unidos era de unos 15,3 billones de dólares (en moneda de hoy).²⁹ Si en todo 2012 el crecimiento del PIB fuese del 0 por ciento (improbable), el PIB del país seguiría siendo de 15,3 billones. Si el crecimiento de Estados Unidos fuera completamente plano durante cinco años (lo que sería insólito y raro), al final de ese período el país habría seguido generando 76,5 billones de dólares.

Aunque así lo cree mucha gente, el PIB no refleja de manera perfecta el bienestar económico. Su cifra general se calcula así:

$$\begin{aligned} \text{PIB} &= \text{consumo privado} + \text{inversión bruta} \\ &+ \text{gasto público} + \text{exportaciones netas} \\ &(\text{exportaciones} - \text{importaciones}) \end{aligned}$$

La inversión bruta es la inversión no residencial (puedes pensar en ella como el gasto de las empresas), más la inversión residencial, más las variaciones de existencias.

Como el PIB mide las exportaciones netas y Estados Unidos es, y lleva décadas siendo, un importador neto, acabamos resintiéndonos de ello. Importar más de lo que uno exporta va en detrimento de la producción, pero no necesariamente es algo malo. ¡Puede ser considerado una señal de vitalidad económica! Las principales naciones desarrolladas que son importadores netos (como Estados Unidos y Reino Unido) tienden a tener índices más altos de crecimiento anual que los exportadores netos (como Japón y Alemania). Y reducir las importaciones no es algo bueno. Si las importaciones disminuyen de forma radical en relación con las exportaciones, esto en realidad haría aumentar el PIB. Aunque es probable que se trate de un signo de problemas más graves, como que en una recesión se haya colapsado la demanda.

Además, muchos de los bienes que Estados Unidos importa son bienes intermedios. Se unen a otros fabricados aquí, allí y en todas partes. Luego se revenden en el país o en el extranjero (contribuyendo, por cierto, al crecimiento general del PIB). Y cuando empresas estadounidenses imaginan un producto, lo envasan, lo comercializan y lo venden, el hecho de importar insumos más baratos mejora los márgenes de beneficio, lo que aporta valor añadido a los accionistas (ya llegaremos a eso). ¡Ah! Y permite a los consumidores estadounidenses comprar productos de mayor calidad a precios más económicos. Pero quienes sólo están pendientes de los números del PIB no pueden captar dicho beneficio.

Es bueno reducir el gasto público. No malo

Reducir el gasto público va en detrimento del PIB. (Una de las razones por las que el PIB estadounidense no marchó sobre ruedas en 2011 y 2012 fue la reducción del gasto público.) Pero esto no necesariamente es algo negativo. Desde una perspectiva más amplia, puede llegar a ser positivo.

Consideremos los países llamados PIIGS: Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España. Dejemos Irlanda a un lado por un momento; su economía es, y ha sido, estructuralmente competitiva, y sus problemas de deuda estaban en su mayoría vinculados a sus bancos en dificultades. Pero para el resto de los PIGS, décadas de un abultado gasto público han desplazado al sector privado; el grado de desplazamiento varía según el país. El sector privado es un «gastador de capital» mucho más inteligente y eficiente que cualquier gobierno; de modo que sus economías son mucho menos competitivas que la mayoría del núcleo europeo. Después de todo, cuando una empresa invierte dinero, dicho capital procede de sus beneficios o de un préstamo. Si dicho gasto no se convierte después en mayores beneficios, a la larga el negocio deja de existir. Se trata de destrucción creativa, y representa una poderosa fuerza para el bienestar social.

Pero el gobierno no está sujeto a las fuerzas de destrucción creativa. Cuando gasta dinero, lo saca de mí y de ti. Dinero que tú y yo no podemos gastar de manera inteligente en cosas que queremos o necesitamos. O dinero

que no podemos utilizar para emprender un nuevo negocio. O que una empresa no puede gastar en la investigación de nuevos productos o en modernizar el equipo o contratando a gente o... o... o... De modo que el gobierno obtiene dinero de las manos de individuos y empresas privadas que lo gastan de manera acertada en la persecución de sus propios intereses. Luego anda de acá para allá con ese dinero, preocupándose por pequeñeces, y lo gasta en algo de dudoso valor.

Si el gobierno gasta mal el dinero (como hace con frecuencia), no quiebra y desaparece. Y si después necesita más, no tiene que crear algo de valor que genere beneficios. ¡Sólo tiene que subirnos los impuestos! (Cualquier empresa privada que operase de ese modo iría a la quiebra antes de yo acabar de teclear esta frase.)

Si los políticos emplean muy mal el dinero, puede que algunos de ellos pierdan el cargo en las siguientes elecciones. Pero sólo son sustituidos por otros, que tampoco tendrán que responder fiscalmente por sus actos como tú, yo o las empresas privadas. Si los políticos gastan supermal el dinero, tal vez acaben convirtiéndose en el presidente de la comisión de presupuestos.

Así que cuando muchos aducen que las naciones PIIGS tienen demasiada deuda y que ésa es la causa fundamental de sus problemas, se equivocan. No, no existe un nivel de endeudamiento inherentemente bueno o malo, o que se haya probado problemático. (Véase el capítulo 13.) El problema de estos países son décadas de demasiado gobierno.

¿Demasiado lejos, demasiado rápido?

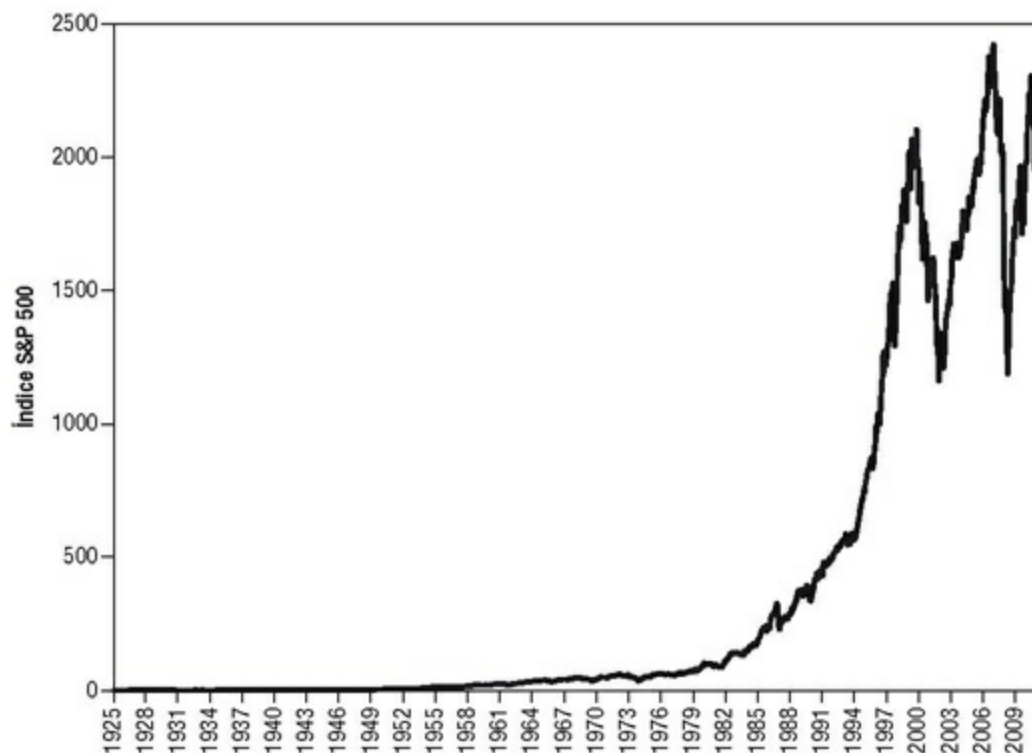
Lo que nos lleva a las acciones. Pero antes de llegar a qué son las acciones, ten un poco más de paciencia conmigo, y aclaremos otro equívoco. Una variación de este tema sobre el desajuste entre el PIB y las acciones es que las acciones han subido demasiado y lo han hecho demasiado rápido; y todo lo que sube, baja. En general, la gente que plantea esta idea menciona un diagrama parecido al gráfico 6.1, que muestra los rendimientos totales a lo largo del tiempo de S&P 500.

Parece que a lo largo de la historia las acciones han tenido un rendimiento bastante estable. Luego, más o menos a partir de mediados de la década de los ochenta, los valores se dispararon. Hacia finales de la década de los noventa, las cosas se volvieron muy locas e insostenibles. Y después tuvimos dos grandes mercados bajistas —enormes según este gráfico—, lo que sólo confirma los peores temores de quienes creen que las acciones han llegado «demasiado lejos, demasiado rápido».

En primer lugar, piensa en estos dos mercados bajistas. Fueron los dos más grandes desde la Gran Depresión. Ahora observa en el gráfico el año 1929. ¡Apenas un bache! Extraño. Ya sabes que la realidad fue bien distinta, y que algo se estaba gestando.

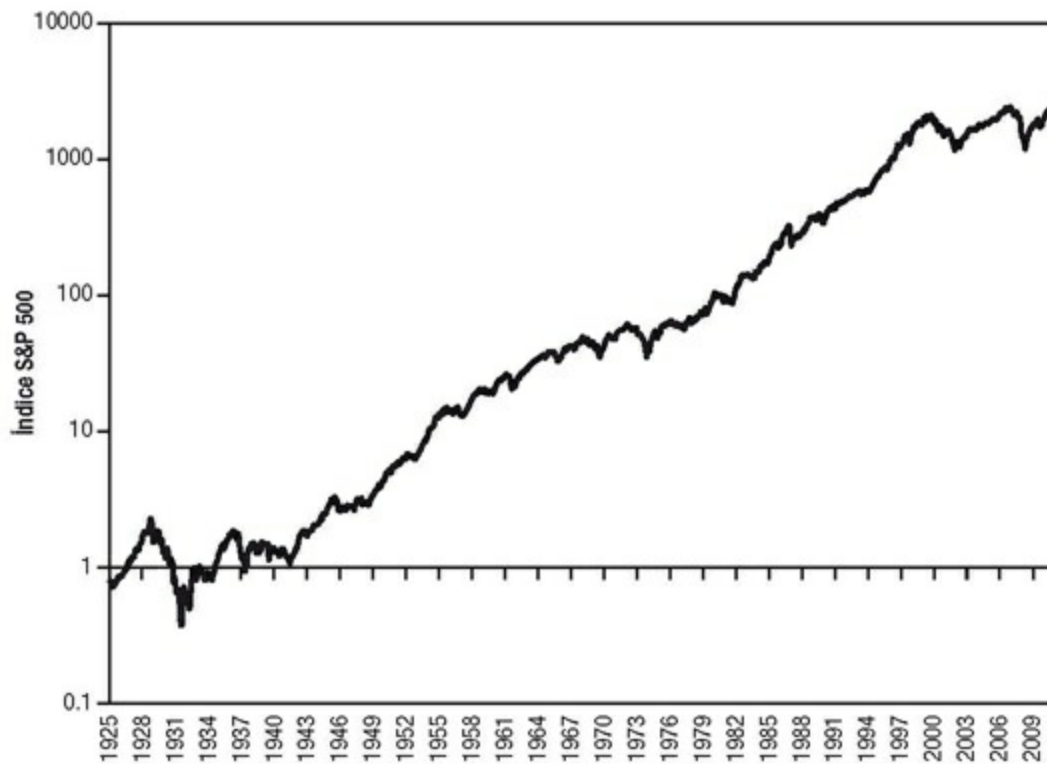
Observa ahora el gráfico 6.2, que también muestra rendimientos a largo plazo. Pero éste no está descompensado ni asusta. Y, sin embargo, los datos de los gráficos 6.1 y 6.2 son idénticos. La diferencia radica en que el primero está representado a escala lineal y el segundo a escala logarítmica.

GRÁFICO 6.1 Rentabilidad de las acciones estadounidenses, lineal. La imagen es engañosa



Fuente: Global Financial Data, Inc., 24/09/2012, S&P 500 desde el 31/12/1925 al 31/12/2011,³⁰ representado a escala lineal.

GRÁFICO 6.2 Rentabilidad de las acciones estadounidenses, logarítmica. La imagen es engañosa



Fuente: Global Financial Data, Inc., 24/09/2012, S&P 500 desde el 31/12/1925 al 31/12/2011,³¹ representado a escala logarítmica.

Las escalas lineales funcionan perfectamente y se utilizan sin parar en la medición de las rentabilidades. Incluso van bien a la hora de medir los valores para períodos breves. El problema surge al utilizarlas en períodos más prolongados, cuando medimos algo que crece acumulativamente es que cada movimiento de un punto ocupa la misma cantidad de espacio vertical. En una escala lineal, el paso de 1.000 a 1.100 parece enorme, aunque uno de 100 a 110 parece diminuto. Pero la realidad no es así. ¡Ambos son variaciones de un 10 por ciento y deberían parecer iguales! Debido al impacto

de retornos acumulados durante casi 100 años, en un gráfico lineal los últimos rendimientos parecen estratosféricos porque el nivel del índice es más elevado.

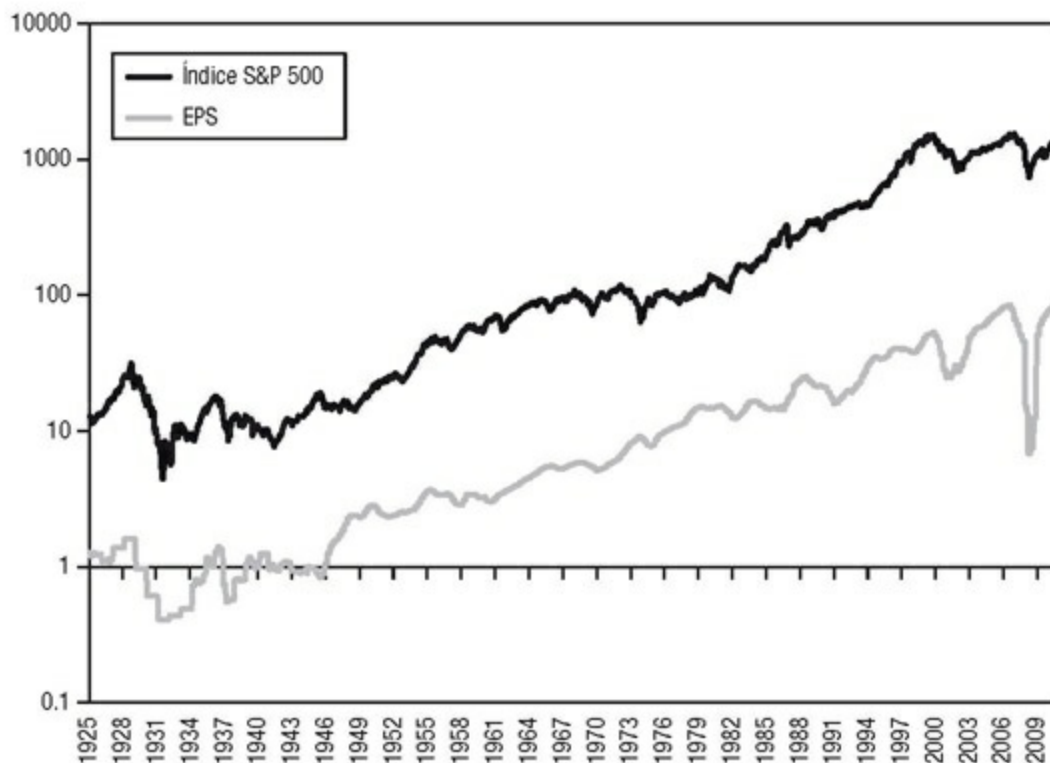
Una escala logarítmica atenúa esto y funciona mejor a la hora de considerar la rentabilidad del mercado a largo plazo. En una escala logarítmica, la variación porcentual parece incluso igual si las variaciones absolutas de los precios son muy diferentes —un paso de 100 a 200 es igual que uno de 1.000 a 2.000—, siendo ambos incrementos del ciento por ciento. Así es como tu cartera y tú experimentáis los cambios del mercado.

¿Qué son las acciones?

Como se señala en el capítulo 1, las acciones representan una parte de la propiedad de una sociedad mercantil, no una porción de la producción económica nacional actual o futura. Cuando uno compra una acción, posee una parte de una compañía y de sus ganancias futuras, que uno espera que con el tiempo aumenten; de lo contrario no compraríamos dicho valor.

El gráfico 6.3 muestra los beneficios por acción del S&P 500 a lo largo del tiempo superpuestos con ganancias por precio del S&P 500. No siempre ni a la perfección, pero discurren muy cerca. ¡Y así debe ser! Pero los beneficios no son algo que se calcule en el PIB. Sí lo hace el gasto corporativo; no así las ganancias.

GRÁFICO 6.3 S&P frente a beneficio por acción



Fuente: Global Financial Data, Inc., 24/09/2012, S&P 500 desde el 31/12/1925 al 31/12/2011.

Obviamente, el gasto de una empresa puede contribuir a los beneficios de otra. Y las ganancias de una compañía pueden verse afectadas por si una economía crece o no y con cuánta fuerza lo hace. Pero los beneficios dependen de los ingresos menos los costes; y el PIB no tiene ningún tejido conectivo directo con ninguno de los dos.

Las empresas cotizadas, es decir, las acciones, funcionan en nuestra economía. Pero el mercado bursátil y la economía no son la misma cosa, ni son remotamente intercambiables. Las tasas de crecimiento del PIB y la rentabilidad de las acciones no están directamente vinculadas, ni deben estarlo. Los beneficios y, por lo tanto, el precio de las acciones crecen, y es muy probable que con el tiempo continúen haciéndolo más rápido que el PIB, en Estados Unidos y en todo el mundo. Porque las acciones representan el continuo y exponencial impacto de las innovaciones, lo que a lo largo del tiempo contribuye a mayores ingresos. No se puede captar algo así en un flujo económico.

Capítulo 7

¡Siempre el 10 por ciento!

«Si las acciones rinden un 10 por ciento, ¿puedo obtener siempre un 10 por ciento de provecho!»

HAY QUIENES DUDAN DE que con el tiempo las acciones puedan seguir ofreciendo la máxima rentabilidad. Dichas personas deberían tener más fe en el capitalismo y/o volver a leer el capítulo 1.

Pero también hay quienes creen en la superioridad de las acciones a largo plazo. ¡Absolutamente! Los valores deberían rendir una media de un 10 por ciento al año de aquí a la eternidad. Están tan seguros de ello que creen que pueden retirar cada año un 10 por ciento de los activos de su cartera sin afectar al capital —pan comido.

Hasta cierto punto, comparto su optimismo. No creo a pies juntillas que en un futuro inmediato las acciones deban crecer un 10 por ciento al año. Mi teoría es que durante períodos prolongados es fácil que superen, y por un amplio margen, a los bonos, y que es muy probable que los rendimientos a largo plazo se acerquen a la media histórica del 10 por ciento, aunque con facilidad podría ser un poquito más o un poco menos. Planear obtener una tajada del 10 por ciento anual es una idea que puede acabar en desastre total, ya que ignora la enorme volatilidad de los retornos.

La rentabilidad de las acciones es superior, y variable

Como se menciona en el capítulo 1 y en otras partes, la variabilidad del retorno de las acciones a corto plazo es una de las razones por las que tienen mejor rendimiento a medio y largo plazo. A todos nos encantaría que la rentabilidad de las acciones fuera más estable (véase más sobre el tema en el capítulo 17), pero la realidad no es así.

El gráfico 7.1 muestra las variantes y la frecuencia del rendimiento anual de S&P 500. El resultado más frecuente por mayoría (37,2 por ciento de todos los años) son años en que las acciones obtuvieron un enorme retorno: más de un 20 por ciento. Después, lo más habitual es que las acciones subieran entre un 0 y un 20 por ciento. Pero es muy raro que suban un 10 por ciento exacto.

Algunas personas tienen problemas con esto, pero los años desastrosos son bastante infrecuentes; las acciones «bajan mucho» sólo el 7 por ciento de todos los años. ¡Una rareza! Simplemente, en nuestra memoria pesan más los años bajistas.

GRÁFICO 7.1 Los rendimientos medios no son normales.

Serie de rendimiento anual de S&P 500			Sucesos desde 1926	Frecuencia	
>	40%	5	5.8%	}	Subieron mucho (el 37,2% del tiempo)
30% to	40%	13	15.1%		
20% to	30%	14	16.3%		
10% to	20%	17	19.8%	}	Subieron un poco (34,9% del tiempo)
0% to	10%	13	15.1%		
-10% to	0%	12	14.0%	}	Bajaron un poco (20,9% del tiempo)
-20% to	-10%	6	7.0%		
-30% to	-20%	3	3.5%	}	Bajaron mucho (0% del tiempo)
-40% to	-30%	2	2.3%		
<	-40%	1	1.2%		
Sucesos totales			86		
Promedio simple			11.7%		
Media anualizada			9.7%		

Fuente: Global Financial Data, Inc., 10/07/2012, S&P 500 del 31/12/1925 al 31/12/2011.

Puedes meterte en un gran aprieto si tomas un 10 por ciento en un período cercano a una caída del mercado; como cuando las acciones están en un gran mercado bajista o incluso bajas durante una corrección más breve (pero muy habitual). Puede que esto no importe si tienes un horizonte temporal muy corto. Pero es muy probable que la mayoría de los lectores de este libro tengan uno mucho más prolongado, de 20 años o más. ¡Puede que mucho más!

Algunos dirán: «Vale, no tendré una cartera que caiga tanto». Muy bien, puedes hacerlo, es probable que mediante la disminución de la volatilidad a más corto plazo teniendo siempre una gran asignación de activos de renta fija. Sin embargo, así también reduces tu rentabilidad esperada. Es probable que durante períodos prolongados una cartera de este tipo anualice mucho menos del 10 por ciento.

Tal vez otros decidan recoger beneficios. En un año en que las acciones suban un 25 por ciento (como puede ocurrir) —¡impresionante!— embólsate las ganancias y a divertirse. Y es cierto que las acciones suben más de lo que bajan. Pero ¿qué vas a hacer el año que las acciones bajen un 20 por ciento, un 30 por ciento o más, tal como puede ocurrir en un mercado bajista? ¿No tomas flujo de efectivo? ¿Añades más dinero para volver a tu arbitraria línea imaginaria?

Digamos que posees una cartera de un millón de dólares que cae a 800.000; un movimiento normal a corto plazo esperable en una cartera sólo de acciones. ¿Esperas a que la cartera llegue al millón de dólares antes de volver a tener flujo de efectivo? ¿O los 800.000 dólares pasan a ser tu nuevo punto de referencia? La mayoría de las personas no pueden (o no quieren) vivir con tanta variación de flujo de caja.

Certificados de depósitos (CD) al 5 por ciento de interés

Una versión alternativa a esto: la gente puede decir: «Compraré siempre CD y/o bonos que rindan un 5 por ciento, lo que será una forma segura de tener siempre unos ingresos del 5 por ciento. ¡No tendré que tocar el principal!». En teoría, si necesitas 50.000 dólares al año y tienes una cartera de un millón de dólares, sigue comprando CD y/o bonos al 5 por ciento de interés.

Suena bien, pero tampoco funcionará. En primer lugar, en 2012, los CD a un 5 por ciento son criaturas mitológicas. ¡No existen! Los CD a cinco años se sitúan por debajo del 2 por ciento. El mejor tipo de interés a diez años que he podido encontrar ha sido de un 2,1 por ciento.³² Ya sabes por el capítulo 3 que los bonos del Tesoro a 10 y a 30 años están rindiendo un 1,6 por ciento y un 2,8 por ciento. ¡Por debajo de la media de inflación a largo plazo!³³

Las obligaciones de deuda emitidas por empresas no son mucho mejores. Una compañía con una calificación crediticia impecable (lo que no garantiza su insolvencia en el futuro) paga un interés del 2,1 por ciento.³⁴ Para obtener un mayor rendimiento, debes pasar a los bonos basura; mientras escribo, los tipos de interés son de un 6,6 por ciento para bonos a diez años.³⁵ ¡Y eso es basura! Si cuentas con una estrategia de certificados de depósito y/o bonos para obtener un flujo de caja solvente, quizá no sea apropiada una estrategia muy expuesta a los bonos basura. Claro que puedes comprar bonos basura para incrementar la rentabilidad esperada, pero si tomas ese camino, un 6,6 por ciento es condenadamente bajo. Según tus objetivos y horizonte temporal, tal vez tenga más sentido permutar el aumento de riesgo de impago en los bonos basura por un mayor riesgo de volatilidad en las acciones. Con acciones cabe esperar mejores rendimientos a largo plazo.

Así que mediante tu estrategia con CD, en el momento en que escribo este libro, tu cartera de un millón de dólares no habrá generado 50.000 dólares, sino que lo más probable es que haya rendido 21.000 en un CD a 10 años.

Sí, es verdad, los tipos de interés están históricamente bajos, para certificados de depósito, bonos, etc. Tarde o temprano, en algún momento futuro, subirán. Tal vez pienses que venderás lo que tienes ahora para comprar los productos que después proporcionen mayor rendimiento.

Pero no lo olvides: el rendimiento y el precio tienen una relación inversa. A medida que aumenten los tipos de interés, los precios de tus bonos caerán; si vendes, puedes vender con pérdidas. Y suele haber sanciones si vendes tus CD antes de su vencimiento. Ahora trabajas a partir de un valor inferior de la cartera. Probablemente no es lo que tenías en mente.

O puedes esperar para no perder principal y comprar productos que proporcionen mayor rendimiento mientras vencen los que tienes en cartera. ¡Está bien! Pero mientras esperas, es probable que debas aceptar un menor flujo de efectivo hasta entonces. Y quién sabe cuánto tiempo llevará a los certificados de depósitos a cinco años pasar de una tasa menor del 2 por ciento a una mayor del 5 por ciento. Puede que no lo hagan; no por mucho, mucho tiempo.

E incluso en ese caso, no te olvides de la inflación. Si necesitas 50.000 dólares actuales, es probable que en 10 años necesites más de 67.000 simplemente para mantener tu poder adquisitivo si en adelante la inflación es parecida a la media a largo plazo. ¡En 20 años necesitarás más de 90.000! (Véase el capítulo 2.)

Oye, puede que las tasas de interés suban mucho y muy rápido, y que algún día puedas comprar un CD que rinda un 9 por ciento. Eso resolvería tu problema de poder adquisitivo, ¿no es así?

Es probable que no. Después de 20 años, suponiendo que la inflación sea aproximadamente igual en el futuro, ya no serán esos 90.000 dólares. En un mundo en el que los CD rinden un 9 por ciento (y no falsos como los que vendió el convicto sir R. Allen Stanford siguiendo un esquema Ponzi. Véase el capítulo 17), es probable que la inflación también suba y golpee seriamente tu poder adquisitivo. Lo que significa que tus hipotéticos 90.000 dólares futuros tal vez no sean suficientes.

¿Cómo obtener ingresos netos procedentes de una cartera? Sigue leyendo el capítulo 8.

Mientras tanto, a mi parecer, una estrategia a largo plazo más inteligente es determinar la totalidad de tus objetivos, y seleccionar un parámetro de referencia adecuado y una asignación de activos a largo plazo para maximizar la probabilidad de alcanzarlos. (Para obtener orientación sobre cómo lograrlo, lee mi libro *Plan Your Prosperity*, publicado en 2012.) Y una de las

consideraciones para examinar debería ser si este punto de referencia puede sostener tu flujo de efectivo ajustado a la inflación a lo largo de tu prolongado horizonte temporal. La estrategia del 10 por ciento y de CD que rindan siempre un 5 por ciento son ambos mitos insostenibles.

Capítulo 8

Altos dividendos para una renta asegurada

«Para garantizar ingresos para la jubilación, invertiré en acciones con altos dividendos.»

LA LONGEVIDAD NO DEJA de aumentar; y en el futuro sólo seguirá haciéndolo. (Véase el capítulo 2.) Lo que significa que es probable que la mayoría de la gente disfrute de una jubilación más prolongada; puede que mucho más larga de lo que anticipamos. Con frecuencia, para muchos inversores tener suficiente flujo de efectivo para financiarla es una de las principales preocupaciones.

Nadie quiere sorpresas durante la jubilación; principalmente, no la clase de sobresalto que supone reducir los gastos de forma repentina. ¿Cómo incrementar la probabilidad de que tu cartera tenga el nivel de flujo de efectivo esperado durante la totalidad de tu horizonte temporal?

Un mito muy extendido es que la financiación de la jubilación es fácil y previsible si uno cuenta con una cartera fuerte en acciones que proporcionen altos rendimientos y/o bonos con altos rendimientos por cupón. Y que cualquiera que sea ese rendimiento en efectivo (dice la creencia) puedes gastar con tranquilidad. ¡Puede que incluso sin tocar el principal! Muchos inversores —profesionales incluidos— creen que ésta es una estrategia de jubilación segura (otra vez esa palabra).

No cuentes con ello. Este mito podría ocasionarte errores potencialmente muy costosos. Equivocaciones que pueden obligarte a tener que ajustar tus gastos futuros; y dar lugar a incómodas conversaciones con tu cónyuge.

El mito de los altos dividendos plantea varios problemas. El primero y más sencillo es que confunde ingresos con flujo de efectivo. Sí, los dividendos (también el pago de intereses) son técnicamente ingresos. En la declaración de la renta se declaran como tales. Y no hay nada malo en ello como fuente de flujo de caja; hasta cierto punto, según tus objetivos a largo plazo y tu perfil financiero, las acciones que pagan dividendos y la renta fija bien pueden ser lo más conveniente para ti. No puedo decirte si es adecuado para ti porque no te conozco. Pero si sólo, o principalmente, cuentas con ellos, podrías quedarte corto con tus objetivos.

La teoría financiera es clara al respecto: después de impuestos, deberías ser agnóstico acerca de la fuente de tu flujo de efectivo. No importa si lo obtienes de dividendos, de un cupón o de la venta de un activo financiero. ¡El dinero es dinero! En vez de eso, lo que más debería preocuparte es seguir invirtiendo de forma óptima sobre la base de una referencia (es decir, una asignación de activos a largo plazo) conveniente para ti. Y quizá con una cartera llena de acciones de alto dividendo no lo logres. ¿Por qué?

Las principales categorías de acciones van y vienen en las preferencias de los inversores; aquellas que rinden altos dividendos incluidas. Los estilos de valor y crecimiento intercambian los puestos de liderazgo, igual que lo hacen los valores de pequeña y de gran capitalización. Todos los principales sectores rotan —el energético, el tecnológico, el financiero, el de materias primas, etc.— y pasan por períodos en los que lideran y otros en los que van a la zaga, de forma constante e irregular. Las acciones de alto dividendo no son más que otra categoría de activo financiero. No tienen mejor comportamiento ni son menos volátiles. A veces les va bien, otras les va regular y en ocasiones les va fatal. (Más sobre el tema en el capítulo 9.)

Algunos inversores creen con toda su alma que el dividendo es señal de que una compañía está saneada. ¿Y no deberías querer tener una cartera sólo de acciones prósperas? Pero no hay nada inherentemente mejor en una compañía que pague dividendos; no es más que otra manera de generar valor para el accionista.

Algunas empresas eligen generar valor reinvertiendo los beneficios. Quizá crean que invertir en nuevos bienes de equipo o investigación o comprar (o fusionarse) con un rival o negocio complementario hará que los

inversores pujen más alto por sus acciones. Puede que otras decidan que reinvertir no proporcionará mucho crecimiento añadido (ya sea por el lugar en que se encuentran dentro de un ciclo de mercado, por la naturaleza del negocio de la empresa, o por cualquier otra razón). Así que tal vez generen valor para los accionistas mediante el pago de dividendos. Lo ves en cuanto accionista. Cuando una empresa paga dividendos, el precio de las acciones cae más o menos la cantidad del dividendo, en iguales condiciones. Después de todo, la compañía está entregando un valioso activo: dinero en efectivo.

Como las compañías que pagan altos dividendos tienden a dar más valor al hecho de entregar efectivo a los accionistas que a reinvertir los beneficios, existe una cierta superposición en las categorías de altos dividendos y acciones de valor. Mientras que las empresas que más crecen tienden a no pagar dividendos, o a pagarlos muy bajos (por lo común; no se trata de una norma que se aplique a rajatabla). En términos generales, cuando la inversión en acciones de valor está de moda, también lo están las acciones que rinden altos dividendos. Y cuando las acciones de crecimiento tienen un mejor comportamiento que las de valor, los altos dividendos rinden asimismo por debajo de lo esperado.

Permíteme que lo repita: las acciones de valor no son de manera permanente una categoría mejor; intercambia liderazgo con las acciones de crecimiento. Ninguna categoría lidera eternamente (sobre lo que hablaremos más en el capítulo 9).

¡Sin garantías!

De modo que las acciones de alto dividendo no siempre son mejores ni tienen significativamente una volatilidad esperada ni características diferentes de rentabilidad a la larga. Importante: los dividendos no están garantizados. Las compañías que los pagan pueden —como así hacen y seguirán haciendo—, recortar los dividendos. ¡O anularlos por completo! PG&E (Pacific Gas & Electric Company), empresa de servicio público con un largo historial de pago de dividendos, dejó de hacerlo durante cuatro años al caer sus acciones

de unos ya bajos 30 dólares a unos 5 entre 2001 y 2002. Durante la crisis crediticia de 2008, los bancos (y muchas otras empresas) redujeron sus dividendos.

Otro mito es que la mera existencia del pago de dividendos es prueba de la buena salud de la compañía. Si una empresa paga dividendos, debe estar inundada de dinero y saneada, ¿no? Y cuanto mayor sea el dividendo, más próspera la empresa, ¿no?

No. Mientras que las acciones de PG&E experimentaban la mencionada caída de precio, su rentabilidad subió; pero porque la rentabilidad depende de los pagos anteriores y del precio actual de las acciones. Un dividendo más alto no fue entonces más que un síntoma de la caída de su cotización bursátil (y luego PG&E los suspendió por completo). En agosto de 2008, semanas antes de su implosión, el ya desaparecido Lehman Brothers pagó dividendos. El pago de dividendos no es señal de seguridad garantizada.

¿Y los tipos de interés de los bonos? Si dependes por completo o parcialmente de ellos, puedes acabar con una asignación de renta fija demasiado grande que no sea adecuada para ti, y que podría repercutir en la posibilidad de que a la larga logres tus objetivos.

Tampoco puedes olvidarte del riesgo por la tasa de interés, tal como se indicó en el capítulo 3. ¿Qué pasa cuando tienes bonos a 10 años que pagan una tasa cupón de interés del 5 por ciento y que vence en 2012, y un bono emitido recientemente, análogo en todos los sentidos —plazo, perfil de riesgo, etc.—, que sólo rinde un 1,6 por ciento?

En 2012, el rendimiento de los bonos es, y ha sido, históricamente bajo. A menos que compres bonos considerados basura (aumentando el riesgo de tu cartera, lo que puede ser, o no, conveniente), es probable que no estés obteniendo mucha rentabilidad.

No hay nada malo en obtener flujo de efectivo de dividendos o de bonos, pero no deberías suponer que están libres de riesgo, por lo que tampoco deberías atarte sólo a ellos.

Dividendos caseros

De modo que si necesitas flujo de caja de tu cartera, y no quieres quedarte estancado en una asignación de acciones de alto dividendo indebidamente grande y/o de renta fija, ¿qué puedes hacer? No querrás vender activos, ¿no?

¡Sí! ¿Por qué no? ¡Para eso están!

A esta táctica la llamo de «dividendos caseros». El término es mío, y sólo significa recoger los frutos de tu cartera como te parezca conveniente sin dejar de invertir de forma óptima.

Y para ello puedes vender activos financieros. ¡Puedes hacerlo! La gente suele decir: «Pero no quiero vender principal». Comprar y vender títulos individuales es increíblemente barato; no hay muchos impedimentos a la hora de mantener bien invertida tu cartera en función de tu punto de referencia y vender valores de vez en cuando para recaudar efectivo.

La recaudación de dividendos caseros también te da margen para, cuando corresponda, llevar a cabo cierta planificación tributaria. Si lo deseas, puedes vender títulos con pérdidas para compensar las ganancias. Algunos años no podrás hacerlo, pero aun así, vender acciones con una plusvalía a largo plazo se traduce en una carga impositiva relativamente pequeña. A efectos fiscales, puedes trasladar pérdidas a ejercicios posteriores para mitigar algo de eso.

Es probable que una cartera bien diversificada siempre incluya algunas acciones que paguen dividendos, de modo que es de esperar que todavía te quede algo de flujo de efectivo de ellos. Pero no tienes que estar atado de pies y manos sólo por aquellos valores que generen rendimientos más elevados. Y según tus objetivos y tu horizonte temporal, quizá tengas algunos bonos que empiecen a pagar cupones; aunque dependiendo de tu punto de referencia, quizá esto no constituya una exigencia.

Ya sea durante la jubilación, cerca de ella o en 40 años, los inversores deberían cuidarse más de la rentabilidad total —a saber, el incremento del precio más dividendos— que sólo de la rentabilidad por dividendo. Esto te permite elegir un punto de referencia basado en tus objetivos y en tu horizonte temporal, no sólo en una rentabilidad por dividendos. Centrarse sólo en eso puede significar quedarse gravemente rezagado con respecto a lo

que hubieras conseguido de otro modo si las acciones de alto dividendo caen en desgracia, o ver cómo los dividendos disminuyen periódicamente o se recortan. No es una gran estrategia.

Capítulo 9

La superioridad permanente de las acciones de valor de baja capitalización

«Las acciones de valor de baja capitalización son mejores que otras acciones.»

SE TRATA DE UN mito ante el que muchos inversores profesionales e incondicionales entusiastas suelen caer rendidos; la creencia de que las acciones de estilo valor de pequeña capitalización son inherentemente mejores y proclives a mostrar un comportamiento superior a largo plazo, para siempre jamás, por los siglos de los siglos, amén.

No es cierto. Si lo fuera, todos lo sabríamos, y todo el mundo invertiría sólo en acciones de estilo valor de baja capitalización. Pero hay también otros estrictos adeptos (igual de equivocados) a otro tamaño/estilo/categoría de activos. Algunas personas sólo compran acciones de crecimiento de alta capitalización. Otros, sólo del sector tecnológico. Sólo acciones estadounidenses. Sólo Blue Chips. Sólo de farmacéuticas inglesas de mediana capitalización. Sólo esto. Sólo aquello. Nombra una categoría, y habrá un grupo de fans que creerá haber encontrado la panacea a largo plazo; su querida categoría es la mejor, y no hará falta ningún tipo de análisis más allá de eso. Pero no importa lo desmesurada que sea su predilección por [inserta aquí una categoría], no todos pueden tener razón. Y, de hecho, ninguno la tiene.

¿Predilección permanente o seguir una moda?

Otro importante rasgo de esta predilección permanente es que con frecuencia no es tan continua. Sí, algunos discípulos de las acciones de pequeñas empresas o *small values* aguardan rígida y firmemente, aun durante los períodos (a veces, insoportablemente largos) en que estas tienen un mal comportamiento, tan firme es su fe. Pero hay quienes, tras ver cómo una categoría pasa por una buena racha durante algún tiempo (las acciones de crecimiento de gran capitalización de mediados a finales de la década de los noventa, las tecnológicas a finales de la década de los noventa, Estados Unidos durante toda la década de los noventa, mercados emergentes a finales de la primera década del presente siglo, etc., etc., etc.), piensan: «¡Ajá! ¡Esta es la mejor categoría! Me la estoy perdiendo. ¡Pero eso se ha acabado! Estoy convencido de que esta otra es mucho mejor y a partir de ahora me centraré en ella». A menudo se pasan justo a tiempo para que rote el liderazgo (como siempre hace, de manera irregular), y acaban viéndose sus rendimientos gravemente retrasados respecto a los del mercado. ¡Puede que ese determinado sector candente quiebre y ellos se estrellen! Tal vez decidan entonces que se han equivocado (de nuevo), y compran otra categoría que hayan observado que lleva algún tiempo siendo líder y creen que ésa es la definitiva, que es mucho mejor. Esto no es más que perseguir una moda, nada más.

No creen estar haciéndolo. ¡No! Todos sabemos que eso es malo. Es más, piensan estar siendo racionales. Que el reciente y prolongado rendimiento superior de la categoría X demuestra que es mejor. Y, seguro, una determinada categoría de activo financiero puede dar mayores beneficios durante un largo período. Pero eso no quiere decir que sea permanentemente superior. Sólo significa que el sentimiento con respecto a esa categoría ha sido en especial intenso, que los fundamentos económicos justificaban su extraordinario rendimiento durante cierto tiempo o una combinación de ambos. Pero sólo porque algo haya liderado el mercado por algún tiempo no quiere decir que deba seguir haciéndolo durante mucho más en el futuro.

A modo de ejemplo, desde 1926, la rentabilidad anual de las acciones de baja capitalización fue del 11,9 por ciento frente al 9,9 por ciento del S&P 500.³⁶ ¿Prueba de que éstas son permanentemente mejores? En realidad no. Gran parte de ese rendimiento extraordinario ignora los grandes diferenciales

entre el precio de la oferta y el de demanda (y por tanto los grandes costes de intermediación) comunes en las acciones de baja capitalización en las décadas de los treinta y cuarenta; a veces de hasta un 30 por ciento del precio de compra. Los costes devoraron una parte importante de las ganancias de quien entonces compró y vendió acciones de baja capitalización, aunque eso no quede reflejado en los retornos del índice general a largo plazo.

Además, las acciones de baja capitalización tienden a rebotar muchísimo en mercados bajistas; cuanto mayor sea la caída, mayor el rebote. Aunque sea relativamente efímero. Las acciones de baja capitalización rebotan mucho porque después caen mucho en fases posteriores del mercado bajista; bastante más que el mercado amplio. Si estás esperando a que se produzca un gran rebote de acciones de baja capitalización, deberás pasar también por su gran caída; algo emocionalmente duro. Fuera de sólo unos pocos episodios importantes de rebote de los títulos de pequeña capitalización, lo habitual es que los de gran capitalización superen a los de pequeña capitalización; y, por norma general, durante períodos muy largos. Mental y emocionalmente puede resultar difícil invertir en un tipo de activo en el que las recompensas son pocas y aisladas.

Y si durante los suelos de los mercados bajistas pudieses identificar a la perfección esos rebotes (algo difícil), existen entonces un sinnúmero de otras formas mejores que las acciones de empresas de baja capitalización para obtener gran rentabilidad. Pero esos períodos en los que las acciones de las grandes ganan a las pequeñas son lo suficientemente largos para volver completamente loco al inversor más paciente. La mayoría de los mercados alcistas más prolongados de la historia estuvieron dominados por las acciones importantes.

Principios básicos del capitalismo

Lo cierto es que para creer que una categoría es permanente e inherentemente mejor, debes renegar de principios básicos del capitalismo; sobre todo rechazar que los precios los determinan las fuerzas de la oferta y la demanda en constante movimiento. Es probable que en una clase de economía básica

en la universidad te describieran esto como entusiasmo. ¿Cuánto entusiasmo muestran los consumidores por comprar (esto es, la demanda) algo a diferentes precios? En general (pero no siempre), a precios más altos, los consumidores quieren menos de algo que a precios inferiores.

También la oferta tiene que ver con el entusiasmo. ¿Cuánto entusiasmo muestran los proveedores por producir más o menos de algo a diferentes precios? Normalmente (pero no siempre), los productores se mostrarán más entusiastas por producir algo a un precio elevado que a uno bajo. En un momento dado, el entusiasmo del consumidor y el del productor coinciden; ése es tu precio. Un precio despliega una tecnología increíble. La gente no piensa en él de ese modo, pero se trata de una simple manifestación de miles, puede que millones, tal vez miles de millones de factores, todos ellos colisionando en un punto donde el comprador comprará y el vendedor venderá. (Los políticos siempre quieren jugar con los precios, pero eso es porque ellos no son inversores y no pueden entender, y nunca lo harán, el mecanismo de la fijación de precios de los mercados de capitales.)

¿Por qué he dicho «pero no siempre» dos veces? En ocasiones, los consumidores quieren algo más a un precio mayor. Éste puede ser parte del paquete emocional, vinculado al prestigio o a la cualidad aparente o a cualquier otra cosa que el comprador valore. Por ejemplo, cuando Apple produce un iPhone de última generación, algunas personas guardan cola para hacerse con el producto el primer día, aunque éste seguirá siendo el mismo al cabo de tres o seis meses, y lo más probable es que el precio caiga bastante. En ocasiones, los adelantos tecnológicos reducen los costes para los productores, lo que les predispone a producir a un precio menor. (Básicamente se trata de la ley de Moore en acción.) Aun así, todo ello es un reflejo de los diversos niveles de entusiasmo para consumir o producir.

Los medios de comunicación y los analistas intentan vincular la fluctuación del precio de las acciones a cualquier factor imaginable, pero en resumidas cuentas, y como todo lo que compramos en el libre mercado, el precio viene determinado por la oferta y la demanda.

A corto plazo, la oferta de acciones es relativamente fija. La oferta pública inicial (IPO, por sus siglas en inglés) y la emisión de nuevas acciones llevan muchísimo tiempo, esfuerzo y contribución reguladora; además, se

anuncian con bastante anticipación. Las fusiones y la recompra de acciones reducen la oferta, pero suelen ser telegrafiadas con anticipación. Asimismo, las quiebras pueden reducir la oferta pero no se dan en volúmenes suficientemente amplios como para mover demasiado la aguja de la distribución de acciones. De modo que en los próximos 12 a 24 meses, no es habitual tener inesperadas oscilaciones en la oferta de acciones. Es entonces cuando reina la demanda, impulsada principalmente por sentimientos volubles —según se tornan más positivos o negativos—, lo que puede ocurrir muy rápido.

Pero a largo plazo, las presiones de la oferta saturan todo lo demás. La oferta de acciones puede aumentar o reducirse hasta el infinito según unas pautas perfectamente impredecibles; aumentando mediante las emisiones o contrayéndose a través de la reventa de acciones o de adquisiciones de empresas.

Lo que ocurre es que una categoría comienza a despertar un mayor interés; como el sector tecnológico a finales de la década de los noventa. Los emprendedores e inversores de capital riesgo notan esa creciente demanda y ven a los inversores dispuestos a pujar por valores de esa categoría; parece fácil ganar dinero. Quieren subirse al tren y a la rentabilidad futura que creen poder generar con dinero relativamente fácil. Al mismo tiempo, los bancos de inversión, cuyo propósito social es ayudar a que las compañías accedan al mercado de capitales, también observan una creciente demanda en la categoría X. Ayudan a los emprendedores emitiendo nuevas acciones o nueva deuda para reunir dinero y poder poner en marcha una empresa. Si se hace bien, resulta rentable para todas las partes implicadas.

O tal vez no se trate de una nueva empresa, sino de una vigente que no quiere perderse las potenciales ganancias de la candente categoría X. De modo que también emite acciones o deuda para reunir fondos y empezar una nueva división, o comprar quizá otra compañía con experiencia en esa área. O puede que sólo quiera capital para comprar nuevos equipos o para dedicarlo a investigación y desarrollo. A los dueños de empresas les complace hacer algo así porque prevén grandes beneficios futuros a través de su actividad. Los inversores están dispuestos a comprar las acciones porque quieren una parte de dichos beneficios futuros. Y a los bancos de inversión les interesa ayudar a

que las empresas emitan acciones o deuda porque, de nuevo, puede ser lucrativo para ellos. (No olvides nunca la poderosa fuerza que supone la motivación económica para el bien de la sociedad.)

Los banqueros de inversión continúan emitiendo más acciones para empresas nuevas y las ya establecidas, hasta que al final la oferta satura la demanda y caen los precios.

A veces éstos bajan despacio, otras lo hacen rápido; pero la demanda se hunde y los bancos de inversión dejan de querer emitir tantas acciones para la inactual categoría. Quieren emitir acciones de la nueva y candente (puede que tibia) categoría; incrementar ahí la colocación de acciones. Mientras, el exceso de oferta en la ahora fútil categoría puede ser descartada mientras las compañías recompran acciones, caen en la bancarrota o son engullidas por otras empresas. La oferta se puede expandir y contraer sin cesar y, a largo plazo, superar cualquier variación acusada de la demanda.

Como en diferentes momentos las empresas siempre mostrarán interés por reunir fondos, y como los banqueros de inversión se sentirán constantemente impulsados a ayudar a las compañías que necesiten (o quieran) reunir fondos emitiendo acciones para satisfacer la demanda (o gestionar recompras y adquisiciones), a la larga la oferta futura será siempre imprevisible aunque abrumadora.

La demanda debe moverse de categoría en categoría de manera irregular. No hay ningún motivo fundamental por el que, de aquí a 10 años, la banca de inversión deba querer emitir más acciones del sector tecnológico frente al energético, frente a una categoría más amplia como las empresas de pequeña o de gran capitalización. Cada categoría —si está bien formulada— debe transitar su propio camino, pero ganar retornos muy similares durante períodos superlargos, a medida que las fuerzas de la oferta conducen en última instancia a rendimientos a largo plazo.

Otra forma de pensar en ello es el gráfico 9.1, que se asemeja a una colcha de *patchwork* sin una pauta visible. Muestra grandes categorías de activos (valores de gran capitalización estadounidenses y extranjeros, acciones de crecimiento estadounidenses de gran capitalización, *small value*, bonos, etc.) y cómo se desempeñaron cada año con respecto a otras categorías.

GRÁFICO 9.1 Ningún estilo es mejor eternamente

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Record 2000 Value	29.7%	32.4%	7.4%	35.7%	35.2%	33.4%	21.4%	43.3%	22.8%	14.6%	58.2%	48.5%	23.2%	26.2%	13.8%	6.2%	3.4%	28.7%	28.7%	7.2%	
Record 2000 Value	18.3%	23.4%	3.9%	23.4%	22.8%	32.4%	29.4%	35.4%	35.4%	11.8%	8.2%	-11.4%	42.2%	26.2%	32.2%	23.8%	18.2%	24.8%	34.8%	26.4%	22.2%
Record 2000 Value	18.3%	23.4%	3.9%	23.4%	22.8%	32.4%	29.4%	35.4%	35.4%	11.8%	8.2%	-11.4%	42.2%	26.2%	32.2%	23.8%	18.2%	24.8%	34.8%	26.4%	22.2%
Record 2000 Growth	7.8%	7.4%	4.9%	37.4%	21.4%	37.4%	21.4%	21.4%	-3.8%	-9.2%	-36.2%	38.8%	5.2%	18.4%	4.2%	7.2%	13.2%	27.2%	27.2%	22.2%	27.2%
Record 2000 Value	7.8%	13.4%	-1.4%	28.4%	14.4%	22.4%	37.4%	25.4%	-4.2%	8.2%	-38.2%	24.2%	24.2%	4.4%	18.4%	8.2%	18.4%	24.4%	24.4%	18.4%	-2.8%
Record 2000 Growth	7.2%	18.4%	-1.4%	25.4%	11.4%	12.4%	1.2%	4.2%	-4.2%	-11.2%	-22.2%	28.2%	18.2%	4.2%	12.4%	2.2%	13.4%	24.4%	24.4%	18.4%	-4.2%
Record 2000 Value	1.9%	8.2%	-2.4%	18.2%	4.4%	8.2%	-2.8%	-20.2%	-22.2%	28.2%	24.2%	24.2%	4.2%	12.4%	2.2%	12.4%	-1.4%	28.4%	28.4%	7.2%	-4.8%
Record 2000 Value	-12.2%	8.2%	-2.8%	11.2%	2.4%	1.4%	-4.8%	-1.8%	-22.4%	-21.4%	-38.4%	4.2%	4.2%	4.2%	12.4%	4.2%	-9.8%	+42.4%	8.2%	8.2%	-12.2%

Fuente: Thomson Reuters.³⁷

Así, en 1990, los valores de pequeña capitalización fueron los mejores, y las acciones extranjeras (MSCI EAFE), las peores. ¡Al año siguiente estas últimas fueron las mejores! Pero las celdas se desplazan. La compra del ganador del año anterior no desembocó en el ganador del año siguiente; tampoco resultó hacer lo contrario y comprar el perdedor del año anterior. A veces una categoría es la mejor durante un tiempo y después queda enterrada. Ninguna celda domina, y no existe cualidad predictiva.

Otra conclusión clave que se desprende del gráfico 9.1 es que si no tienes una buena razón fundamental para favorecer una determinada categoría excepto el hecho de que sea candente, lo más probable es que estés siguiendo una moda. Puede funcionar durante un tiempo por mera coincidencia, pero no desvela una estrategia acertada a largo plazo. De hecho, es más factible que se trate de una estrategia perdedora.

No caigas en la predilección permanente. No es más que otra forma de parcialidad, que te ciega a la realidad.

Capítulo 10

Espera a estar seguro

«Ahora las acciones parecen muy inestables. Esperaré hasta que se comporten con normalidad; entonces moveré ficha.»

¿Te RESULTA FAMILIAR? ¿LO HAS dicho o pensado alguna vez? ¿O se lo has oído decir a alguien? Es así como piensan muchos inversores; ya sea en medio de un mercado bajista, una corrección o incluso durante una habitual tendencia alcista cuando la volatilidad anda un poco alborotada. Pero ¿en qué consiste esta normalidad que tanto esperan? ¿En una gran señal de «¡ENTRA, AHORA!»? ¿O acaso aguardan a que las acciones dejen de ser tan volátiles y empiecen a apreciarse de una forma limpia, ordenada, gradual y constante, sin pánico de por medio?

Confía en ello y esperarás una eternidad. La idea de que las acciones se comportarán, y deban comportarse, «con normalidad», y de que se te dará luz verde para comprar es un mito. Las acciones son, por lo general, volátiles; a veces más, a veces menos, pero al fin y al cabo volátiles. (Repasa el capítulo 4.) Y quieres que así sea. Suena perverso, pero es cierto. La teoría financiera es clara al respecto: no puedes obtener muchos beneficios sin riesgo (esto es, sin volatilidad). Si a corto plazo las acciones revisten características de baja volatilidad, los rendimientos serán menores. Si quieres un rendimiento más alto, debes aceptar un mayor nivel de volatilidad a corto plazo. Si quieres tener menor volatilidad a corto plazo, deberás esperar menores retornos.

Pero esta idea de que los inversores deben aguardar a que las cosas parezcan claras tiende a aflorar con mayor frecuencia durante el pronunciado y doloroso período de un mercado bajista. ¡Esos días en que las acciones

pueden oscilar extremadamente, quizá un 4 por ciento, un 5 por ciento, un 6 por ciento o más en una sola sesión! ¡Uf!

Entonces puede parecer una decisión inteligente esperar un poco a que las cosas se calmen; hasta estar seguros de que ha concluido el mercado bajista y el alcista está en camino. Tal vez ya hayas invertido y seguido en el mercado mientras éste se mantenía a la baja. Pero las vicisitudes del último mercado bajista comienzan a hacer mella en ti; y temes que no haya acabado. ¿Deberías abandonar, esperar al final y volver cuando las señales sean mucho más claras? (Otra cuestión: ¿eres tan bueno calculando el funcionamiento de los mercados? Si es así, ¿por qué no previste la cima del mercado alcista?)

Tal vez estés fuera y sabes que debes volver a entrar. Pero ¿cuándo? Si estás fuera, disponerte a volver a entrar puede resultar increíblemente duro; quizá más difícil que decidir salir. ¿Es mejor esperar para estar seguros de que se ha terminado el mercado a la baja?

No. En los mercados de capital, la claridad es una de las cosas más caras de comprar. Esto es así tanto si se trata de un mercado bajista, alcista o cualquiera de los innumerables *rallies* a contracorriente entre uno y otro. Y por contradictorio que parezca, el riesgo es en verdad mínimo cuando el temor es mayor y el sentimiento sumamente adverso; justo cuando un mercado bajista está tocando fondo. La claridad es casi siempre una ilusión; una muy cara.

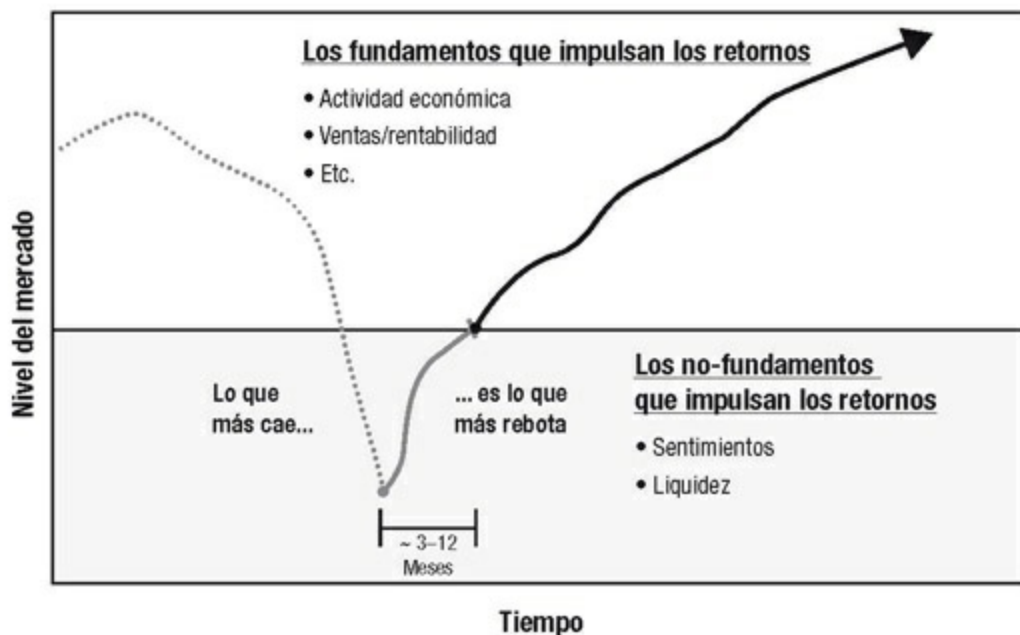
Nadie puede saber con exactitud cuándo un mercado bajista está tocando fondo. ¡Claro que puedes tener suerte! Pero la suerte no refrenda ninguna estrategia, es un accidente. Por dolorosas que a corto plazo resulten las azarosas oscilaciones del final de un mercado bajista, lo que nadie quiere es perderse el principio de un nuevo mercado alcista. Los beneficios de los nuevos mercados alcistas son enormes y se obtienen superrápido, borrando con rapidez casi toda la volatilidad de la última etapa. Incluso si sufres el último 15 o 20 por ciento de un mercado a la baja, sigue siendo sin duda modesto comparado con la primera etapa posterior del siguiente mercado alcista.

EGH en funcionamiento

El gráfico 10.1 muestra cómo funciona un típico mercado bajista: como un resorte. Cuanto más lo oprimes/aprietas, mayor el rebote. Naturalmente, los mercados bajistas pueden (y a menudo es así) tocar fondo dos veces, pero eso no reduce el rebote. Y con tiempo suficiente, este tocar fondo en forma de W pasa a ser más bien una V.

Cuando da comienzo un mercado bajista, el deterioro de los parámetros económicos fundamentales impulsa la caída inicial. La gente cree que los mercados bajistas empiezan con un estallido, lo que por norma general no suele ser así. Las correcciones comienzan con una gran caída impulsada por el sentimiento de mercado que asusta casi a todo el mundo. Sería más sencillo si los mercados bajistas llegasen con un comunicado asustador: «¡Oye! ¡Se acerca un mercado a la baja!». Pero el motivo por el que tantas personas quedan atrapadas es que los máximos del mercado alcista tienden a darse la vuelta, y el nuevo mercado bajista comienza a descender con lentitud. No parece un mercado a la baja; parece más bien que vaya dando bandazos, ¡algo que también ocurre durante el transcurso de los mercados alcistas!

GRÁFICO 10.1 Hipotético rebote en V



Nota: Sólo a título ilustrativo. No está dibujado a escala. No debe interpretarse como una previsión.

Llamo al mercado de valores «El Gran Humillador» (EGH); su finalidad es humillar a tanta gente como pueda, mientras pueda, por la mayor cantidad de dinero que pueda. Y uno de los trucos favoritos del EGH es engañarla para que adquieran falsa seguridad con un vibrante máximo en un mercado alcista. Un repentino efecto *big bang* se lo pondría demasiado fácil a la gente, que vería venir un mercado bajista y saldría con un mínimo de humillación.

Es en la última parte cuando se registra la explosión. En un momento dado, disminuye la liquidez (como vimos en otoño de 2008 durante la crisis financiera) y los sentimientos sustituyen a los fundamentales económicos. Suele seguirle el pánico.

Pero con frecuencia éste no es más que una emoción, así como la falta temporal de liquidez que acompaña al viraje en los sentimientos y que se confunde con algo fundamental. A menudo, las cotizaciones de las acciones no se ajustan a la realidad. Que es por lo que resulta tan endiabladamente difícil calibrar cuándo se ha alcanzado lo peor de un mercado bajista. De todos modos, es complicado medir el sentimiento de mercado con exactitud. Éste cambia raudo. Motivo por el cual mientras comienza un nuevo mercado alcista, el lado derecho de la parte inferior de la V puede darse con igual rapidez.

El rebote en V

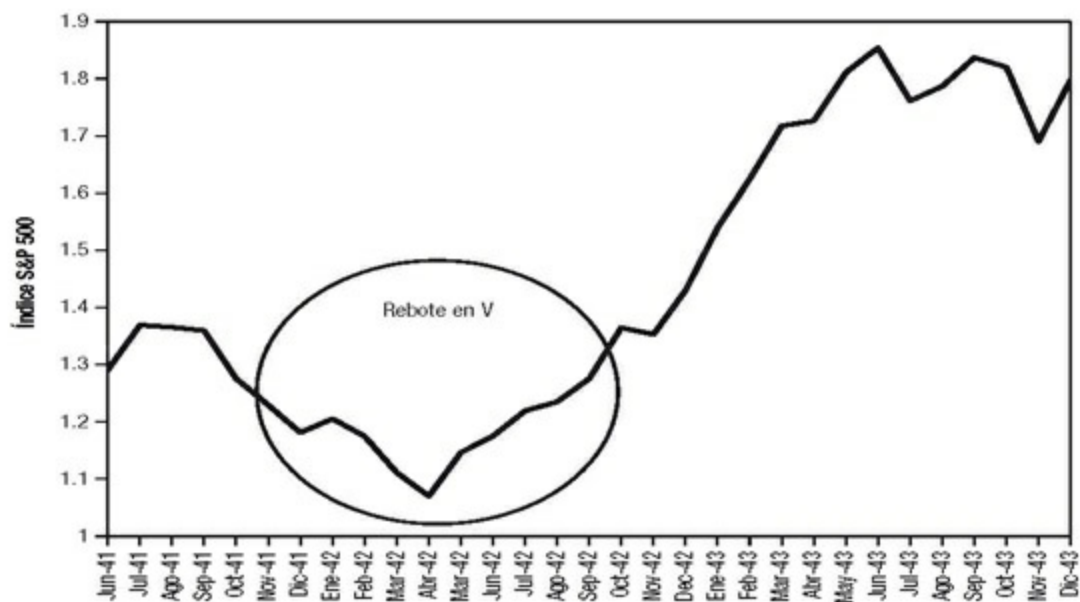
La gente no suele creer que esté irrumpiendo un nuevo mercado alcista; a veces durante años después de haber empezado. En particular sucede en sus etapas iniciales. «¿Cómo puede tratarse de un mercado alcista cuando todo va tan mal?», se preguntan.

Y es probable que todo vaya bastante mal. A menudo los mercados alcistas comienzan antes de que la contracción económica toque fondo. Pero las acciones no suben porque las cosas vayan mejor, sino porque todo el mundo espera el Armagedón pero, en un momento dado, el Armagedón no acontece, y la gente se da cuenta de que la realidad no es tan terrible. El

pánico era exagerado. Sólo ese ligero sentimiento junto con valoraciones inmensamente hundidas puede hacer que las acciones se disparen en Bolsa. Por lo general, la configuración de la etapa inicial del nuevo mercado alcista coincide con la velocidad y la forma del final del mercado bajista; lo que yo llamo el efecto «rebote en V».

(Otra peculiaridad común de la V es que en las fases finales de un mercado bajista, cuando el sentimiento de mercado provoca una gran volatilidad, las categorías que más caen son las que tienden a rebotar más en la parte inicial de un mercado alcista. Léase más al respecto en el capítulo 19 de mi libro *Debunkery*, publicado en 2010.)

GRÁFICO 10.2 Auténtico rebote en V: 1942

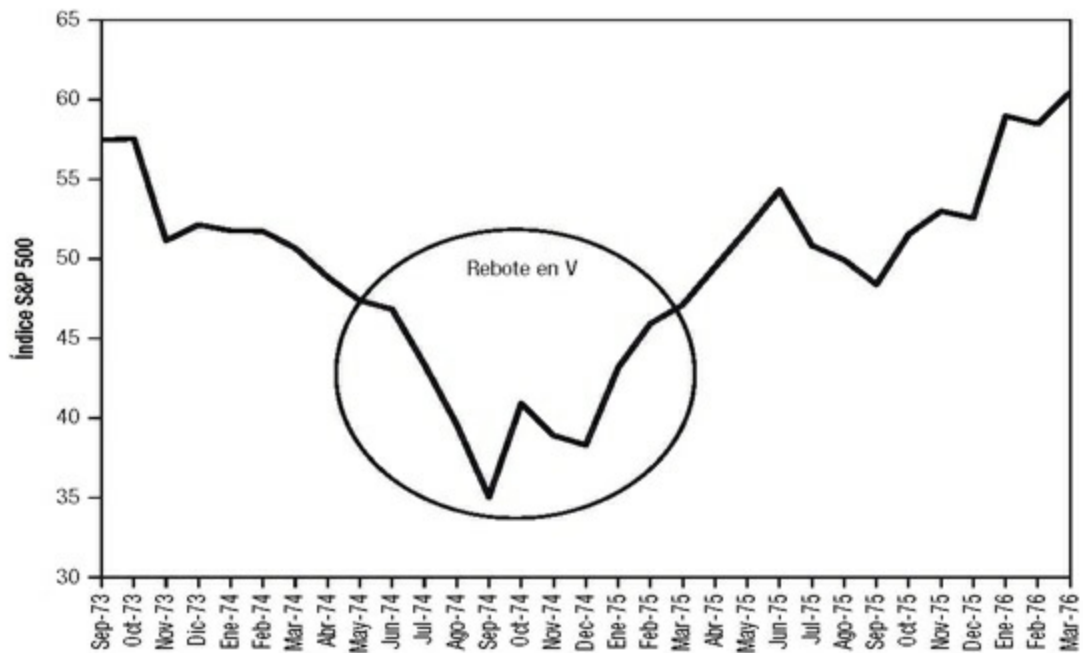


Fuente: Global Financial Data, Inc., 25/10/2012, S&P 500 (datos mensuales) del 30/06/1941 al 31/12/1943.³⁸

No se trata sólo de una teoría; vemos la V a través de la historia. Los gráficos 10.2 a 10.5 muestran algunos rebotes en V. A veces los mercados bajistas terminan tocando fondo dos veces en forma de W, siendo la diferencia entre ambos momentos de unos meses. Y aunque durante un breve

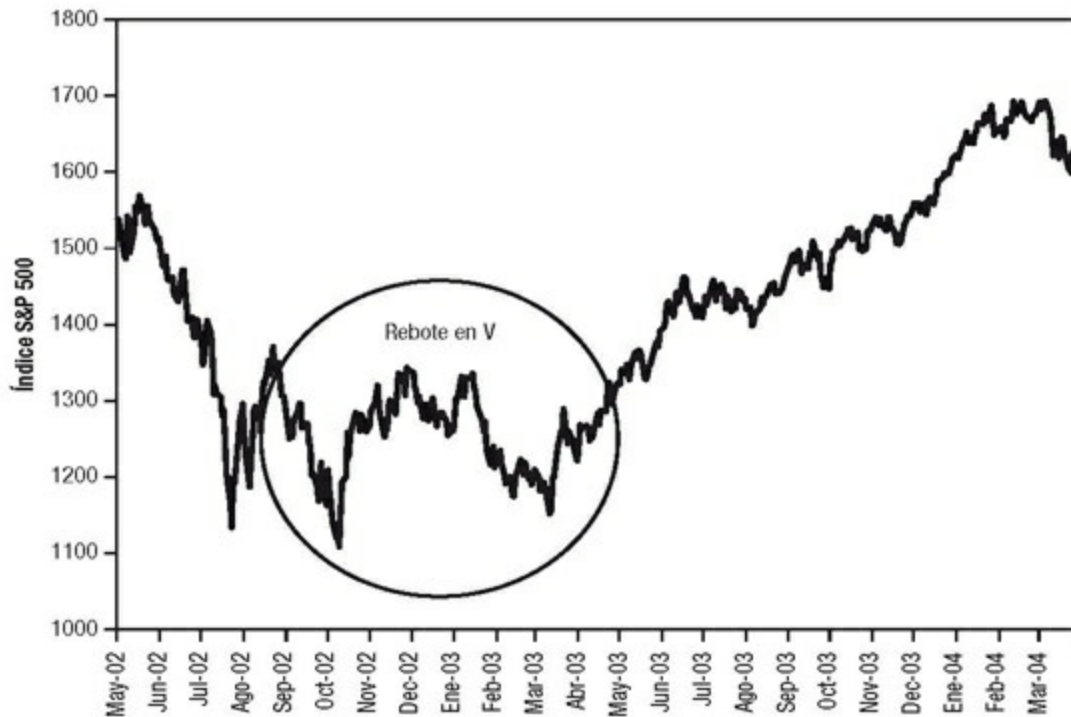
período puede parecer una W, en un tiempo mínimo se convierte en un diseño en V básico. Y en comparación, el fondo de la parte de la W comienza a parecer diminuta.

GRÁFICO 10.3 Auténtico rebote en V: 1974



Fuente: Global Financial Data, Inc., 25/10/2012, S&P 500 (datos mensuales) del 30/09/1973 al 31/03/1976.³⁹

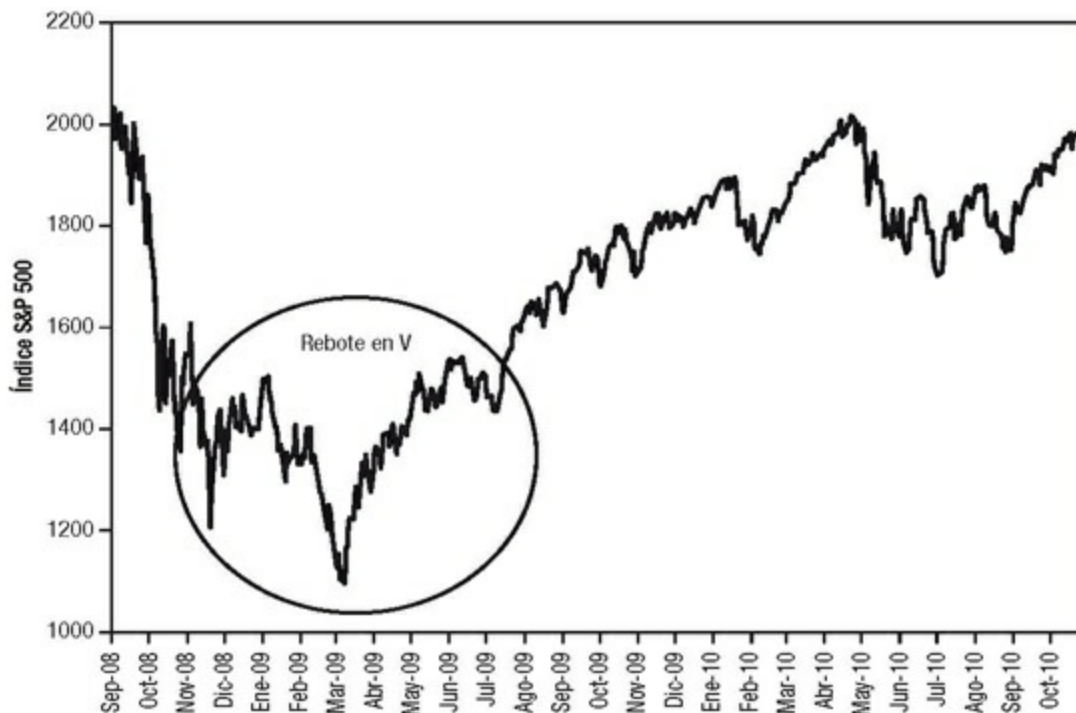
GRÁFICO 10.4 Auténtico rebote en V: 2002



Fuente: Global Financial Data, Inc., 25/10/2012, S&P 500 (datos mensuales) del 31/05/2002 al 31/03/2004.⁴⁰

Perderse los beneficios de la primera etapa del rebote en V mientras se espera cierta sensación ilusoria de «claridad» puede significar desaprovechar la oportunidad de borrar una gran parte de tus anteriores pérdidas en el mercado bajista. Te perjudica con relación a tu punto de referencia. La parte ancestral de nuestros cerebros dice: «¡Ostras! ¡Hemos caído un montón! ¡Protejámonos para no caer más!». Si procedemos así, de inmediato podemos sentirnos mejor durante algún tiempo. Pero también privarnos de los enormes beneficios que suelen obtenerse en los primeros estadios de un rebote alcista en forma de V. Tal vez no enmiende tus pérdidas del mercado bajista, pero sin duda te pone en el camino de conseguirlo.

GRÁFICO 10.5 Auténtico rebote en V: 2009



Fuente: Global Financial Data, Inc., 25/10/2012, S&P 500 (datos mensuales) del 30/09/2008 al 31/10/2010.⁴¹

La volatilidad es inmensa en ambos lados de la parte inferior de la V. Sólo en retrospectiva sabrás qué inestabilidad estás sufriendo: la del final de un mercado a la baja, o la del principio de uno al alza. Pero si te pierdes esos primeros beneficios, te arrepentirás. El gráfico 10.6 muestra lo enormes que pueden llegar a ser éstos; ¡con una media de un 21,8 por ciento en los tres primeros meses y del 44,8 por ciento en los primeros 12 meses! Es más, durante los primeros 12 meses los retornos son sistemáticamente grandes y rápidos; es evidente que algunos son mayores y más rápidos que otros, pero aun así todos grandes y rápidos. El rendimiento anual medio de un mercado alcista es del 21 por ciento,⁴² ¡pero la media de su primer año duplica esa cifra con creces!

GRÁFICO 10.6 Primeros 3 y 12 meses de un nuevo mercado alcista.

Comienzo del mercado alcista	Final del mercado alcista	Primeros 3 meses: Retorno	Primeros 12 meses: Retorno
------------------------------	---------------------------	---------------------------	----------------------------

06/01/1932	03/06/1937	92.3%	120.9%
04/28/1942	05/29/1946	15.4%	53.7%
06/13/1949	08/02/1956	16.2%	42.0%
10/22/1957	12/12/1961	5.7%	31.0%
06/26/1962	02/09/1966	7.3%	32.7%
10/07/1966	11/29/1968	12.3%	32.9%
05/26/1970	01/11/1973	17.2%	43.7%
10/03/1974	11/28/1980	13.5%	38.0%
08/12/1982	08/25/1987	36.2%	58.3%
12/04/1987	07/16/1990	19.4%	21.4%
10/11/1990	03/24/2000	6.7%	29.1%
10/09/2002	10/09/2007	19.4%	33.7%
03/09/2009	????	39.3%	68.6%
Media		21.8%	44.8%

Fuente: Global Financial Data, Inc., 25/10/2012, la media de S&P 500 se calcula para todos los períodos de mercados alcistas hasta el 09/10/2007.

¡Casi la mitad del rendimiento de ese primer año suele darse (aunque no siempre) en los primeros tres meses! También aquí, el mercado es complicado. Porque en las ocasiones en que los tres primeros meses no suben a lo grande, la gente es propensa a pensar que se trata de una señal de que nunca llegará la gran explosión. No es más que el mercado engañando de nuevo con otra de sus tácticas EGH de humillación. A veces cuando hay turbulencias en la parte inferior del lado izquierdo de la V, también las hay en el derecho, lo que desalienta a los inversores. Pero al cabo de un año, la V casi siempre acaba por funcionar.

Casi todos los mercados alcistas comienzan así; puedes observarlo a través de la historia. Pero en vez de una V (o W), la gente suele buscar en cambio la agonizante forma de L a largo plazo. Te desafío a encontrar tres ejemplos de L en la historia de los mercados de los países desarrollados. Sólo el inicio de la segunda guerra mundial en Europa desvió de su camino a un mercado alcista global hacia una auténtica y prolongada L. En 1938 se inició

un incipiente mercado al alza, pero pronto se vio truncado después de que los nazis invadieran los Sudetes en 1939. Las acciones no tocaron fondo hasta 1942; y entonces se dispararon de verdad.

Si crees que las acciones no se disparan tras tocar fondo, será mejor que tengas una buena razón para creerlo. Para impedir alguna vez un legítimo rebote en V hizo falta la amenaza de los nazis tratando de conquistar el mundo con un soviet comunista sobre sus cabezas. Y todo lo que consiguió fue retrasarlo; después de que tocaran fondo en 1942, los valores formaron el lado derecho de la V. Las acciones son resilientes. Eso no es un mito.

Capítulo 11

Las órdenes de stop loss detienen las pérdidas

«¡Una orden stop loss puede detener tus pérdidas!»

INCLUSO EL NOMBRE, «ORDEN de stop loss», suena bien. ¿Quién no quiere detener las pérdidas? Sólo que las órdenes de pérdida limitada no hacen lo que la gente quiere que hagan. En vez de eso, tienden a desencadenar operaciones imponibles y más comisiones por transacción. Lo que sí suelen lograr es detener las ganancias, más que las pérdidas; por término medio, a largo plazo acaban en pérdidas de dinero. No caigas en este costoso mito del mercado.

La popularidad de las órdenes de pérdida limitada va y viene. En las últimas etapas de un mercado con tendencia al alza no suele oírse hablar mucho sobre ellas. Fue sir John Templeton quien dijo la célebre frase: «Los mercados alcistas nacen en el pesimismo, crecen en el escepticismo y mueren en la euforia». Aunque cuentan con adeptos independientemente del ciclo del mercado, las órdenes de pérdida limitada son sobre todo un juego de pesimismo-escepticismo. Tienden a atraer a la gente que cree que las desventajas de la volatilidad son malas, y que los aspectos positivos de la volatilidad en realidad no pertenecen a ella. Aunque tal como se indicó en el capítulo 4, no puedes tener el lado bueno sin el lado malo.

La mecánica de la orden de stop loss

Para los profanos, una orden de stop loss es una metodología mecánica, como una orden dada por un bróker para vender de forma automática una acción (o un bono, fondo de inversión cotizado [ETF], fondo de inversión tradicional, todo el mercado, lo que sea) cuando cae una cantidad determinada.

¡Esa cantidad depende de ti! No existe una suma «correcta» para una orden de pérdida (sobre todo porque no hay un nivel probado que eleve el rendimiento a largo plazo). Por lo general, la gente tiende a elegir números redondos, como un 10, un 15 o un 20 por ciento por debajo de su precio de compra. No hay ningún motivo para ello, las personas prefieren las cifras redondas sin más. Podrían elegir un 11,385 o un 19,4562 por ciento, pero no lo hacen. No existe ninguna razón estadística para que un 20 por ciento sea mejor que un 19,4562 por ciento.

Se supone que la orden de pérdida limitada protege a los inversores de una gran caída en bolsa. Si una acción cae y alcanza el nivel de la orden de pérdida limitada, se vende. Nada de desastres tras una caída de un 80 por ciento. ¡Lo cual suena interesante! ¿Quién no quiere detener las pérdidas?

Pero éstas no funcionan, simplemente; no como la gente esperaría.

Si funcionasen, todos los profesionales las utilizarían. El sueño de cualquier asesor financiero es obtener mejores beneficios con caídas limitadas. Más dinero para el cliente significa más dinero para el asesor. ¡Todo el mundo gana! Pero no me consta ningún asesor de éxito que las utilice; ni siquiera en ocasiones. No dudo de que algunos intermediarios financieros puedan promoverlas. No porque mejoren el rendimiento (porque lo más probable es que no). Sino porque las órdenes de pérdida limitada fuerzan las ventas, y si te pagan por transacción, el uso de éstas es un buen modo de acrecentar el número de transacciones. Bueno para el intermediario, aunque acarrea un conflicto de intereses y no sea óptimo para el cliente.

El precio de las acciones no se correlaciona en serie.

Para creer que las órdenes de pérdida funcionan, debes suponer que las acciones se correlacionan en serie. Que algo se correlacione en serie quiere decir que las fluctuaciones de precios pasadas predicen futuras fluctuaciones de precios; es decir, una acción cuya cotización cae en el mercado, seguirá cayendo, y una que sube, seguirá subiendo.

Articulada alrededor de esta idea existe una escuela de inversión, llamada estrategia de momentum. Pese a un amplio corpus de investigaciones académicas (por no hablar de los datos concretos de que disponemos), estas personas creen que la fluctuación de precios es predictiva. Compran valores ganadores y se desprenden de aquellos que tienen pérdidas. Buscan patrones en gráficos. Pero de media, a los inversores momentum no les va mejor que a cualquier otra escuela de inversores. De hecho, en general les va peor. ¿Puedes nombrar a cinco inversores momentum famosos? No se me ocurre ni uno.

Las órdenes de stop loss y las inversiones momentum no funcionan porque las acciones no se correlacionan en serie. Por sí misma, la fluctuación de un precio de ayer tiene cero impacto en lo que suceda hoy o mañana.

No es más probable que las acciones que caigan una cantidad determinada —ya sea un 5, un 7, un 10, un 15 o un 19,4562 por ciento— sigan haciéndolo. Pero los que apuestan por las órdenes de pérdida limitada actúan como si así fuera. Piénsalo bien: ¿comprarías sólo acciones que hubieran subido un montón? Por instinto, sabes que no funcionaría. A veces una acción que sube mucho continúa haciéndolo, otras baja y en ocasiones rebota de un lado a otro. Me imagino que la mayoría de la gente tiene interiorizado que lo que sube no tiene por qué seguir haciéndolo. ¿Por qué entonces no lo entienden correctamente cuando las acciones apuntan a la baja?

Sin duda, las órdenes de pérdida limitada apelan a esa parte cavernícola de nuestros cerebros que odia las pérdidas con mayor intensidad de lo que le gustan las ganancias (lo que se conoce como aversión miope a la pérdida). Pero ser víctima de las respuestas evolutivas perjudica mucho más a menudo de lo que la ayuda en el mundo de la inversión. ¿Quién quiere invertir como un troglodita?

Elige un nivel, cualquier nivel

Supón que de todos modos quieres fijar órdenes de stop loss, en contra de mi recomendación y en contra de los estándares de la industria inversora que dice que «la rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros». ¿Qué nivel escogerías? ¿Y por qué? Supón que te decides por un 20 por ciento sólo porque te gusta el número veinte. (Es una razón tan buena como cualquier otra para elegir un nivel de orden de pérdida limitada.) Cuando una acción cae por debajo de esa cantidad, tu orden se dispara y vendes de forma automática.

Pero básicamente hay un 50 por ciento de posibilidades de que siga bajando o de que invierta el rumbo. Operas echando una moneda al aire. Las monedas al aire no son buenos asesores financieros.

Por ejemplo, la orden de stop loss no te parará y te dirá: «¡Oye! ¿Por qué crees que esa determinada acción ha caído un 20 por ciento? ¿Ha sido porque todo el mercado ha corregido ese tanto, y tus acciones se han subido al carro?». Las correcciones del mercado son habituales; suceden aproximadamente una vez al año. Si un valor cae junto al resto del mercado, no tiene por qué ser culpa de la acción. Entonces la orden de stop loss no te protege contra las pérdidas; sólo te garantiza vender a un precio relativamente bajo y pagar otra comisión por transacción. Puedes estar sentado en el efectivo cuando el mercado —y tus acciones, ahora vendidas— se den la vuelta con rapidez y se disparen a nuevos máximos. Esto es comprar alto y vender bajo.

¿Y qué comprar a continuación? Tal vez el siguiente valor que compres también acabe por caer un 20 por ciento, desencadenando otra orden de pérdida limitada. Repites. Repites. Puedes comprar valores que bajen un 20 por ciento (o un 10 por ciento o un 19,4562 por ciento) hasta llegar a cero. Utilizar órdenes de stop loss no te garantiza que tu próxima compra subirá exclusivamente. Y puede que al año siguiente el valor que vendiste inicialmente de forma automática cambie de rumbo y se dispare un 80 por ciento. ¡Y tú te lo pierdas! Vendiste cuando el valor estaba relativamente bajo, has pagado dos comisiones por transacción y te has perdido la mejor parte. Tal vez te digas que una vez que creas que hayan pasado las dificultades volverás a comprar el valor, pero yo digo: «Tonterías». Si vendiste de manera automática, ¿qué fundamentos económicos estás viendo

que te digan que vuelvas a comprar? Y si de algún modo fueras capaz de saber cuándo han pasado los problemas, no necesitarías una orden de pérdida limitada. De hecho, lo más probable es que fueras impensablemente rico y no necesites este libro.

Aquí va otro modo de enfocar la cuestión. Supón que compras el valor XYZ a 50 dólares y sube a 100. Entonces, tu amigo Bob lo compra, y baja a 80 dólares; baja un 20 por ciento. ¿Deberíais vender los dos? ¿O hacerlo sólo él, a quien le ha costado más? Para él, el valor ha bajado un 20 por ciento, pero para ti se ha apreciado un 60 por ciento. ¿Significa esto que el valor está bien para ti pero no para él? ¿Por qué?

Éste es el problema de las órdenes de pérdida limitada. No existe otra respuesta a «¿Por qué?» que no sea «Sólo porque». Sólo porque no es una estrategia.

Las órdenes de stop loss no garantizan protección contra las pérdidas. Aumentan las posibilidades de que te pierdas una subida y, sin duda, aumentan los costos de transacción; puede que sea el motivo por el que algunos brókeres nunca han dejado de promocionarlas. No hay indicio de que generen mejores resultados, pero existen un montón de pruebas de lo contrario. Es mejor pensar en ellas por el nombre que mejor las describe: órdenes de pérdida de ganancias. Detente a ti mismo antes de utilizarlas.

Capítulo 12

Un contexto de paro elevado afecta a las acciones

«Una alta tasa de paro es un lastre para la economía y para la bolsa.»

ESTE MITO —Y DECIDIDA y manifiestamente lo es— está más arraigado que nunca, en tanto que quimera económica/de inversión. Casi tanto como la creencia de que la deuda federal es de por sí mala (más en el capítulo 13). Se trata de mitos que todo el mundo cree —con toda su alma— sin importar su ideología o credo.

Todos los políticos declaran que un elevado índice de desempleo no es bueno para la economía; y por lo tanto para el mercado de valores. (¡Pero nunca es culpa de ellos! Siempre es culpa de la oposición.) Los políticos coinciden en su intransigente opinión de que una alta tasa de paro origina debilidad económica.

Es una idea totalmente retrógrada. El paro puede ser terrible para la persona desempleada y su familia, y todos preferiríamos que quien desee trabajar pudiera encontrar un empleo con facilidad. Sin embargo, eso no cambia el hecho de que el desempleo es, siempre ha sido y siempre será, un indicador retrasado. Dicho de otro modo: la tasa de paro, alta o baja, es el resultado de una coyuntura económica pasada, no una causa de la futura orientación económica. No necesitamos tener un bajo nivel de desempleo para que crezca la economía, del mismo modo que una alta tasa de paro no impedirá el crecimiento económico en el futuro. Éste impulsa la necesidad de contratar, y una economía en contracción incide en la necesidad de reducir la plantilla.

Esto es fácil de ver si piensas como lo haría un consejero delegado y no como un político quiere que hagas.

Piensa como un consejero delegado

Finge ser el consejero delegado de ABC Widgets, Inc. Tras cuatro o cinco años de un crecimiento sostenido, las ganancias de la empresa comienzan a caer. Poco a poco en un principio, de modo que crees poder salir adelante. Empiezas a reducir gastos; les dices a tus empleados que trabajen a distancia en vez de volar para quedar con nuevos clientes. Pospones planes de expansión. Las ventas empiezan a caer más rápido, y recortas más los gastos. Al final, reconoces que puede que las ventas no se recuperen en breve. No estás seguro de que se haya iniciado una recesión económica; las recesiones estadounidenses siempre se datan oficialmente (por la Oficina Nacional de Investigación Económica [BNER, por sus siglas en inglés]) después del hecho. Pero sabes cómo se comporta tu empresa, y basándote en lo que te explican los proveedores, vendedores, etc., te preocupa que pudiera estar fraguándose una prolongada recesión.

También te das cuenta de que has recortado gastos todo lo que has podido y ahora debes recurrir a lo último que todo empresario quiere, despedir trabajadores. Odiar tener que hacer algo así, pero debes reducir la plantilla para mantener la empresa a flote.

Los políticos tampoco lo entienden nunca. Los empresarios odian tener que despedir trabajadores. No lo hacen con frivolidad. Pero si no recortas personal, podrías poner en peligro el negocio; y una empresa en quiebra se traduce en muchas más personas en paro. Por norma general, una compañía que sobrevive a una recesión a la larga vuelve a contratar de nuevo.

Así que recortas personal. Y tal vez al cabo de tres, o cuatro, o cinco duros trimestres, tus ventas comienzan a aumentar, sólo un poco. Estás lejos de tu máximo volumen de ventas, pero las ganancias van en la buena dirección, en gran parte gracias a tu reducción de gastos.

¿Comienzas a contratar? ¡No! ¡No a menos que quieras que el consejo de administración te despida! No sabes si ese incremento en las ventas es algo pasajero. Y además, tus empleados se las arreglan bien. Puede que mejor que bien; han innovado nuevos procedimientos que les facilitan la vida con la reducción de plantilla. Ése es el lado bueno de las recesiones; muchas empresas ven un enorme aumento de la productividad ya que los empleados restantes aprenden a arreglárselas con menos. Esa mejora de la productividad es lo que permite que las empresas obtengan un gran crecimiento en las ganancias a partir de un pequeño aumento de las ventas.

Pasan varios trimestres, y tú sigues sin contratar. Los ingresos mejoran, aunque aún no se han recuperado del todo. Estás sacando un buen beneficio, que no te apresuras a gastar en caso de que se dé un fenómeno siempre temido pero raras veces visto: una recesión de doble caída. Un cojín de efectivo puede ayudar a suavizar futuros baches.

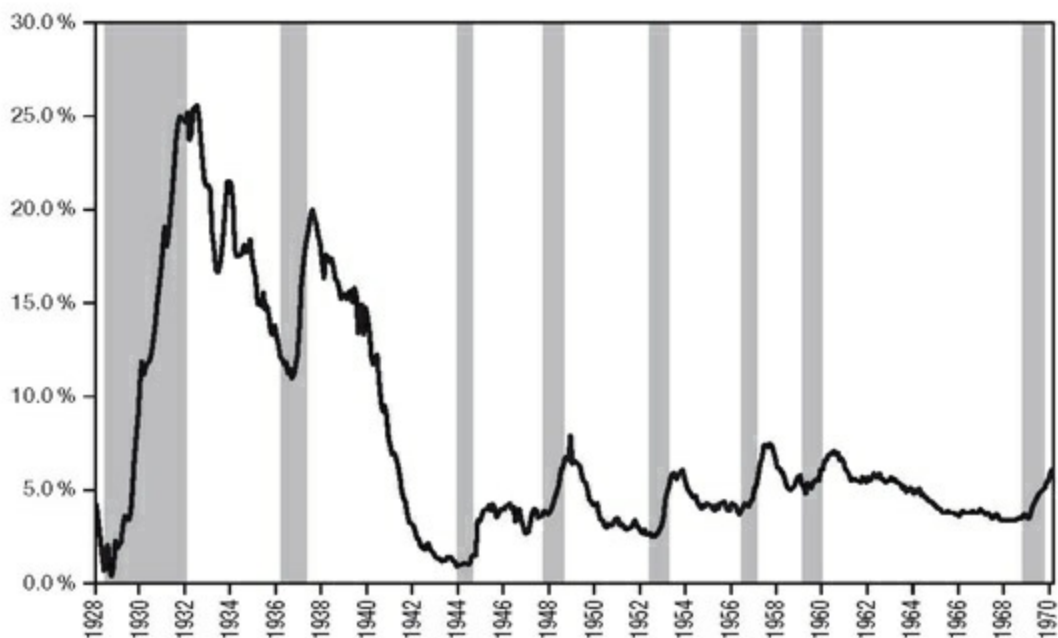
Por último, aumenta tu confianza en que las ventas están en una trayectoria ascendente sostenida. Puede que la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER por sus siglas en inglés) feche oficialmente el final de la recesión unos trimestres atrás. Pero sigues sin apresurarte a contratar mano de obra a tiempo completo. Tal vez comiences por emplear personal a tiempo parcial o por hacer contratos temporales; más baratos de contratar y de despedir si las cosas vuelven a ir mal. Al final, cuando te convences de que las ventas futuras podrían estar en peligro si no aumentas la plantilla, comienzas a contratar de manera significativa a nuevos trabajadores a tiempo completo.

Visto así, es lógico que el desempleo no caiga antes de que termine la recesión. O mejor dicho, tiene sentido que el paro incluso aumente y/o se mantenga elevado durante una temporada aun después de que la economía toque fondo y haya comenzado a recuperarse.

La economía dirige. El desempleo se rezaga.

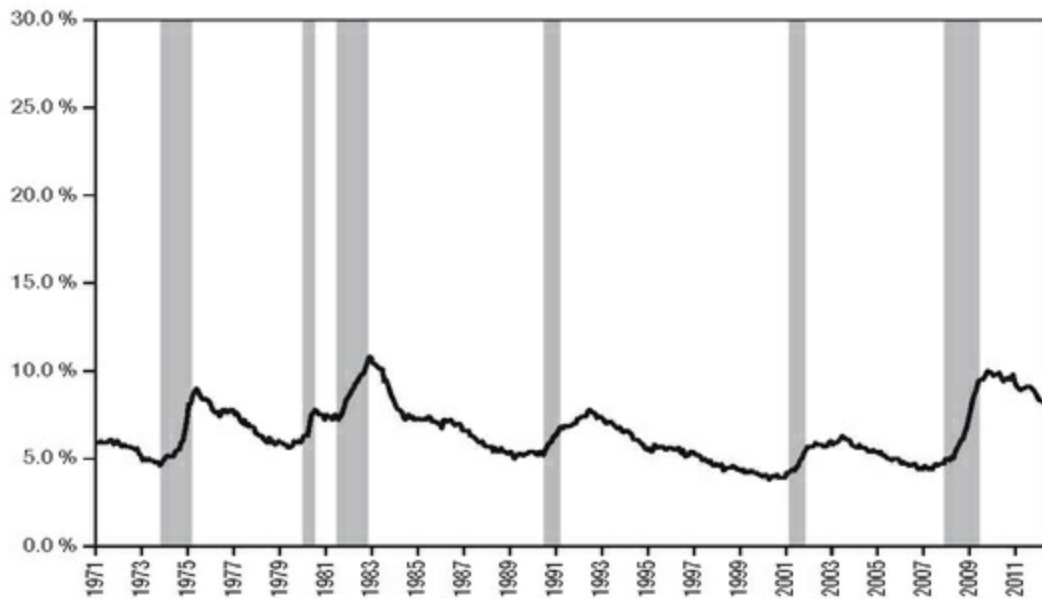
No se trata simplemente de una teoría. Los gráficos 12.1 y 12.2 muestran las tasas históricas de desempleo y de recesiones. (He separado en dos los datos históricos para que puedas apreciar cómo el paro oscila al entrar y salir de una recesión.) A lo largo de la historia, se observa que el desempleo nunca ha caído antes de que termine una recesión. Al contrario, a menudo sube tras las recesiones y después se mantiene elevado durante muchos meses o incluso años. No es algo extraño, sino normal y cabe esperarlo. Sería raro, y contrario a los parámetros económicos fundamentales y al historial de desempleo real, que cayera antes de que termine una recesión. ¡Pero políticos y expertos hablan como si debiera ser así!

GRÁFICO 12.1 Desempleo y recesiones, de 1929 a 1970



Fuentes: Global Financial Data, Inc., 26/09/2012, Thomson Reuters, Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, Oficina Nacional de Investigación Económica, del 31/12/1928 al 31/12/1970.

GRÁFICO 12.2 Desempleo y recesiones, de 1971 a 2012



Fuentes: Thomson Reuters, Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, Oficina Nacional de Investigación Económica, del 31/12/1970 al 30/06/2012.

Elige cualquier periódico, y se te perdonará por pensar que una baja tasa de desempleo causa crecimiento económico. Si esto fuera cierto, un bajo nivel de desempleo sería una máquina de crecimiento que se perpetúa a sí misma. Pero no es el caso. Las recesiones siempre comienzan en los mínimos, o cerca de ellos, de un desempleo cíclico. Que no es lo que sucedería si tener una baja tasa de paro fuese una panacea económica. En cambio, los datos demuestran que este no previene las recesiones, del mismo modo que un alto nivel de desempleo no impide el crecimiento económico. Estar en paro puede ser doloroso, pero dejando a un lado el impacto social, no cambia el hecho de que el crecimiento económico causa una menor tasa de desempleo, no al revés.

Como inversor, también debería preocuparte el impacto que el desempleo (o su ausencia) ejerce en el mercado de valores. Muchos temen asimismo que un alto nivel de paro sea malo para las acciones. Pero para creer eso, deberías malinterpretar qué son las acciones y cómo se comportan.

El mercado de valores es realmente el que manda

La bolsa es el principal indicador adelantado para la economía; los inversores no esperan a que los datos económicos muestren que la recuperación económica está en marcha, puján al alza por las acciones con antelación. De modo que si las acciones lideran y el desempleo va a remolque, no hay modo de que la tasa de paro, alta o baja, pueda ser el motor material del mercado de valores.

No lo aceptes por fe, comprueba la historia. El gráfico 12.3 muestra los picos cíclicos de desempleo y la rentabilidad de las acciones a 12 meses (utilizando el largo recorrido histórico de las acciones estadounidenses).

GRÁFICO 12.3 Desempleo y S&P 500. Las acciones mandan, el desempleo rezaga

Pico de desempleo	S&P 500 retorno en 12 meses	6 meses antes del pico de desempleo	FS&P 500 retorno en 12 meses
5/31/1933	3.0%	11/30/1932	57.7%
6/30/1938	-1.7%	12/31/1937	33.2%
2/28/1947	-4.3%	8/30/1946	-3.4%
10/31/1949	30.5%	4/30/1949	31.3%
9/30/1954	40.9%	3/31/1954	42.3%
7/31/1958	32.4%	1/31/1958	37.9%
5/31/1961	-7.7%	11/30/1960	32.3%
8/31/1971	15.5%	2/26/1971	13.2%
5/30/1975	14.3%	11/29/1974	36.2%
7/31/1980	12.9%	1/31/1980	19.3%
12/31/1982	22.5%	6/30/1982	61.1%
6/30/1992	13.6%	12/31/1991	7.6%
6/30/2003	19.1%	12/31/2002	28.7%
10/31/2009	16.5%	4/30/2009	38.8%
Media	14.8%		31.2%

Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales; Global Financial Data, Inc., 26/09/2012, S&P 500.⁴³

También muestra los retornos a 12 meses comenzando seis meses antes de los picos de desempleo; esto es, cuando el paro sigue subiendo. Doce meses después de un pico de paro, la media de la rentabilidad de las acciones es de un 14,8 por ciento. ¡Bastante bueno! Pero si compraste 6 meses antes del pico, el rendimiento medio de tu año posterior fue de un gran 31,2 por ciento. ¡Más del doble!

No te tomes esto como una herramienta para hacer previsiones. No podrías calcular los picos de desempleo (ni el punto seis meses antes) aunque quisieras. No conozco a nadie que lo haya hecho o intentado. Pero lo que muestra es que las acciones pueden subir, y suben, cuando el desempleo es alto, y en aumento. No hay pruebas de que una alta tasa de paro tenga un efecto negativo en los mercados. ¡Todo lo contrario! Ya que el desempleo suele ser elevado hacia el final de una recesión y justo después. Las acciones son las primeras en moverse, y rápido. (Véase el capítulo 10.)

Es increíble que este mito persista, sobre todo porque existe abundante información que verifica lo contrario. ¿Entonces por qué perdura?

En primer lugar, porque la gente no suele comprobar si aquello que «todo el mundo sabe» que es cierto, lo es en realidad. Sería como dudar de uno mismo, lo que no nos gusta hacer. Y significaría sentirse potencialmente tonto por caer víctima de un mito; algo que tampoco nos gusta nada.

Pero en segundo lugar, puede parecer en cierto modo lógico deducir que una alta tasa de paro es algo económicamente malo. Ello obedece a la idea de que la demanda de los consumidores es uno de los principales motores de nuestra economía.

Y lo es, en cierto modo. El gasto de los consumidores representa en la actualidad el 71 por ciento del PIB.⁴⁴ Pero la gente malinterpreta de dónde procede el grueso del crecimiento.

Si hay una gran cantidad de personas en paro, quiere decir que tienen menos ingresos discrecionales para gastar, lo que, siguiendo esta lógica, debería hundir la economía y el precio de las acciones, ¿no? Y aun así, desde que la economía tocó fondo en 2009, en Estados Unidos el gasto de los consumidores ha crecido de manera constante, y desde diciembre de 2010,⁴⁵ está por encima de su nivel máximo prerrecesión. ¡Y el desempleo continúa históricamente elevado! ¿Cómo es posible?

El gasto de los consumidores es muy estable

Lo cierto es que el gasto de los consumidores estadounidenses es muy estable; no mengua demasiado en época de recesión, de tal modo que cuando llega la recuperación no tiene que rebotar mucho de vuelta. Esto se debe a que la mayoría de lo que compran los usuarios son productos básicos y servicios necesarios. En tiempos difíciles, solemos seguir comprando pasta de dientes y medicamentos. Y gastamos en servicios como seguros, vivienda, agua y electricidad, etc. Tal vez cambiemos a una marca blanca de pasta de dientes, y puede que intentemos gastar menos en calefacción, apagar las luces, etc. Pero, en general, nuestro gasto medio en productos básicos es bastante estable.

El gráfico 12.4 muestra los componentes del consumo privado, y cuánto cayeron desde el punto máximo de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2008 a los mínimos del segundo trimestre de 2009. Y cuánto del gasto total comprendía cada uno de dichos componentes al final de la recesión.

Con mucho, el mayor componente del gasto de los consumidores (67,2 por ciento) es en servicios. Durante la recesión de 2007-2009 —que fue muy pronunciada, según estándares históricos—, el gasto en servicios cayó sólo un 1,5 por ciento. En realidad, el gasto se incrementó en dos de los mayores componentes en servicios: vivienda y servicios públicos así como en la atención médica.

La siguiente mayor parte del gasto del consumidor (22,2 por ciento) cubrió bienes perecederos. Cosas cuya duración prevista es menor de tres años, como zapatos, ropa y comestibles. Suelen ser objetos que se necesitan más que se quieren, y esta categoría sólo cayó un 3,7 por ciento desde su nivel máximo al mínimo.

GRÁFICO 12.4 Componentes del consumo privado. El gasto en servicios es enorme y estable

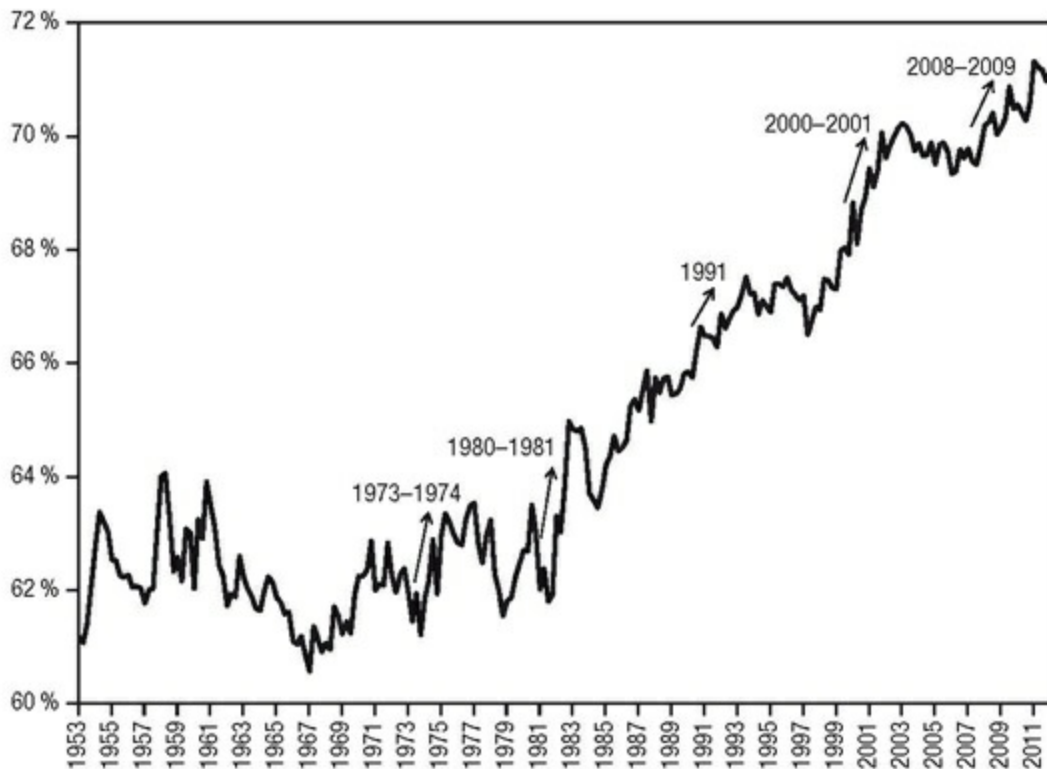
	Porcentaje del consumo (2T 09)	1T 08 a 2T 09 Crecimiento real
Producto interior bruto		-4.7%
Gasto de consumo personal	100%	-3.4%
Bienes duraderos	10.6%	-13.1%
Automóviles y sus componentes	3.5%	-21.4%
Muebles y electrodomésticos	2.4%	-13.8%
Bienes de recreo y vehículos	3.2%	-5.2%
Otros bienes duraderos	1.6%	-9.6%
Bienes perecederos	22.2%	-3.7%
Alimentos y bebidas adquiridos para consumo fuera del establecimiento	7.5%	-3.7%
Ropa y calzado	3.2%	-7.3%
Gasolina y otros bienes energéticos	3.3%	-2.9%
Otros bienes perecederos	8.2%	-2.4%
Servicios	67.2%	-1.5%
Gasto de consumo en los hogares (para servicios)	64.4%	-1.8%
Vivienda y servicios públicos	18.9%	1.7%
Atención sanitaria	16.3%	3.4%
Servicios de transporte	2.9%	-13.5%
Servicios recreativos	3.7%	-5.8%
Servicios de alimentación y alojamiento	6.1%	-5.7%
Servicios financieros y seguros	7.4%	-8.5%
Otros servicios	9.0%	-3.2%
Gasto en consumo final privado de instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares	2.8%	6.5%

Fuente: Oficina de Análisis Económico; porcentaje de consumo basado en el segundo trimestre de 2009, PIB «tercera estimación», valores nominales, última revisión el 26 de octubre de 2012.

Sólo el 10,6 por ciento del gasto fue a parar a bienes duraderos. Se trata sobre todo (pero no exclusivamente) de artículos caros. Comprende el componente más pequeño, aunque son los artículos que acaparan los titulares; esto es, «¡Las ventas de automóviles cayeron un 25 por ciento!». Pero ¿tan raro es que durante una recesión la gente posponga la compra de un coche, una lavadora o una televisión de pantalla plana? No es bueno para esas industrias, pero en términos económicos tampoco es catastrófico. Mientras tanto, las personas suelen seguir pagando para poder cubrir sus necesidades básicas. Motivo por el que, durante las pasadas recesiones, ¡de hecho, el gasto de los consumidores como porcentaje del PIB aumentó! (Véase gráfico 12.5.)

Sí, en general, durante una recesión, el gasto de los consumidores tiende a caer un poco, pero no tanto como el PIB agregado. El gasto de las empresas es un componente más pequeño pero mucho más volátil y suele ser responsable de una porción más grande de la tasa de variación del PIB. El gráfico 12.6 muestra los contribuyentes de los principales componentes máximos y mínimos del PIB durante la recesión del 2007-2009. (Aunque la NBER fechó el comienzo de la recesión en diciembre de 2007, la producción no llegó a su nivel máximo hasta el primer trimestre de 2008.) Las importaciones contribuyeron al aumento del PIB, así como también lo hizo un poco el gasto público.

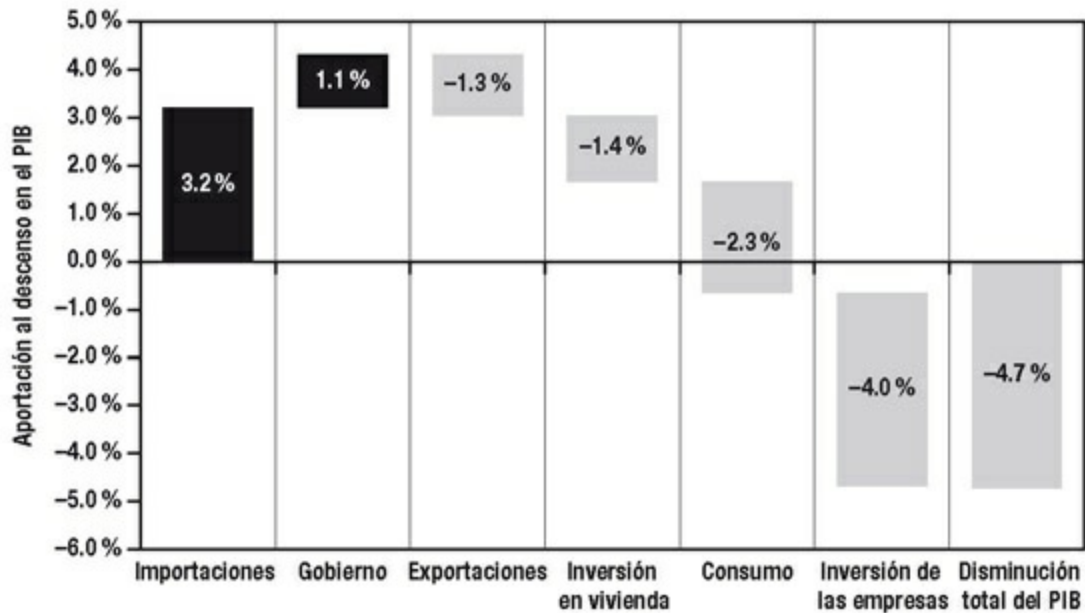
GRÁFICO 12.5 El gasto de los consumidores como porcentaje del PIB aumenta en las recesiones



Fuente: Thomson Reuters, gastos de consumo personal, 15/05/2012.

La inversión en vivienda recortó parte de la producción, pero es probable que no tanto como pensaría la mayoría de la gente. Ésta supone erróneamente que un mercado inmobiliario debilitado fue la causa principal de la recesión, de la crisis crediticia de 2008 y del mercado bajista; pero lo cierto es que la vivienda constituye una parte muy pequeña del PIB como para producir un gran impacto. El gasto de los consumidores contribuyó con una caída del 2,3 por ciento, una cifra nada insignificante, pero menor que la aportación del descenso del 4,0 por ciento de la inversión de las empresas. Si la inversión de las empresas hubiera permanecido plana, la recesión habría sido leve.

GRÁFICO 12.6 Contribuyentes al descenso del PIB de Estados Unidos. 1T 2008 a 2T 2009



Fuente: Oficina de Análisis Económico, las fluctuaciones de máximo a mínimo de puntos porcentuales del PIB de Estados Unidos (2T 2008 a 2T 2009).

Pero, como se ha señalado, durante las recesiones el gasto de las empresas rara vez es plano. Las recesiones se deben en gran medida a la volatilidad del gasto de las empresas. Es más, las compañías, esto es, los fabricantes, son los verdaderos impulsores del dinamismo de la economía. La gente lo entiende al revés y cree que lo más importante es la demanda del consumidor. Pero si los productores no producen, los consumidores no pueden consumir.

Los fabricantes están al mando

Esto no es un debate del tipo qué es primero el huevo o la gallina. No es más que el modo en que funciona el mundo. Sin emprendedores que arriesgan su capital personal para producir algo que creen que gustará al mercado, no se tiene mucha vitalidad económica.

Míralo de este modo. Estamos en 2012 mientras escribo esto. Hace sólo 15 años, tal vez tenías un teléfono móvil, tal vez no. Quizá se trataba de una cosa maciza que ahora mismo te avergonzaría llevar encima. ¿Sabías que 15

años después inmensas cantidades de la población no se separarían de sus *smartphones*? ¿Que ese diminuto encuentro de tecnología y artículo electrónico de consumo te facilitaría tanto la vida? ¿Que te pondrías nervioso si te separabas de él durante más de un par de horas? ¡No! Alguien inventó la primera generación de *smartphones*; y parecían un juguete genial para los superricos y/o los amantes de la tecnología. Entonces llegó la segunda generación. Luego, a medida que los avances tecnológicos coincidían con un aumento de la demanda y la producción fue reduciendo los costes, hubo múltiples imitadores, de modo que pasaron a ser accesibles para todo el mundo. Ahora todo el mundo tiene uno y se utilizan para cosas que hace 15 años no podríamos haber imaginado nunca. Diablos, se utilizan de forma que los primeros productores de *smartphones* no podrían (ni pudieron) haber imaginado.

Lo que sin duda no sucedió fue que una multitud golpeará las puertas de las tiendas de electrónica diciendo: «¡Hey! ¡Necesito un teléfono portátil que también sea ordenador, calendario y agenda electrónica! ¡Será mejor que use una pantalla táctil, algo de lo que nadie ha oído hablar! ¡Oh, y debe incluir sin falta un juego en el que lanzas pájaros a edificios de madera, piedra y hielo para matar lechones que roban pájaros!».

Si hubieras dicho algo así, te habrían tomado por loco.

No, basándose en innovaciones pasadas (véase el capítulo 1), los emprendedores inventaron los *smartphones*, y el mundo decidió que no podía vivir sin ellos. Luego proliferaron las industrias que diseñan y ofrecen aplicaciones, que hacen cualquier cosa que puedas llegar a imaginarte.

Y así funciona en realidad la economía. Sin que los productores produzcan —ya sean productos básicos, bienes y servicios discrecionales—, no queda mucha economía que digamos.

Y es por eso que la gente es tan anticuada en lo que se refiere a su forma de pensar sobre el paro y la economía. La demanda del consumidor no es el volátil impulsor del crecimiento económico o de su ausencia. Es demasiado estable, incluso durante períodos de un mayor desempleo. Los productores son los principales motores del crecimiento económico, y quieren asumir el riesgo de producir algo que creen que llevará al aumento de los beneficios en el futuro.

Los políticos pueden despotricar, desvariar y señalar con el dedo acusador cuanto deseen. Pero si lo que quieren es que la tasa de paro sea baja, deberían aplicar políticas destinadas a reducir los obstáculos al emprendimiento. Es el crecimiento lo que conduce a la necesidad de contratar, no a la inversa. Nunca a la inversa.

Capítulo 13

El sobreendeudamiento de Estados Unidos

*«¡Estados Unidos tiene demasiada deuda!
¡Y eso supone un grave problema!»*

NO ENCONTRARÁS A NADIE que no esté de acuerdo en que Estados Unidos tiene una enorme deuda pública. Socialmente, la mayoría acepta sin más que la deuda federal es mala; cuanto mayor la deuda, peor. Pero recuerda, con frecuencia lo que se admite sin reservas es aquello que más análisis necesita.

La mayoría entiende racionalmente que la deuda está bien a título personal. Algunas personas se meten en problemas, lo cual no es bueno. Pero casi todas comprenden que no hay nada de malo en contraer una deuda siempre que se gestione con responsabilidad. De hecho, ¡es necesaria! Casi nadie podría comprar una casa o un coche sin endeudarse. ¡Diablos, muchos ni siquiera podrían comprarse un traje para una primera entrevista de trabajo!

Es probable que a gran parte de los lectores también les parezca bien que las empresas se endeuden. De nuevo, sabemos que algunas empresas gestionan mal su deuda. Pero tienen un importante incentivo para no hacerlo; si la administran muy mal, puede que despidan al consejero delegado, lo que él/ella no quiere que suceda. Tal vez los accionistas se enfaden y vendan sus acciones. ¡O quizá la empresa quiebre! Todas ellas situaciones que un consejero delegado razonable quiere evitar.

Pero a menudo las compañías utilizan la deuda para hacer cosas como construir fábricas, financiar la investigación o comprar a su competidora o negocios complementarios para expandirse. Todo ello les ayuda a obtener, o

incrementar, sus beneficios, y a todos nos gustan los negocios rentables. Nos proporcionan bienes y servicios que queremos o necesitamos a un precio razonable. ¡Y contratan! Todo ello cosas buenas.

Pero este pensamiento racional tiende a venirse abajo cuando se trata de la deuda pública. No nos gusta la deuda de las administraciones locales, y nos horroriza la deuda gubernamental, aunque nuestra más encarnizada hostilidad la reservamos para la deuda federal.

El gobierno es un estúpido derrochador

Quizá, con razón, muchos lectores admitan que los gobiernos son pésimos administradores de nuestro dinero; y el gobierno federal es peor que el estatal, que es peor que la administración local. ¡Todo ello cierto! Los gobiernos son, en efecto, realmente estúpidos e ineficaces derrochadores de dinero. Aun así, incluso el más ferviente liberal puede aceptar que necesitamos carreteras y cosas por el estilo. El gobierno establece y hace cumplir normas y reglamentos que protegen tanto a los compradores como a los vendedores, lo que es bueno. En mi opinión, puede que la función más importante del gobierno sea la feroz protección del derecho a la propiedad privada.

Me gustaría que el gobierno gastara menos dinero. No por una cuestión ideológica, sino simplemente porque creo que tú podrías gastarlo de manera mucho más inteligente, y que eso te beneficiaría a ti y a tu familia. Cuando uno gasta su dinero de forma interesada es, en última instancia, mejor para la sociedad. Si no piensas esto, entonces no debes creer en el capitalismo. Y si no crees en el capitalismo, no sé muy bien por qué estás leyendo este libro sobre acciones. Pero fue Adam Smith quien dijo: «No es de la benevolencia del carnicero, cervecero o panadero de donde obtendremos nuestra cena, sino de su preocupación por sus propios intereses». Lo que significa que, socialmente, de media estamos mejor si en general, por separado, hacemos lo que creemos mejor para nosotros. Y lo lograríamos si pudiéramos quedarnos con mayor parte de nuestro dinero, y el gobierno con menos.

De modo que me gustaría que el gobierno no fuera tan derrochador, pero no le temo a la deuda; y tú tampoco deberías. Por las razones que siguen.

En primer lugar, con frecuencia la gente afirma que Estados Unidos tiene «demasiada deuda». Pero eso implica que existe una cantidad de deuda «adecuada» que los gobiernos deberían contraer, así como una clara línea divisoria que, de cruzarse, conduce al desastre.

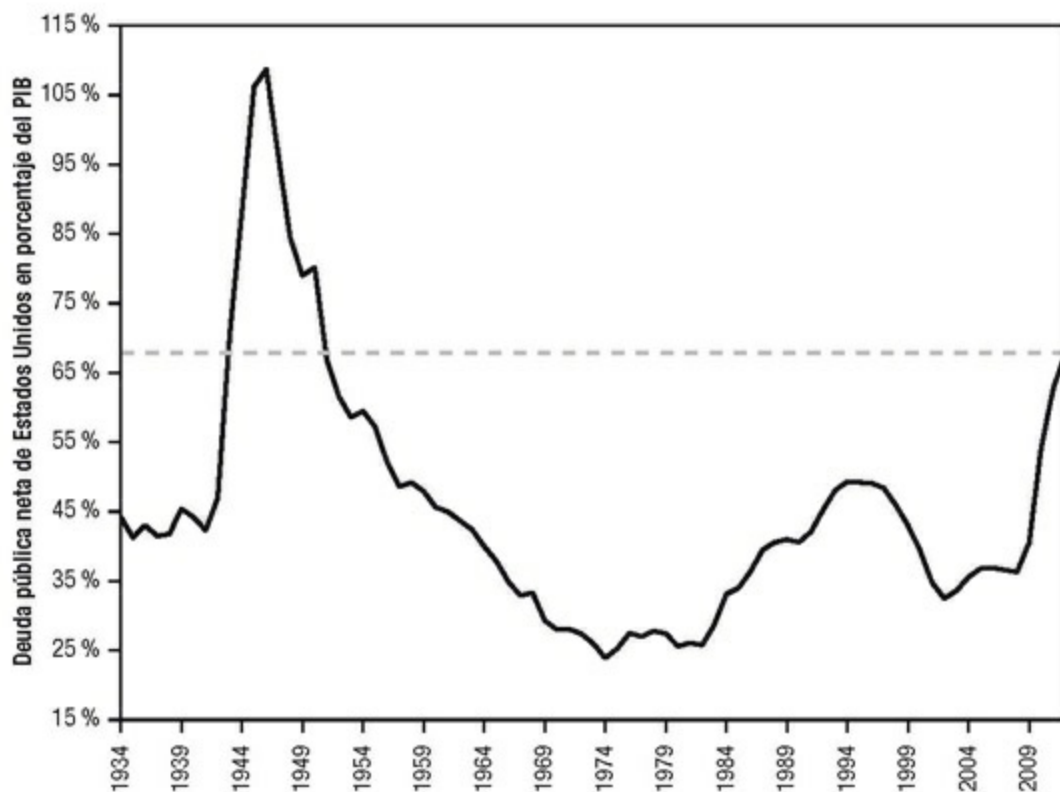
Muchos dirán que la cantidad correcta de deuda para un gobierno es ninguna. Pero eso no es nada realista. No sé cómo un país podría emitir moneda sin un mecanismo de deuda ni gestionar su política monetaria. Y para quienes creen que podríamos regresar al patrón oro, les diré que también teníamos deuda federal cuando antes seguíamos el patrón oro. Es más, éste no protegía contra ningún tipo de mal económico. Los pánicos bancarios eran mucho más comunes y graves antes de que Estados Unidos estableciera la Reserva Federal. La recesión de 2007-2009 fue pan comido frente a las enormes y frecuentes depresiones del siglo XIX.

Más aún, algunos sostienen que un patrón oro (o plata o bimetálico) lograría que los políticos no se entrometieran en la política monetaria. Exactamente lo contrario de lo que ocurriría. Se necesita una enorme manipulación para fijar y luego mantener un vínculo con un trozo de roca (manipulación por parte de los políticos). Y una vez instauradas las normas, los gobernantes las pueden cambiar, y las cambiarán cuando lo crean conveniente. No espero que la Reserva Federal sea un organismo perfecto. ¡Ni mucho menos! Pero una moneda respaldada por metales preciosos invita a una mayor intervención por parte del gobierno, no a menos. (Sin contar el hecho de que tendríamos que convencer al resto del mundo de que se pasara al oro/plata/bimetálico/ o a cualquiera que fuera el metal, y creo que muchos países se inclinarían por decirle a Estados Unidos que se lo meta donde le quepa.)

Poner la deuda en perspectiva

Pero no hay ninguna prueba de que exista un nivel de deuda adecuado. Es más, la gente no consigue poner en perspectiva la deuda federal, aduciendo en su lugar la deuda en términos absolutos. El gráfico 13.1 muestra la deuda pública neta de Estados Unidos en porcentaje del PIB, que es la forma adecuada de contemplarla. La deuda pública neta es la deuda total en manos de la población; no incluye la deuda federal, en poder de las agencias intragubernamentales, que puede concebirse como pagarés federales. Después de todo, cuando realizas la contabilidad de tu hogar, no consideras como deuda los 20 dólares que le pediste prestados a tu cónyuge; todo queda en familia y en cierto sentido anulado.

GRÁFICO 13.1 Deuda pública neta de Estados Unidos en porcentaje del PIB



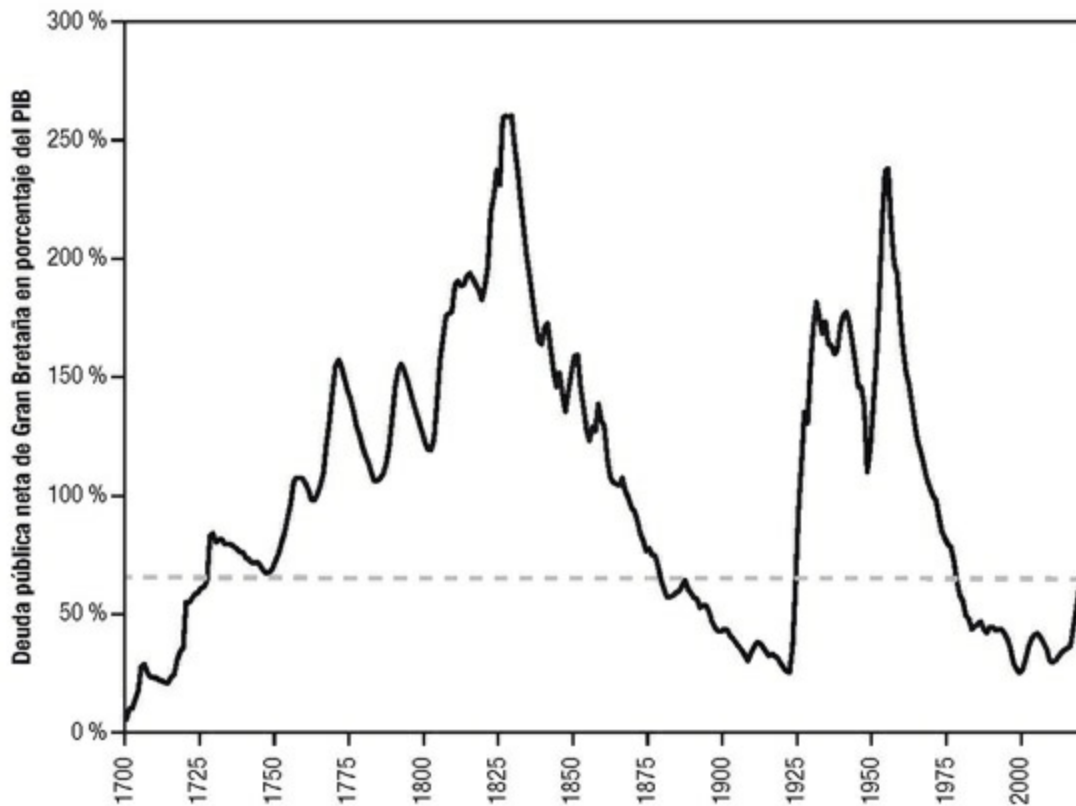
Los datos correspondientes a todo el año 2012 son una estimación.

Fuente: Oficina de Gestión y Presupuesto, Departamento del Tesoro de Estados Unidos, Oficina de Análisis Económico, del 31/12/1933 al 31/12/2012.

En la actualidad, la deuda estadounidense en porcentaje del PIB es elevada; lo que no sorprende a nadie. Pero sigue estando muy por debajo de su nivel máximo. ¡En 1946 la deuda alcanzó el 109 por ciento del PIB! Pero el período que siguió no es recordado como de ruina económica. Más bien se alude a él como una época de gran expansión económica y desarrollo tecnológico.

Algunos podrían argumentar que ahora es diferente (siempre una suposición peligrosa); aquello era deuda de guerra. Seguro. Salvo que a la deuda no le importa la razón por la que es emitida. ¡Es deuda! Es un contrato. Hay que devolverla, simplemente, ya sea emitida por una noble causa (luchar contra los nazis) o por un motivo estúpido (apuntalar la producción de paneles solares). No hay ninguna prueba de que una deuda más alta fuese entonces causa inmediata de ruina económica.

GRÁFICO 13.2 Deuda pública neta de Gran Bretaña en porcentaje del PIB



Estimaciones presupuestarias de 2009 a 2012.

Fuente: Ministerio de Hacienda, ukpublicspending.co.uk, de 1700 a 2012.

Por otra parte, en Estados Unidos tenemos un historial de datos relativamente breve para llegar a una conclusión. No es así en el caso del Reino Unido. El gráfico 13.2 muestra la deuda de Gran Bretaña en porcentaje del PIB desde 1700.

De forma sorprendente, el Reino Unido ha tenido niveles de deuda mucho más elevados que Estados Unidos. La deuda estuvo por encima del ciento por ciento del PIB desde cerca de 1750 hasta 1850, por encima del 150 por ciento durante más o menos la mitad de ese período, ¡y su máximo estuvo por encima del 250 por ciento! ¿Qué sucedía durante este período y después en el Reino Unido? Gran Bretaña era la indiscutible superpotencia económica y militar mundial. Comenzó la revolución industrial antes que Estados Unidos. El Reino Unido era el centro de revolucionarias prácticas de fabricación del mundo. Todo ello aunque tenía elevados niveles de deuda.

Y esto cuando las noticias viajaban a pie, caballo, palomas mensajeras y sólo mucho después, por tren. Si Gran Bretaña fue capaz de sobrevivir con una deuda por encima del ciento por ciento durante un siglo, no hay motivo para que la elevada deuda actual de Estados Unidos deba resultar debilitante a la larga.

¡Cuestiónalo todo!

Quizá éste sea el mito de este libro más difícil de aceptar para algunos lectores. En realidad, de todo lo que he escrito, éste es el concepto más complejo y que más le cuesta entender a la gente. La creencia de que la deuda es mala está tan arraigada en nosotros que puede que la mayoría de los lectores rechacen de forma absoluta mi afirmación, se nieguen a examinar los datos o a contemplar los principios fundamentales. O puede que simplemente se salten este capítulo.

Pero ¿por qué? Cuestionar lo que creemos—incluso aunque se trate de algo en lo que se cree firmemente— no hace daño a nadie. ¿Qué es lo peor que puede suceder? O bien descubres que tienes razón, lo cual está bien. O

averiguas que crees en algo inexacto que te hace tener una visión distorsionada del mundo y que puede llevarte a cometer errores de inversión. ¡Lo cual es fantástico! Porque si puedes contemplar el mundo con mayor claridad, puedes equivocarte menos y alcanzar un mayor éxito a largo plazo. Saldrás ganando pase lo que pase.

Muchos lectores también dirán: «Pero ¿qué pasa con Grecia? ¿Acaso su problema de deuda no demuestra que ésta es mala?». No. Demuestra que el socialismo es malo. Grecia no tiene un problema de deuda; lo que tiene es una economía estructuralmente poco competitiva gracias a décadas de un consagrado socialismo. Y un gobierno estructuralmente corrupto (gracias al socialismo) que hace que sea difícil reformar su modo de ayudar a que la economía sea más competitiva en el futuro.

Pero el problema de Grecia no fue la deuda. Su problema fue que había falsificado las cuentas y la descubrieron. Eso, junto con su economía poco competitiva, hizo que los compradores de deuda exigieran tipos más altos. Decidieron que el riesgo crediticio de Grecia ya no era tan bueno, y esos tipos más altos consiguieron que los pagos por intereses de la deuda de Grecia fueran muy caros.

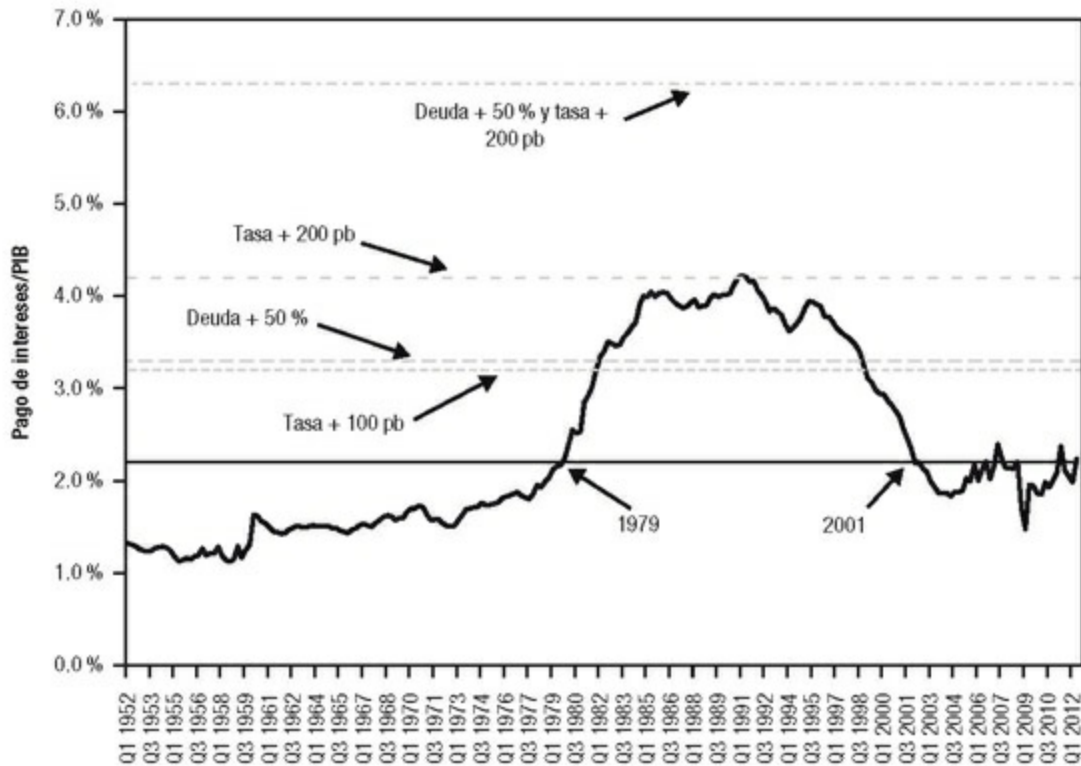
La verdadera cuestión..., la asequibilidad económica

Y éste es el quid de la cuestión. El problema no es la deuda sino si ésta resulta asequible. Y la deuda de Estados Unidos lo es y mucho. ¡Así lo ha sido históricamente! El gráfico 13.3 muestra el pago de intereses de la deuda federal en porcentaje del PIB. Aunque ahora nuestra deuda agregada sea más elevada, nuestros tipos de interés son muy bajos; lo que hace que la deuda resulte barata.

Mientras escribo, el coste de los intereses de la deuda es inferior a la de todo el periodo desde 1979 a 2001, que no es un período recordado por ser una ruina económica. ¡Al contrario! Durante gran parte de las décadas de los ochenta y noventa, Estados Unidos fue la potencia económica dominante. Décadas que incluyen dos grandes mercados alcistas de casi diez años de duración. ¡En la actualidad, el coste de la deuda representa aproximadamente

la mitad de lo que suponía de 1985 a 1995! Entonces su elevado importe no suponía un problema. El nuestro, mucho más bajo en la actualidad, tampoco puede serlo.

GRÁFICO 13.3 Pago de intereses de la deuda federal en porcentaje del PIB



Fuente: Thomson Reuters, del 31/12/1951 al 30/06/2011.

Es más, o nuestra deuda agregada o el tipo de interés medio pagado, o ambos, deben cambiar inmensamente hasta llegar a un nivel de los pagos por intereses de la deuda que no era problemático en el pasado. En primer lugar, el pago de intereses más altos sólo afectaría a la nueva emisión de deuda, no a la ya existente. Haría falta cierto tiempo para que las tasas más altas repercutieran materialmente en los intereses totales pagados.

Además, si el tipo de interés medio subiera 100 puntos básicos o la deuda pública neta total aumentara un 50 por ciento, el coste de la deuda seguiría estando por debajo de los niveles de 1982 a 1998; de nuevo, no es para alarmarse. Si las tasas de interés subieran 200 puntos básicos,

simplemente alcanzaríamos el nivel en el que estábamos en 1991: a principios de un gran *boom* económico y un mercado alcista. Para llegar a niveles nunca vistos, la deuda debería subir un 50 por ciento y los tipos de interés subir 200 puntos básicos. Dudo que eso ocurra pronto o rápido.

Deuda más barata tras la rebaja de calificación crediticia

Algunas personas sostienen que el aumento de la deuda haría que subieran los tipos de interés porque los inversores dejarían de tener confianza en ella. De nuevo, ¿dónde están las pruebas? El nivel de deuda neto de Estados Unidos lleva algunos años subiendo, pero las tasas de interés han bajado.

De hecho, rebajaron la calificación de riesgo de deuda de Estados Unidos, ¡y los tipos de interés son más bajos que antes!

En agosto de 2011, con posterioridad a un enconado debate sobre subir o no el techo de deuda de Estados Unidos (un indicador arbitrario que se ha subido unas cien veces desde que entró en vigor en 1917 para aliviar el esfuerzo de financiar la guerra), S&P rebajó la deuda de Estados Unidos de su impecable calificación AAA. La gente temía que eso diera comienzo a una crisis de confianza en la deuda de Estados Unidos.

Pero eso no fue lo que ocurrió, sino todo lo contrario. En medio de una corrección, las acciones estadounidenses, repuntaron al cierre del ejercicio 2011 y más allá. Al escribir esto, en 2012, las acciones estadounidenses están claramente en positivo en lo que va de año.

En general, doce meses después de la recalificación de la deuda los intereses de los bonos del Tesoro eran más bajos que un año antes. Esto es exactamente lo contrario de lo que piensas que sucedería si el mundo creyese que Estados Unidos tiene peor riesgo crediticio.

Pero eso es todo. El mundo no cree que lo tenga. Es lo que nos dicen los mercados. Y de hecho, tampoco S&P tiene por qué pensar que así sea. Su reclasificación de la deuda no se basó en factores fiscales o económicos, sino que se debió a circunstancias políticas. A juicio de S&P, era poco probable que los dos principales partidos de Estados Unidos consensuaran cuestiones

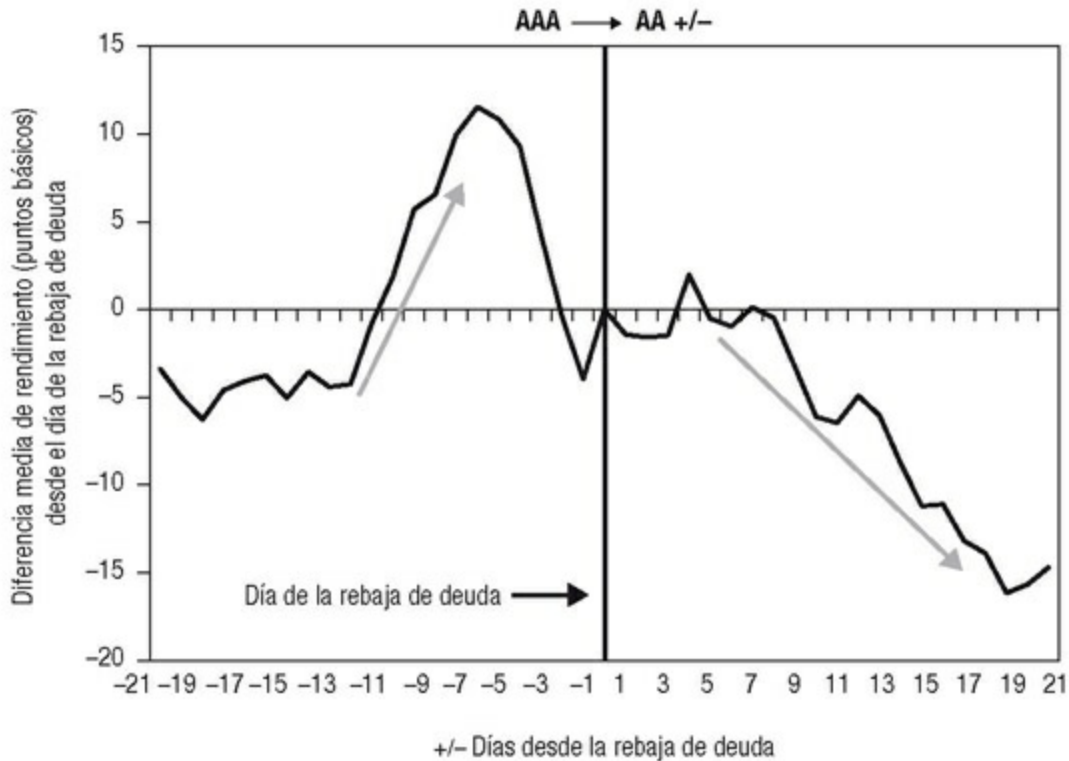
importantes que atañían al presupuesto. (Me parece totalmente desconcertante por qué el hecho de que los políticos no logren llegar a un acuerdo representó una novedad para S&P. Pero eso no importa.)

Si uno se fija en la historia, no debería sorprendernos. Se han registrado doce casos en los que se ha recalificado a la baja la deuda de un país de la categoría AAA (máxima calificación crediticia de S&P): en 1998, Bélgica, Irlanda, Finlandia, Italia, Portugal y España; en 2001, Japón; en 2009, España e Irlanda de nuevo; en 2011, Estados Unidos; y en 2012, Francia y Austria. El gráfico 13.4 muestra lo que sucedió en general a los tipos de referencia a diez años desde el período previo al inmediatamente posterior a la rebaja de calificación.

Es frecuente que los rendimientos se incrementen un poco antes de la rebaja de calificación, ya que los mercados reaccionan con miedo al próximo recorte. Pero el incremento medio es de 11 puntos básicos, lo cual no es una gran fluctuación. ¿Y después de la rebaja? Por regla general, los tipos caen.

¿Por qué los mercados tienden a ignorar la rebaja de calificación de los países con nota AAA? Las tres grandes agencias de calificación crediticia (S&P, Moody's y Fitch) son efectivamente un oligopolio respaldado por el gobierno. Por consiguiente, hasta el momento, los calificadores no tenían que competir en precio o calidad. Por lo general, el mercado sabe que sus opiniones no valen gran cosa.

**GRÁFICO 13.4 Tasas de endeudamiento y rebajas de la deuda de S&P
(bonos a 10 años)**



Fuente: Thomson Reuters, 25/10/2012.⁴⁶

Es más, las agencias calificadoras de riesgo tienen el don de decirnos lo que ya sabemos. Y si basas una opinión en el comportamiento de los políticos —políticos que quizá dejen de estar presentes tras las próximas elecciones—, el mercado tiene aún menos motivos para preocuparse.

La verdad es que a ojos de S&P puede que Estados Unidos no merezca la calificación AAA, pero sigue teniendo el principal mercado crediticio. Motivo por el cual los costes de la deuda estadounidense son viables y es probable que lo sean por un tiempo.

¿Depender de la generosidad de los extraños?

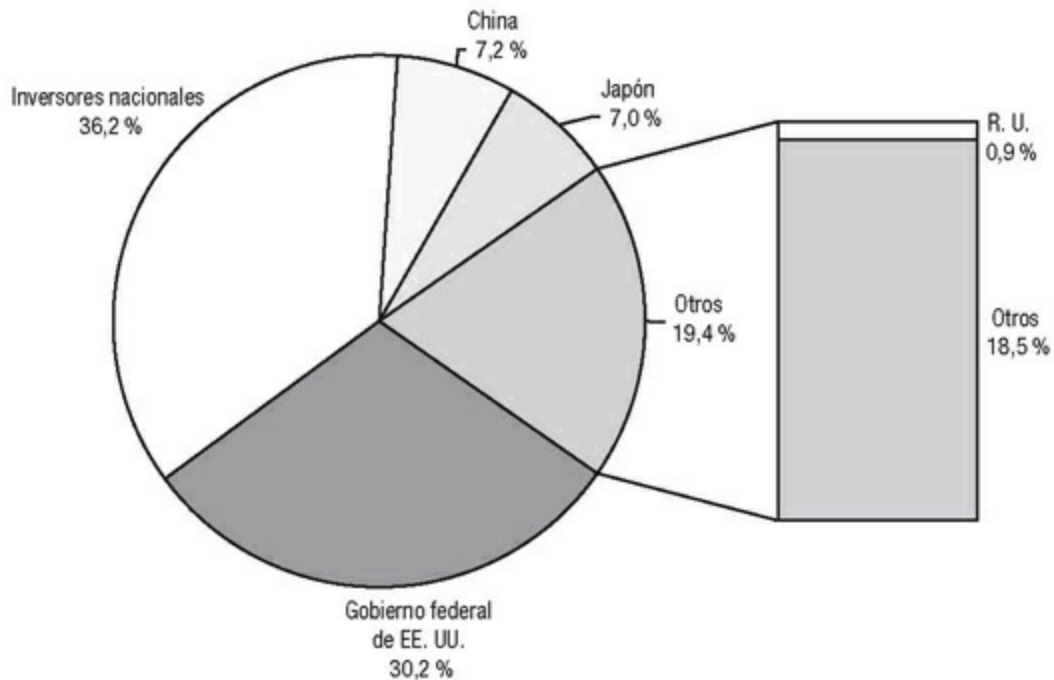
Quizá aceptes la idea de que la capacidad de pagar nuestra deuda importe tanto (o más) que el relativo nivel de endeudamiento. Pero ¿qué pasa con el miedo a que Estados Unidos esté en deuda con extranjeros?

Se dice que otros países financian nuestro despilfarro, y que nos ponemos en una situación peligrosamente comprometida con ellos. Más aún, ¡China posee casi la mitad de nuestra deuda! (Se me escapa por qué China molesta tanto a la gente. Pero cada vez que leemos algo acerca de que la deuda está en manos extranjeras, vemos que la gente le da mucha importancia al hecho de que China posea tantos bonos del Tesoro. Si los chinos nos quieren prestar dinero a bajo precio, allá ellos.)

¿Es cierto que Estados Unidos está peligrosamente en deuda con extranjeros? El gráfico 13.5 muestra los principales tenedores de deuda estadounidense, y el gráfico 13.6 desglosa la «otra» categoría.

La mayor parte de nuestra deuda —36,2 por ciento— está en manos de inversores nacionales. Individuos, empresas, organizaciones benéficas, bancos, fondos de inversión y otras muchas entidades.

GRÁFICO 13.5 ¿Quiénes son realmente los tenedores de bonos estadounidenses?



Fuente: Thomson Reuters, Departamento del Tesoro de Estados Unidos, 31/07/2012.

El mismo gobierno federal de Estados Unidos posee un 30,2 por ciento a través de agencias intragubernamentales. Sólo el 33,6 por ciento está en manos de inversores extranjeros.

Y no todo está en manos de China. Ésta posee una buena parte, el 7,2 por ciento. Nada sorprendente ya que en la actualidad es la segunda economía mundial, lo que representa un 11 por ciento del PIB mundial.⁴⁷ Japón tiene una cantidad prácticamente igual, un 7 por ciento. Pero nadie se queja demasiado de ello. (Con frecuencia Japón y China se intercambian el papel de mayor acreedor extranjero.) En la década de los ochenta, a la gente le escandalizó el crecimiento económico de Japón y su adquisición de activos estadounidenses. Pero entonces Japón entró en un largo período de estancamiento; sobre todo porque no practican un buen capitalismo.

GRÁFICO 13.6 «Otros» acreedores estadounidenses

Acreedor	Porcentaje de deuda EE. UU.	Acreedor	Porcentaje de deuda EE. UU.
Exportadores de petróleo*	1.65%	Canadá	0.36%
Centros bancarios caribeños**	1.61%	México	0.36%
Brasil	1.59%	India	0.33%
Todos los demás	1.42%	Corea del Sur	0.27%
Suiza	1.27%	Filipinas	0.23%
Taiwán	1.24%	Turquía	0.22%
Rusia	0.96%	Polonia	0.19%
Bélgica	0.89%	Chile	0.19%
Hong Kong	0.88%	Colombia	0.18%
Luxemburgo	0.82%	Suecia	0.18%
Irlanda	0.58%	Italia	0.17%
Singapur	0.58%	Australia	0.17%
Noruega	0.46%	Israel	0.17%
Francia	0.43%	Países Bajos	0.16%
Alemania	0.40%	España	0.16%
Tailandia	0.37%	Malasia	0.12%

* Ecuador, Venezuela, Indonesia, Bahrein, Irán, Irak, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudí, Emiratos Árabes, Argelia, Gabón, Libia y Nigeria.

** Bahamas, Bermudas, Islas Vírgenes Británicas, Islas Caimanes, Antillas Holandesas y Panamá.

Fuente: Thomson Reuters, Departamento del Tesoro de Estados Unidos, 31/07/2012

La gente que teme que China supere el predominio económico estadounidense debería saber que el suyo no es un crecimiento orgánico de una democracia de libre mercado. El gobierno comunista chino se ampara en un crecimiento acelerado para tener contentos a sus ciudadanos. Utiliza todo recurso disponible para fomentar un rápido crecimiento con la esperanza de que los ciudadanos con estudios no noten (o les importe menos) que sus derechos están siendo pisoteados. (Se trata de un país donde mil millones de personas todavía viven en la pobreza y sólo un número relativamente reducido tiene un estilo de vida al que en Estados Unidos calificaríamos de «clase media».)

¡Puede que China crezca, y mucho! Que su producción supere incluso en algún momento la de Estados Unidos. Pero China necesita algo más que un aumento de la producción para desafiar a Estados Unidos. Simplemente, hasta que China no sea una verdadera democracia de libre mercado —lo que sería fantástico para China, para Estados Unidos y para el resto del mundo— no puede superar el dominio estadounidense.

De modo que ni los chinos ni los inversores extranjeros en general poseen un volumen espantoso de nuestra deuda. Pero a la gente le suelen asaltar otros dos temores: que los tenedores internacionales vendan nuestra deuda, y que no seamos capaces de pagarles. Y/o que dejen de comprarla, con lo que nunca más podremos financiar nuestro despilfarro. (Si crees que somos derrochadores. Yo no. Creo que el gobierno es un tonto malgastador de tu dinero, pero no me preocupa nuestro despilfarro vinculado al punto anterior de este capítulo, sobre el hecho de que la deuda estadounidense sea asequible.)

Piensa en esto: ¿por qué debería dar miedo que China (o cualquiera) venda grandes volúmenes de nuestra deuda? Esa deuda es un contrato. Si quieren venderla, no hay ninguna disposición para su recompra. No tendríamos que desembolsar al mismo tiempo todo el principal restante. En

vez de eso, China vendería sus bonos del Tesoro en el mercado secundario. Un tercero compraría dicha deuda, y luego le pagaríamos el mismo tipo de interés que le pagábamos a China. Ningún efecto neto en Estados Unidos. No nos importa quién posea la deuda; sólo nos importa poder reembolsar el principal y los intereses de la deuda. (Cosa que podemos hacer.)

Pero ¿por qué querría China desprenderse de golpe de un montón de bonos del Tesoro? Eso incrementaría la oferta de deuda en el mercado secundario. Si sube la oferta, bajan los precios. Es probable que con la transacción pierda dinero, lo que sería arrojar piedras en su propio tejado.

Pero espera, el interés y el precio de los bonos tienen una relación inversamente proporcional. Si China inundara el mercado haciendo que caigan los precios, eso haría que subieran los tipos de interés; lo que representaría que en la siguiente subasta nuestra deuda «supersegura» se volvería mucho más atractiva para un tercero. Eso incrementaría la demanda, lo que elevaría los precios y bajaría los intereses. En una hipótesis como ésta, no sufriríamos demasiado (o en absoluto). Lo que es improbable porque, de nuevo, como el carnicero, el cervecero o el panadero, China actuará siguiendo su propio interés. Y no lo es deshacerse de una sola vez de un buen montón de sus existencias de deuda estadounidense.

China no compra deuda de Estados Unidos por caridad o algún sentido de karma mundial. No se siente obligada con Estados Unidos. Compra nuestra deuda porque satisface una necesidad concreta. En este caso, gestionar su divisa, ya que no hay ningún otro mercado de deuda que pueda acoger las enormes reservas de divisas de China.

Ningún lugar adonde ir

Y si los países decidieran no comprar deuda estadounidense..., ¿qué deuda comprarían? ¿Qué otras opciones tan buenas tienen los mercados? El gráfico 13.7 muestra la deuda pública neta de Estados Unidos en relación con

GRÁFICO 13.7 Estados Unidos y otros emisores de deuda soberana

País	Deuda pública	Deuda pública como
------	---------------	--------------------

	(millones de dólares)	porcentaje del total
Australia	\$248,222	1.4%
Canadá	\$1,235,836	6.9%
Dinamarca	\$92,466	0.5%
Finlandia	\$96,325	0.5%
Alemania	\$2,567,702	14.3%
Hong Kong	\$107,036	0.6%
Luxemburgo	\$7,056	0.0%
Países Bajos	\$464,941	2.6%
Noruega	\$154,848	0.9%
Singapur	\$376,940	2.1%
Suecia	\$144,975	0.8%
Suiza	\$180,361	1.0%
Reino Unido	\$1,976,270	11.0%
Estados Unidos (AA1)	\$10,351,330	57.5%
Total	\$18,004,307	

Fuentes: CIA World Factbook 2011, base de datos de las estadísticas trimestrales sobre deuda externa del Banco Mundial, todos emisores de deuda con una calificación AAA, 31/12/2011, y Estados Unidos.

los otros países AAA; posibles sustitutos de la deuda estadounidense. La deuda de Estados Unidos representa el 57,7 por ciento de este grupo. Sí, China y el resto podrían comprar deuda de Australia, de Canadá o de Alemania. ¡Algo que ya hacen! Pero tendrían que repartir sus posiciones en deuda considerablemente. Alemania es el siguiente mayor emisor de deuda pública de bajo riesgo, pero su mercado de deuda pública representa sólo el 25 por ciento del de Estados Unidos. No hay ningún fabuloso sustituto para la deuda estadounidense que no exponga a los inversores a un aumento de la volatilidad de la tasa de deuda.

La situación de la deuda estadounidense no es delicada. No somos Grecia. ¡Ni por asomo! La deuda no es el coco que tantos creen que es. Utilizada de manera sensata, constituye una parte adecuada y normal de una economía sólida. Evitar toda deuda no mejoraría nada. Hubo un tiempo en que Estados Unidos no tenía deuda; después de que en 1835 Andrew Jackson

pagara toda la del país con los ingresos de la venta de tierras del oeste. Lo que en la práctica condujo al pánico de 1837 y a la depresión de 1837 a 1843; una de las tres peores recesiones de la historia de Estados Unidos (las otras dos comenzaron en 1873 y en 1929).

No sufras por el importe total de la deuda. Céntrate en lo asequible que es, que para Estados Unidos lo es, y mucho; y probablemente seguirá siendo así durante algún tiempo.

Capítulo 14

Dólar fuerte, acciones fuertes

«Un dólar fuerte es mejor.»

CON FRECUENCIA SE MENCIONA la relativa fortaleza (o su ausencia) del dólar estadounidense como síntoma de un sinnúmero de males. Si nuestra economía es frágil, así también el dólar. Nuestro gran déficit presupuestario hace que los extranjeros nos miren por encima del hombro, debilitando al dólar.

Y además aflora el temor a que un dólar débil autoperpetúe otra debilidad. Por ejemplo, encarece las importaciones estadounidenses, y como Estados Unidos es un importador neto, eso podría pesar sobre el crecimiento del país. Muchos recelan también de que una moneda débil presagie la baja rentabilidad de las acciones.

Un dólar débil o fuerte, ¿acaso existe alguna diferencia?

Es cierto que un dólar débil encarece las importaciones, pero eso no significa que un dólar fuerte sea bueno. Ni que la gente esté contenta cuando tenemos un dólar alto. A un dólar fuerte, y como el que tuvimos periódicamente durante la década de los noventa, se le atribuye ser la raíz de todos los males. La gente clama que hace que nuestras exportaciones sean demasiado caras, de modo que nadie quiera comprarlas, lo que redundará en nuestra economía. Es como si creyeran que existe un estado de equilibrio perfecto del dólar, y que si no estamos en ese punto, nos dirigimos a la ruina.

Éste es un mito sin sentido por varios motivos. En primer lugar, las monedas no son más que diferentes sabores del dinero. No hay una que sea inherentemente mejor que otra. Existen tanto ventajas como inconvenientes para una moneda débil y fuerte. Asimismo, las divisas no son activos que se revaloricen como las acciones. Son productos básicos. Si una es débil, sólo lo es en relación con algo. De modo que el dólar está bajo porque el euro o la libra o un grupo de divisas están altos, o viceversa.

Considéralo desde otro punto de vista. Si crees que económicamente hablando un dólar débil es malo para Estados Unidos, entonces una moneda fuerte que no sea el dólar debe de ser buena para el mundo que no sea Estados Unidos. Según esta teoría, como Estados Unidos representa sólo el 22 por ciento del PIB mundial,⁴⁸ para el mundo en general un dólar débil sería menos malo que bueno una moneda fuerte que no sea el dólar. Resumiendo, un dólar débil debería ser bueno. No..., ¡genial!

Tienes el presentimiento de que esto es una tontería. Pero es la conclusión lógica si crees que una divisa débil es algo malo en términos económicos; la gente no suele pararse a pensar bien las cosas.

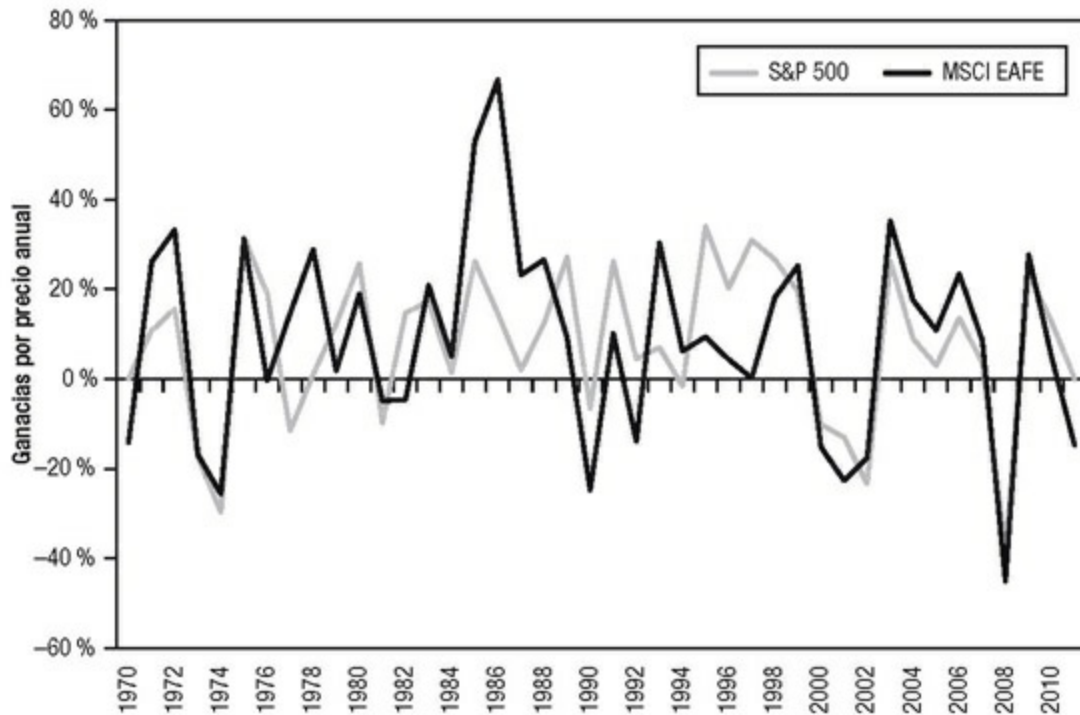
Piensa dentro de la 4-Box

El mito que podría ser más costoso establece que un dólar débil augura una baja rentabilidad de las acciones. Otra tontería. Débil o fuerte, la relativa fortaleza del dólar no dicta la dirección del mercado. Utilicemos la misma lógica de antes. Si el dólar está débil, significa que otras divisas están fuertes. Y si un dólar bajo es malo para las acciones estadounidenses, eso significaría que el hecho de que las otras divisas estén altas debería ser bueno para las acciones no estadounidenses. Si eso fuera cierto, en la historia podríamos apreciarlo con facilidad; las acciones estadounidenses y las que no lo son cambiarían de manera radical de dirección y guardarían como mínimo una relativa correlación negativa.

Pero ocurre lo contrario. Por lo general, las acciones estadounidenses y las no estadounidenses se mueven en la misma dirección, como puede observarse en el gráfico 14.1. No siempre y no en la misma magnitud; pero si

los valores de Estados Unidos están altos, los no estadounidenses también suelen estarlo. Lo mismo sucede cuando las acciones estadounidenses están bajas. No siempre de forma perfecta, pero suficiente para evidenciar que las acciones estadounidenses y las no estadounidenses no se mueven en sentidos opuestos.

GRÁFICO 14.1 Acciones estadounidenses frente a no estadounidenses



Fuente: Thomson Reuters, S&P 500, índice MSCI EAFE, del 31/12/1969 al 31/12/2011.

Hay otro modo de comprobar si la dirección del dólar impacta en las acciones. Lo llamo *4-box*, y se puede utilizar para comprobar cualquier creencia. El gráfico 14.2 muestra los dos posibles resultados y su frecuencia, subidas y descensos, para las acciones estadounidenses en un año cualquiera. (Aparecen datos desde el año 1971, que fue cuando después del fin de la era Bretton Woods, las principales monedas adoptaron realmente los tipos de cambio flotante.) Y se muestran los dos posibles resultados y su frecuencia para el dólar ponderado en función del comercio. (El dólar ponderado en función del comercio es la forma correcta de hacerlo porque lo que más nos

importa es cómo se comporta el dólar frente a nuestros socios comerciales. No comerciamos mucho con Bután, de modo que no nos importa si el gultrum está superalto o muy bajo respecto al dólar.)

Combinadas, se obtienen frecuencias para los cuatro posibles resultados anuales: tanto las acciones como el dólar, altos; las acciones altas y el dólar bajo; las acciones bajas y el dólar alto; ambos bajos.

En primer lugar, siempre lo que debería sorprenderte es que las acciones estadounidenses suelen subir más que bajar, mucho más; un gran 78 por ciento durante dicho período. (Que te quede grabado en el ADN, e invertirás con mayor éxito: las acciones suben mucho más de lo que bajan.) En segundo lugar, el hecho de que el dólar estuviera alto o bajo fue tan fortuito como lanzar una moneda al aire. No hay pruebas de que el dólar sea unidireccional.

GRÁFICO 14.2 Acciones estadounidenses frente a no estadounidenses

		Acciones de EE. UU.		Total
		Sube	Baja	
Dólar de EE. UU.	Sube	17 (41%)	4 (10%)	21 (51%)
	Baja	15 (37%)	5 (12%)	20 (49%)
	Total	32 (78%)	9 (22%)	

Fuente: Global Financial Data, Inc., 07/03/2012. Índice del dólar estadounidense ponderado por el comercio,⁴⁹ S&P 500,⁵⁰ del 31/12/1970 al 31/12/2011.

¿Cuál es entonces el resultado más común? El dólar y los valores altos, el 41 por ciento de todos los años. Algo que no supone ninguna sorpresa una vez que se acepta que las acciones suben más que bajan.

Y ¿dónde está la prueba de que un dólar bajo sea malo para las acciones? Si lo crees así, los datos deberían mostrar que cuando el dólar estadounidense está bajo, casi siempre también lo están las acciones de Estados Unidos. No es tan así. Tradicionalmente, cuando el dólar estaba bajo, era tres veces más probable que las acciones estuvieran altas que bajas; el 37 por ciento de todos los años frente a un 12 por ciento de todos los años. (De nuevo, las acciones suben más que bajan.)

Cuando las acciones bajan, que el dólar suba o baje podría depender de lanzar una moneda. En cuanto al impacto del dólar sobre la dirección del mercado bursátil, no se desprende ninguna conclusión porque durante períodos prolongados el hecho de cómo esté el dólar no repercute en la dirección de los mercados.

El gráfico 14.3 muestra lo mismo pero con acciones del resto del mundo. De nuevo, éstos suben más que bajan. Y cuando el dólar estadounidense está bajo, es cuatro veces más probable que las bolsas del mundo suban que bajen (el 39 por ciento de todos los años frente a un 10 por ciento). Una vez más, no cabe extraer ninguna conclusión porque la dirección del dólar no impacta en la dirección del mercado bursátil mundial. Imposible ser más claro y simple.

Ahora bien, en un muy corto plazo, las fluctuaciones monetarias pueden impactar en el rendimiento de tu cartera. Por ejemplo, si eres un inversor estadounidense y posees valores del Reino Unido, y el precio de la acción no varía pero la libra esterlina se aprecia un 10 por ciento frente al dólar, ¡en realidad el valor de esa acción inglesa se te habrá revalorizado un 10 por ciento! Y si la libra cae un 10 por ciento, para los inversores estadounidenses también el valor de la acción se depreciará un 10 por ciento. Si los tipos de cambio de la moneda varían más que las cotizaciones bursátiles (como tal vez suceda), ¡el valor de las divisas puede tener un mayor impacto en el rendimiento en dólares de las acciones extranjeras que el precio de estas! ¡Ajaja!

Si eres un inversor global (lo cual recomiendo) y tienes una cartera completa y debidamente diversificada en todo el mundo, son muchas las divisas a las que realizar un seguimiento. ¿Deberías dejar tu empleo para convertirte en un experto en el *trading* de divisas?

GRÁFICO 14.3 Valores del mundo frente al dólar estadounidense

		Valores del mundo		Total
		Sube	Baja	
Dólar de EE. UU.	Sube	15 (37%)	6 (15%)	21 (51%)
	Baja	16 (39%)	4 (10%)	20 (49%)

Total	31 (76%)	10 (22%)
--------------	----------	----------

Fuente: Global Financial Data, Inc., 07/03/2012. Índice del dólar estadounidense ponderado por el comercio,⁵¹ S&P 500,⁵² del 31/12/1970 al 31/12/2011.

No. Si tienes un horizonte temporal largo (como es probable que tengan la mayoría de los lectores de este libro), con el tiempo, como las divisas son por naturaleza de suma cero e irregularmente cíclicas, el efecto cambiario en una cartera global arroja un saldo muy cercano al cero.

¿Qué tal invertir directamente en divisas? Tú mismo, pero tienes que saber que tienen fama de volátiles. Aunque a largo plazo a los inversores no se les paga por dicha volatilidad. Si quieres *hacer* trading de divisas con fines lucrativos, tienes que ser un experto en detectar el mejor momento del mercado a corto plazo. Algo difícilísimo. Si sabes cómo hacerlo bien y de manera constante, entonces no necesitas mi ayuda ni este libro.

Cuando la gente dice que un dólar demasiado débil (o a veces demasiado fuerte) pondría en peligro las acciones, ignóralas. No hay ninguna prueba de que esto sea así, ni tampoco ninguna razón fundamental para pensar que así pueda ser. Por otra parte, podrías aprovechar el miedo en tanto que factor alcista, ya que el miedo a una futura situación falsa resulta casi siempre en una subida. Sí, puede que algo presagie un mal futuro para las acciones, pero no será el dólar por sí solo.

Capítulo 15

Las convulsiones alteran las acciones

«Las acciones no pueden subir cuando el mundo da tanto miedo.»

CON FRECUENCIA, LOS MEDIOS de comunicación y los expertos nos dicen que «las cosas son demasiado aterradoras», las noticias muy malas, el mundo demasiado peligroso para que las acciones suban. (Más información sobre la forma de interpretar mejor los medios de comunicación en el capítulo 16.) Pero el mundo siempre ha corrido riesgos. Puede que los inversores afirmen: «Sí, pero eso era antes, siempre supe que aquellos tiempos tan terribles se solucionarían. Esta vez es diferente».

En primer lugar, como figura en otra parte de este libro, la gente siempre piensa que esta vez es diferente. Pero nunca es tan diferente como ellos temen. Por eso sir John Templeton dijo la célebre frase: «Las cuatro palabras más caras en el idioma inglés son “Esta vez es diferente”».

Entre la maraña de respuestas evolutivas que hace mucho tiempo ayudaron a la humanidad, pero que hace que en la actualidad resulte más difícil invertir, aparece el hecho de que los seres humanos evolucionaron para olvidar con rapidez el dolor pasado. ¡Instinto de supervivencia! Podemos pensar que al enfrentarnos a temores pasados estábamos la mar de bien, pero la realidad es que muchas veces esto no fue así.

¿Crees que últimamente hemos pasado años difíciles? Un enorme terremoto, un tsunami y un accidente nuclear en Japón. Aumento de las tensiones en Oriente Medio. Políticas beligerantes. ¿Ahora la política es realmente más polémica? La retórica política siempre ha sido acalorada; cualquiera que te diga que en estos momentos estamos más divididos no sabe nada de la historia de Estados Unidos. Las luchas políticas internas son una

constante. (Y si crees que la política estadounidense es acalorada, deberías ver una de las sesiones parlamentarias del Reino Unido. Qué diablos, en 2012, en un programa de televisión en directo, un político griego dio un puñetazo en la cara a una rival.)

En Oriente Medio los conflictos han empeorado no sólo desde que Israel pasó a ser un Estado, sino a lo largo de la historia. (Ya en 1801, Estados Unidos envió a los marines a lo que ahora es Libia para proteger a las compañías navieras de los terroristas, los piratas berberiscos.) Y el mundo se ha visto asolado por desastres naturales desde el..., bueno, desde el Big Bang. No hay pruebas de que éstos vayan a más o sean más fieros.

Hay quien afirma incluso que por la razón que sea el clima parece cada vez más severo e impredecible, lo que hace que los huracanes sean más violentos, etc. Lo cual no explica por qué el huracán de Galveston de 1900 fue el que mayor número de víctimas mortales provocó al tocar tierra en Estados Unidos; y el segundo más costoso, sobre la base de dólares ajustados por la inflación. De los diez peores huracanes en tocar tierra estadounidense, todos menos dos sucedieron antes de 1970.⁵³ Desde que registramos los datos (desde 1851), la década más activa de huracanes fue la de 1940, con 24, seguida de la de 1880, con 22, y la de 1890 y 1910 con 21 cada una.⁵⁴

¿Qué importancia tiene esto? Es sencillo, las personas amplifican en su mente los acontecimientos que tienen lugar en la actualidad y recuerdan mal los pasados. ¿Crees que ahora la geopolítica es tensa? ¿Qué fueron entonces los años de la guerra fría? ¿O la crisis de los misiles en Cuba, cuando estos apuntaban a nuestras camas desde una corta distancia de Florida? ¿Crees que ahora la deuda es alta? Tras la segunda guerra mundial superaba con creces el ciento por ciento del PIB. ¿Recuerdas Chernóbil? Aquel accidente hizo que el de Japón de 2011 pareciera un juego de niños. En Estados Unidos hemos visto largos períodos de racionamiento de alimentos y combustible; no sólo como consecuencia de efímeros desastres naturales. Hemos sido atacados en nuestro territorio en Hawái, Nueva York y Washington DC, y han agredido nuestras embajadas en el extranjero (no sólo en 2012, sino muchas veces antes). Hemos tenido crisis del petróleo, huelgas, recesiones, revueltas, hiperinflación, deflación. Escándalos contables. *Impeachments*. Ataques terroristas locales.

Y, sin embargo, observa el gráfico 15.1, que muestra los acontecimientos para destacar cada año desde 1934 y la rentabilidad anual de las acciones a nivel mundial. A pesar de todo, las acciones han subido de forma generalizada. Sí, los mercados bajistas ocurren, pero ninguno, estadounidense o mundial, ha podido preverse por un desastre de la naturaleza. Aparte del comienzo de la segunda guerra mundial en Europa, las tensiones geopolíticas —incluso los más graves ataques terroristas y el comienzo de guerras abiertas— han tenido un fugaz, y no necesariamente negativo, impacto en las acciones.

La historia nunca es impoluta. El mundo puede llegar a ser un lugar aterrador; jamás hay un momento de tranquilidad. Pero a pesar de todo, la resiliencia del mercado de capitales es una constante. Si estás esperando a que se «calmen» las cosas para invertir, vas a tener que esperar indefinidamente. Y si no invertiste durante períodos de agitación, no habrás pasado mucho tiempo invirtiendo; un error, ya que las acciones han subido el 72 por ciento de las veces en todos estos años.⁵⁵

¿Cómo pueden subir las acciones ante tanto drama y trauma? En el mundo los acontecimientos aterradoros son una constante. Algunos bien conocidos se reflejan con rapidez en los mercados. Su presencia es con tanta frecuencia buena como lo es mala para las acciones, no mala.

GRÁFICO 15.1 Jamás un momento de tranquilidad

Año	Acontecimiento	Rentabilidad de las acciones
1934	Se aprueban grandes reformas en Wall Street; control de precios por parte de la ley de recuperación nacional; Hitler se declara a sí mismo Führer.	2.55%
1935	Italia invade África; Hitler rechaza el Tratado de Versalles; Dust Bowl; ley de la Seguridad Social; anulada la Asociación del Rifle.	22.78%
1936	Hitler ocupa Renania; apaciguamiento de los nazis; guerra civil española; el máximo nivel de impuesto sobre la renta en EE. UU. llega al 79%.	19.28%
1937		-16.95%

	Breve aunque aguda recesión en EE. UU.; caída del gasto de capital y la producción industrial; Japón invade China.	
1938	Los nazis anexionan Austria e invaden Checoslovaquia; un gran huracán golpea Nueva Inglaterra	5.61%
1939	Alemania e Italia firman un pacto militar; Gran Bretaña, Francia y Polonia se alían; Polonia es invadida, comienza la segunda guerra mundial.	-1.44%
1940	Francia cae ante Hitler; batalla de Inglaterra; el máximo nivel de impuesto sobre la renta en EE. UU. llega al 81%; se aprueban reglamentos en Wall Street.	3.53%
1941	Pearl Harbor; Alemania invade la URSS; EE. UU. declara la guerra a Japón, Italia y Alemania.	18.74%
1942	Control de precios en tiempos de guerra; batalla de Midway; el máximo nivel de impuesto sobre la renta en EE. UU. llega al 88%.	1.19%
1943	Racionamiento de la carne y del queso en EE. UU.; control de precios y salarios; ataques de los submarinos alemanes; el déficit federal supera el 30% del PIB de EE. UU.	19.89%
1944	Escasez de bienes de consumo; los aliados invaden Normandía; el máximo nivel de impuesto sobre la renta en EE. UU. llega al 94%.	-10.24%
1945	Se predice una recesión de posguerra; invasión de Iwo Jima; muerte de F. D. Roosevelt; se arroja la bomba atómica en Japón.	11.03%
1946	La deuda pública de EE. UU. supera el ciento por ciento del PIB; se aprueba la ley de empleo de 1946; huelga de trabajadores de los astilleros y de la siderurgia.	-15.12%
1947	Guerra fría; alta inflación en EE. UU.; se debate el problema Israel/Palestina; guerra indo-pakistaní; los comunistas toman Hungría.	3.20%
1948	Bloqueo de Berlín; EE. UU. incauta la línea de ferrocarril para evitar las huelgas; independencia de Israel, invadida de inmediato; recesión en EE. UU.	-5.73%
1949	Rusia explota la bomba atómica; Gran Bretaña devalúa la libra; tensión China/Taiwán.	5.42%
1950	Guerra de Corea; McCarthy y el «temor rojo»; China invade el Tíbet; la población mundial supera los 2500 millones.	25.48%
1951	Impuesto sobre beneficios excedentes; juicio a Rosenberg; continúa la guerra de Corea; EE. UU. prueba la bomba de hidrógeno; termina el plan Marshall.	22.45%

1952	EE. UU. toma las plantas de acero para impedir la huelga; revolución egipcia; golpe jordano; el miedo a la polio alcanza su punto máximo en EE. UU.	15.82%
1953	Europa es alcanzada por las inundaciones del mar del Norte; Rusia explota la bomba de hidrógeno; recesión; muere Stalin; final de la guerra de Corea.	4.84%
1954	Tensión Taiwán/China; guerra de Indochina; debate Brown contra Board sobre la integración.	49.82%
1955	Enfermedad de Eisenhower; se constituye el Pacto de Varsovia; la séptima flota estadounidense ayuda al ejercito de Taiwán.	24.74%
1956	Crisis de Suez; lucha de Israel y Egipto; gripe asiática; el poder soviético aplasta la Revolución húngara.	6.58%
1957	Rusia lanza el Sputnik; recesión; crisis de integración en el instituto de Little Rock Central; Eisenhower sufre un ataque al corazón.	-6.02%
1958	Recesión; conflicto Taiwán/China; los marines son enviados a Beirut; Jruschov intenta unificar el control sobre Berlín.	34.46%
1959	Castro alcanza el poder en Cuba; huelga de la siderurgia en EE. UU.; falla la rebelión apoyada por Cuba en la República Dominicana.	23.30%
1960	Recesión; Rusia derriba el avión espía U-2; Castro nacionaliza los bienes extranjeros; la población mundial supera los 3.000 millones.	3.49%
1961	Se levanta el Muro de Berlín; los Boines Verdes son enviados a Vietnam; fracasa la invasión de bahía de Cochinos; Freedom Raiders y los derechos civiles.	20.78%
1962	Crisis de los misiles en Cuba; JFK adopta enérgicas medidas contra los precios del acero; embargo de Cuba; batalla China/India.	-6.21%
1963	Asesinato de Kennedy; derrocado el gobierno surcoreano; se intensifican los debates integración/segregación.	15.38%
1964	Golfo de Tonkín; disturbios raciales; golpe de Estado en Brasil; abolida la segregación; Jrushchov depuesto.	11.25%
1965	Marchas por los derechos civiles; tropas estadounidenses en Vietnam; guerra india-paquistaní; gran apagón en el noreste de EE. UU. que afecta a 30 millones.	9.83%
1966	Escalada de la guerra de Vietnam; golpe en Nigeria; empieza la revolución cultural china.	-10.12%

1967	Disturbios raciales en EE. UU.; el parlamento británico vota la nacionalización del 90% de la industria del acero; guerra de los Seis Días.	21.28%
1968	Es capturado el submarino USS Pueblo; ofensiva del Tet; asesinatos de Martin Luther King y Robert Kennedy; los soviets aplastan la Primavera de Praga.	13.94%
1969	Recesión en EE. UU.; la tasa preferencial alcanza máximos; Corea del Norte derriba un avión de la Marina; Gadafi toma Libia.	-3.86%
1970	EE. UU. invade Camboya; bancarrota de Penn Central Transportations; estallido de la burbuja de Poseidón australiana; masacre en la universidad de Kent.	-3.08%
1971	Congelación de precios y salarios; fin de la era Bretton Woods, abolido el patrón oro; devaluación del dólar estadounidense.	18.36%
1972	EE. UU. ataca puertos vietnamitas; atletas israelíes asesinados en los Juegos Olímpicos de Múnich; Irak nacionaliza las compañías petroleras.	22.48%
1973	Crisis energética, embargo de petróleo árabe; empieza una recesión en EE. UU.; escándalo del Watergate; dimite Agnew; guerra del Yom Kipur.	-15.24%
1974	Mayor caída del mercado en 4 décadas; Nixon dimite; se devalúa el yen; colapso de Franklin National Bank.	-25.47%
1975	Bancarrota de la ciudad de Nueva York; Vietnam del Norte gana la guerra; R. U. nacionaliza los fabricantes de automóviles; muere Francisco Franco.	32.80%
1976	La OPEP sube los precios del petróleo; el gobierno de EE. UU. toma el control de muchas líneas de ferrocarril privadas; guerra civil del Líbano.	13.40%
1977	Suben los impuestos de la Seguridad Social; atentado neofascista en España durante una reunión política; apagón en NY.	0.68%
1978	Suben los tipos de interés; la deuda pública de EE. UU. supera los 600.000 millones de dólares; suspensión de pagos de Cleveland (Ohio).	16.52%
1979	La inflación se dispara; desastre nuclear en Three Mile Island; Irán se apodera de la embajada de EE. UU.; la URSS invade Afganistán.	10.95%
1980		25.67%

	Los tipos de interés alcanzan su máximo histórico; desastre del Love Canal; guerra Irán-Irak; rescate de Chrysler; Silver Crash.	
1981	Comienza una pronunciada recesión; disparan a Reagan; explota la burbuja energética; se identifica el SIDA por primera vez; Israel lanza una bomba contra una planta nuclear iraquí.	-4.79%
1982	Peor recesión en 40 años, se desploman los beneficios; aumento del paro; guerra de las Malvinas; embargo estadounidense del petróleo libio.	9.71%
1983	EE. UU. invade Granada; bombardeada la embajada de EE. UU. en Beirut; la deuda pública de EE. UU. llega al billón de dólares.	21.93%
1984	Déficit federal récord; El fondo de garantías de depósitos estadounidense rescata al estado de Illinois; fin al monopolio AT&T; guerra del golfo pérsico; desastre de Bhopal.	4.72%
1985	Carrera armamentista; cierran los bancos de Ohio para detener la fuga de capitales; EE. UU. se convierte en la mayor nación deudora; la deuda pública llega a 1,5 billones de dólares.	40.56%
1986	EE. UU. bombardea Libia; Boesky se declara culpable de abuso de información privilegiada; explota el Challenger; catástrofe de Chernóbil.	41.89%
1987	Mayor caída del mercado registrada en un solo día; la investigación Irán-Contra culpa a Reagan; la población mundial llega a los 5000 millones de personas.	16.16%
1988	Quiebra del First Republic Bank; Noriega procesado por EE. UU.; bomba en el vuelo Pan Am 103; reformas «Big Bang» del sistema financiero británico.	23.29%
1989	Plaza de Tiananmén; terremoto de San Francisco; tropas de EE. UU. se despliegan en Panamá; derrame de petróleo del Exxon Valdez; crisis de las Savings & Loans, quiebran casi 500 bancos.	16.61%
1990	Recesión; se desploma la confianza del consumidor; Irak invade Kuwait, escalada de la tensión; temor a la reunificación alemana.	-17.02%
1991	EE. UU. empieza la guerra aérea en Irak; el paro sube al 7%; ataque terrorista irlandés en 10 Downing Street; cae la URSS.	18.28%
1992	El huracán Andrew arrasa Florida; disturbios en L.A.; temor a una nueva recesión; amarga contienda electoral.	-5.23%
1993	Suben los impuestos; atentado terrorista del World Trade Center; Europa cae dos veces en recesión; se devalúa la libra británica.	22.50%

1994	Intento de nacionalizar la atención médica; crisis del peso mexicano; guerra civil en la antigua Yugoslavia; muere Kim Il-Sung.	5.08%
1995	Pánico a la debilidad del dólar; Clinton rescata México; la secta japonesa Aum Shinrikyo ataca con gas sarín en el metro de Tokio; atentado de Oklahoma City.	20.72%
1996	Miedo a la inflación; investigación Whitewater; atentado a las torres Khobar; Greenspan cita la «exuberancia irracional» de los inversores.	13.48%
1997	«Mini-crash» de las tecnológicas en octubre y crisis de los «Tigres Asiáticos»; China asume el control en Hong Kong; crisis del desarme de Irak.	15.76%
1998	Crisis del rublo ruso; «gripe asiática»; debacle del fondo Long-Term Capital Management; atentado terrorista en una embajada de EE. UU. en África.	24.34%
1999	Paranoia y corrección del efecto 2000; Clinton es impugnado; Hugo Chávez asume el poder en Venezuela.	24.93%
2000	Empieza el estallido de la burbuja de las puntocom; Gore contra Bush, reñida contienda electoral a la presidencia; atentado contra el USS Cole.	-13.18%
2001	Recesión; ataques terroristas del 11 de septiembre; el IRA bombardea la BBC; guerra de Afganistán; se aprueba la ley Patriot.	-16.82%
2002	Escándalos de contabilidad empresarial; se aprueba la ley Sarbanes-Oxley.	-19.89%
2003	Escándalos de fondos de inversión; conflicto en Irak; síndrome respiratorio agudo grave (SARS); explota el transbordador espacial Columbia; ataques aéreos israelíes contra Siria.	33.11%
2004	Temor a la debilidad del dólar y al «triple déficit» de EE. UU.; ataque terrorista en trenes de Madrid; tsunami en el océano Índico causa más de 100 000 muertes.	14.72%
2005	Tensión con Corea del Norte e Irán debido al armamento nuclear; huracán Katrina; el precio del petróleo se dispara a 70 dólares el barril; atentado en Londres.	9.49%
2006	Corea del Norte prueba armas nucleares; continúa la guerra en Irak y Afganistán; empieza la guerra contra el narcotráfico mexicano.	20.07%
2007		9.04%

	Las empresas financieras reconocen graves deterioros de sus activos; cambio significativo en la norma contable; sospecha de ataque israelí a una instalación nuclear siria; miedo a las subprime.	
2008	Pánico financiero mundial; mayor caída del mercado desde la década de los treinta; el petróleo supera los 140 dólares; rescates gubernamentales.	-40.71%
2009	El paro supera el 10%; enorme estímulo fiscal y monetario; EE. UU rescata la industria automovilística.	29.99%
2010	La deuda soberana de los PIIGS asusta; temor a una doble recesión; «Flash Crash»; se aprueban las leyes de reforma del servicio de salud y del sistema financiero.	11.76%
2011	Primavera Árabe; terremoto y tsunami en Japón; continúa la preocupación por la deuda soberana de los países PIIGS; muere Bin Laden; rebaja de la deuda de EE. UU.	-5.54%

Fuentes: Global Financial Data, Inc., 28/08/2012; Thomson Reuters. La rentabilidad de 1970 a 2011 responde al índice Morgan Stanley Capital International (MSCI), que evalúa el desempeño de determinadas acciones en 24 países desarrollados y se presenta con dividendos y retenciones fiscales inclusive. Los rendimientos previos a 1970 son proporcionados por Global Financial Data, Inc., y simula qué resultados podría haber obtenido un índice mundial incluyendo dividendos de haber sido calculado en 1934.

Recuerda también que a corto plazo las acciones pueden oscilar bruscamente. Pero con el tiempo, su tendencia ascendente representa la predisposición al alza de los beneficios, que puede ser infinita. Como se ha señalado a lo largo de todo el libro, el afán de lucro es una fuerza muy poderosa y positiva. Se halla en el origen del capitalismo y es la razón por la que las naciones libres, democráticas y capitalistas prosperan y las naciones menos libres no lo hacen. La motivación económica no se ve socavada porque la humanidad encare desafíos. De hecho, para quienes estén dispuestos a asumir riesgos y así beneficios futuros, los retos y la necesidad de innovación pueden constituir factores de motivación. Los mercados de capital son resilientes porque la humanidad lo es. Se ha demostrado una y otra vez que quienes han apostado en contra se han equivocado.

Capítulo 16

Noticias que puedes utilizar

«Lo he oído en las noticias, así que debe ser así.»

JUNTO CON «ESTA VEZ es diferente», esta frase debe de ser una de las más caras del idioma inglés.

En los (más de) 28 años (y subiendo) que llevo publicando la columna «Portfolio Strategy» en la revista *Forbes*, con frecuencia he escrito sobre los desafíos (y oportunidades) que encierra interpretar los medios de comunicación. En mi columna para *Forbes* del 13 de marzo de 1995 titulada «Advanced Fad Avoidance» (Evitación Avanzada de Modas), uno de los consejos que incluí para evitar caer presa de modas dañinas fue:

Si en los medios de comunicación lees u oyes hablar varias veces de cierto proyecto de inversión o sobre algún importante acontecimiento, éste no te servirá de nada. En el momento en que varios comentaristas piensan y escriben sobre algo en particular, incluso las nuevas noticias quedan obsoletas.

Algunos leerán esta y otras cosas que he escrito en los medios de comunicación y pensarán erróneamente que lo que quiero decir es que las noticias son malas y que hay que ignorarlas. ¡No! En tanto que inversor, ¡las noticias son tus amigas! No prescindas de ellas. Aprende a interpretarlas de forma diferente y más correcta, lo que en general y por término medio puede proporcionarte cierta ventaja inversora.

Mira en sentido contrario

En primer lugar, leer noticias te dice en qué se centran todos. ¡Un valioso servicio que te prestan gratis!

Casi todos saben que para hacer una apuesta ganadora en el mercado deben saber algo que la mayoría desconoce. ¡Pero no intuyen por dónde empezar a saber lo que los otros ignoran! Una manera fácil de comenzar es sencillamente advertir en qué se está centrando todo el mundo; y mirar hacia otro lado. Para ello, puedes utilizar las noticias.

El mercado de valores descarta con gran eficacia toda la información ampliamente difundida. Si logras encontrar con facilidad algo en internet, en forma impresa, en televisión, en cualquier lado de nuestro ciclo de noticias las veinticuatro horas, los siete días de la semana —donde la información vuela alrededor del mundo con un solo clic—, lo más probable es que esa primicia en cuestión ya esté reflejada en el precio actual de las acciones. O lo hará pronto y tan rápido que con toda probabilidad habrá pasado la oportunidad de realizar alguna transacción basándote en ella. Y cuanto más tiempo algo aparece en los titulares, más habrá minado su poder de activar los mercados.

Eso no quiere decir que si circulan malas noticias, las acciones no puedan caer. ¡Quizá lo hagan! Las noticias afectan a los sentimientos, y éstos se mueven rápido. Intentar calcular fluctuaciones a corto plazo puede ser peligroso. Lo más probable es que acabes sufriendo los vaivenes del mercado. Además, nuestra primera reacción a una mala noticia suele ser tremendamente exagerada. Si vendes cuando hay malas noticias, suponiendo que las malas noticias sean en verdad tan malas, puedes acabar vendiendo bajo y perderte un mejor momento de salir más adelante. Nada garantiza que aquello que compres para sustituir los valores vendidos suba después. Vender dependiendo sólo de las malas noticias puede significar comprar alto, vender bajo y, tal vez, dejar pasar un rebote.

Asimismo, que las acciones suban o bajen suele depender de otro factor (o más bien de un grupo de factores), y no de aquello que en un momento dado reciba una amplia cobertura por parte de los medios de comunicación.

Lo que significa que si todo el mundo está centrado en algo en particular, sabes que puedes ignorarlo sin correr ningún riesgo y mirar hacia otro lado. Hacia aquello a lo que la mayoría de las personas no estén

prestando atención. Esas coyunturas que de hecho pueden tener gran capacidad de alterar el mercado en el futuro. La gente mira el espejo retrovisor confiando que pueda anunciarles qué se avecina, lo cual nunca funciona y, a veces, conduce al desastre.

Aparta la mirada hacia otro lado. Si lo logras, puedes tomar ventaja respecto de otros inversores. ¡Diablos..., respecto de la mayoría de los profesionales! Pero si estás pendiente de las mismas noticias que todo el mundo y las interpretas del mismo modo, es probable que te pierdas cuáles son esos otros factores. Estarás avanzando junto al rebaño.

Un indicador de sentimiento

Las noticias también son un buen indicador del sentimiento de mercado. Éste es clave porque tal vez sea eficazmente intercambiable por demanda en los próximos 12 a 24 meses. (Revisa el capítulo 9 para más detalles sobre la demanda.) Si entiendes cómo está el sentimiento en la actualidad y puedes elaborar una buena hipótesis de si mejorará o empeorará, sabrás con bastante exactitud si las acciones acabarán subiendo o bajando.

Odiarás que te diga lo siguiente, pero a menudo medir el sentimiento de mercado es tanto (o más) un arte como una ciencia. Para evaluarlo muchos utilizan índices de confianza de los consumidores —la Universidad de Míchigan y The Conference Board.

Salvo que todos los indicadores de sentimiento que he visto son defectuosos. Por lo general, están diseñados para proporcionar una buena fotografía de cómo se sintió la masa... durante el mes precedente. Para ser más precisos, los índices son un promedio de cómo se sintió la gente a mediados del mes anterior. En el mejor de los casos coinciden, pero lo más habitual es que sean de carácter retrospectivo. Si las acciones se adelantan al futuro (como así es), no te sirve de nada saber cómo se sentían las personas por término medio a mediados del mes anterior. No hay pruebas de que ninguna encuesta sobre la confianza del consumidor tenga capacidad predictiva.

Pero si analizas a diario tres o cuatro periódicos, tanto nacionales como internacionales, tendrás una buena idea de la mentalidad imperante. Los medios de comunicación, si se consumen bien, pueden decirte a grandes rasgos y de forma rápida y fácil hacia dónde se dirige el sentimiento.

Lo que realmente buscas son estados de ánimo extremos. La euforia exagerada suele ser un mal signo; casi siempre aparece en lo más alto de un mercado alcista. Del mismo modo, la excesiva negatividad es característica de los períodos en que los mercados bajistas tocan fondo. Lo más habitual es el estado de ánimo intermedio, aunque este puede oscilar ampliamente durante breves períodos en un contexto de mercado bajista.

Interprétalas para utilizarlas

Sí, si sabes cómo interpretarlas y utilizarlas, las noticias pueden ser una buena fuente de información. Para ello, debes entender en qué consiste la industria de los medios de comunicación.

La mayoría de los grupos mediáticos son negocios comerciales. Nadie te entrega el periódico cada día (los que todavía imprimen una edición en papel) en una furgoneta blanca con una cruz roja a un lado. No existen por el bien de la humanidad; quieren generar beneficios. De hecho, deben ser rentables o de lo contrario tienen que echar el cierre. ¡Y no hay nada malo en ello! La búsqueda de ganancias es algo noble y correcto. Es lo que permite a las empresas aportar valor añadido a los accionistas, contratar, pagar los salarios, ofrecer prestaciones, etc. Las cosas que a la gente le gustan.

Para mantenerse a flote, muchos importantes grupos de comunicación venden suscripciones, y algunos pocos incluso las venden online. Pero su pan de cada día consiste, siempre ha consistido y siempre consistirá en la venta de publicidad.

A fin de reunir ingresos más altos por publicidad, tienen que conseguir audiencia. Cuanta mayor audiencia puedan ofrecer, más estarán dispuestos a pagarles los anunciantes por un espacio en su medio, ya sea online o en papel.

Ya has oído decir que «lo amarillista encabeza la lista» o que «la sangre vende». ¡Es cierto! Porque los programadores saben que si comienzan el informativo de la noche con una conmovedora historia sobre una *girl scout* que ganó una beca de mil dólares por un ensayo sobre civismo, nadie continuará viéndolo. Saben que tienen que empezar con fuego, tumultos, disturbios, robos, asesinato, intrigas.

Esto no es algo accidental. Como ya se observó en el capítulo 1 del libro, es así porque el ser humano evolucionó para ser hipersensible al peligro (y evitar mejor el ataque de una fiera, el hambre, congelarse hasta morir, etc.).

Lo que significa que debido a una arraigada respuesta evolutiva, en muchos casos los inversores actuarán para evitar la posibilidad de tener pérdidas a corto plazo; incluso si esto significa salir perjudicados a la larga y privarse de ganancias superiores (de nuevo, el concepto de «aversión miope a la pérdida»).

Motivo por el cual las malas noticias venden. Es un hecho. Lo sabes por instinto. Cuando los medios cubren noticias negativas, no es más que una decisión empresarial, simple y llanamente, para ganar audiencia. ¡No hay nada malo en ello! Si te gusta leer el periódico, quieres que este sea rentable. Lo que significa que con frecuencia los medios de comunicación comenzarán con aquello que más interesa por naturaleza al ser humano.

Dicho de otro modo, destacar las noticias positivas puede minar los beneficios. De modo que si alguna vez piensas: «¡Sólo hay malas noticias!», muy probablemente estés en lo cierto. Pero no porque cuanto suceda en el mundo sea malo, sino porque los medios intentan obtener el máximo de beneficios.

Reglas básicas para interpretar de un modo rentable los medios de comunicación

Sabiendo cómo funcionan los medios y por qué, ¿cómo podemos ser mejores consumidores de noticias y cosechar de hecho algo útil? Basta con seguir algunas normas básicas.

1. Los medios de comunicación informan sobre noticias. Es lo que siempre han hecho por definición. ¡Pero las acciones se adelantan al futuro!

Si los medios están informando sobre algo, es probable que haya quedado atrás el tiempo de reaccionar y negociar según dicha noticia.

2. Las acciones reflejan información ampliamente conocida por todos.

A corto plazo, eso no significa que la Bolsa tenga siempre el valor correcto. ¡No es así! Porque la gente no siempre tiene razón. Más bien refleja opiniones ampliamente compartidas.

3. Por lo tanto, para prever la dirección del mercado debemos cuantificar las pertinentes expectativas.

Cuando se hacen previsiones para los siguientes 12 a 24 meses, la realidad puede importar menos de lo que se espera que suceda. Entender qué espera la mayoría y determinar probabilidades razonables sobre lo que creas posible que vaya a suceder. Es esa brecha entre realidad y expectativas lo que impulsará a las acciones.

4. No adoptes una posición contraria.

Puede ser tentador, pero no te ayudará más que el hecho de seguir la corriente. Que los medios de comunicación digan que algo es de algún modo, no quiere decir que ocurra lo contrario. Podría significar que el impacto esperado es exagerado o infravalorado. Sólo porque digan que algo es de algún modo determinado, no quiere decir que lo sea. Haz de esta idea un mantra.

5. Examina siempre los datos en su contexto adecuado e ignora el punto de vista del autor.

Los periodistas saben que decir directamente quién, qué, dónde, cuándo, por qué, cómo no siempre proporciona audiencia. Pueden incluir un relato apasionante que aumente el factor entretenimiento, pero que tal vez eclipse la realidad. O quizá utilicen anécdotas, que son convincentes pero pueden no ser estadísticamente significativas. ¡No pasa nada! La mayoría de la gente no leería los periódicos si fuesen muy aburridos. Pero eso puede resultar menos útil si uno intenta medir el posible impacto en el mercado. Tacha mentalmente adjetivos y adverbios, ignora las anécdotas a menos que subrayen algo fundamental

y aísla los hechos. Considéralos entonces dentro de su contexto. Modifica su escala. Pregúntate: «¿Cuál es la repercusión a nivel mundial?».

6. Sé políticamente agnóstico.

Mucha gente tiene una ideología que considera correcta. ¡Y eso está bien! Pero la ideología es otra modalidad de parcialidad que puede cegarte. Deberías evitar pensar: «Bueno, normalmente estoy de acuerdo con este grupo de personas, lo que significa que son infalibles, siempre». Discrepa de lo que leas y en igualdad de oportunidades, sé un escéptico.

Sigue estas normas básicas y serás mejor consumidor de medios de comunicación, por no hablar de que estarás más informado. No ignores los medios, utilízalos a tu favor.

Capítulo 17

Demasiado bueno para ser cierto

«¡Súbete al tren ya! ¡Esa inversión parece demasiado buena para ser verdad!»

AVISO: CUANDO ALGO PARECE demasiado bueno para ser verdad es porque casi siempre lo es.

Escribí sobre los cinco indicios de fraude financiero en mi libro *How to Smell a Rat*, de 2009. Se publicó después de que saliera a la luz la enorme y multimillonaria estafa piramidal de Madoff; hecho aún más trágico porque podría haberse evitado con facilidad. ¿Cómo es eso? El principal responsable de tomar decisiones era también el custodio; la señal número uno de que es posible que se esté fraguando un esquema Ponzi.

¿Qué significa eso? Madoff era el responsable de decidir qué comprar y vender, y cuándo, para las carteras de sus clientes, quienes a su vez depositaban sus fondos en Madoff Investment Securities. El zorro vigilaba el gallinero.

Madoff fundó Madoff Securities en 1960, siendo entonces, y parece que siempre fue, una casa de corretaje legítima; fue uno de los mayores agentes de mercado de Estados Unidos, tanto en la bolsa de Nueva York como en el Nasdaq. La firma de corretaje nunca fue el problema; no por sí sola. El problema estribó en que Madoff la controlaba, así como el *hedge fund*. Como Madoff controlaba tanto la parte consultiva como la de custodia, técnicamente le resultó pan comido falsificar los estados financieros y llevarse el dinero por la puerta de atrás. ¡Durante años!

Ésta es la estructura básica de todos los esquemas piramidales que he estudiado. O bien el asesor y el custodio eran objeto de una singular fiscalización, o bien el asesor tenía cierta influencia sobre el custodio. Y sorprendentemente, en el tsunami de información que siguió a los escándalos de esquemas Ponzi de Madoff y de Stanford, nadie se centró en este elemento clave.

Separa al responsable de tomar las decisiones del custodio

Si separas los dos —insiste en que tus fondos estén consignados por separado en algún famoso custodio nacional en el que seas tú mismo quien deposite el dinero en una cuenta a tu nombre (al tuyo o al de tu cónyuge, o al de tu fideicomiso, etc.)—, de este modo conseguirás evitar caer en un esquema Ponzi.

Pero no toda compañía que desempeñe las funciones de asesor y custodio intentará engañarte. Personalmente, establecí mi negocio con las dos funciones separadas para proteger a mis clientes de que los empleados decidan «ir por libre». ¡O de que lo decida yo! (Algunos informes aseguran que al principio Madoff no tenía la intención de defraudar a nadie. Pero comenzó a falsificar los extractos de las operaciones después de que una ordinaria caída del mercado se tradujera en escasos rendimientos. Alguien con un ego tan frágil no tendría que haber gestionado el dinero de otras personas.) Puede haber razones legítimas para que un asesor opte por ser también el custodio; motivo adicional para estar al corriente de las otras cuatro señales de que puede que se cometa un fraude financiero:

1. Tu asesor también tiene la custodia de tus activos.
2. ¡Los beneficios son sistemáticamente geniales! Casi demasiado buenos para ser verdad.
3. La estrategia de inversión no es comprensible, es poco clara, ostentosa, o «demasiado complicada» para que él (ella, o quien sea) te la describa de modo que puedas entenderla con facilidad.

4. Tu asesor promueve beneficios, como la exclusividad, que no repercuten en los resultados.
5. No fuiste tú el encargado de hacer tu diligencia debida, sino que la llevó a cabo un intermediario de confianza.

Deberías hacer una diligencia debida en cualquier firma que contrates. Si en alguna compañía adviertes una de estas cinco señales, merece un análisis con mayor profundidad. Si aprecias varios indicios muestra suma cautela. Es mejor sospechar y estar seguro que ser confiado y lamentarlo.

La idea de que los retornos «demasiado buenos para ser verdad» tal vez sea válida, puede resultar especialmente perjudicial.

Altos y constantes..., y falsos

Hay dos rasgos básicos; cualquiera de ellos debería despertar tu escepticismo. El primero son unos retornos extrañamente constantes. Éste era el juego de Madoff. Cada año, presentaba a sus clientes unos beneficios de entre un 10 y un 12 por ciento. ¿Los mercados subían a lo grande? Los retornos eran de entre un 10 y un 12 por ciento. ¿Los mercados bajaban a lo grande? Los retornos seguían siendo de entre un 10 y un 12 por ciento. ¡Incluso los resultados eran constantes mes a mes!⁵⁶ Nada de meses o años de grandes bajadas. Un sueño hecho realidad que acabó por convertirse en una pesadilla; lo que suele acontecer con los «demasiado bueno para ser cierto».

Esa constancia es como un narcótico. Apela a nuestros cerebros cavernícolas y consigue que no hagamos demasiadas preguntas; los estafadores odian que se les hagan demasiadas preguntas. Pero dicha estabilidad tendría que arrojar de inmediato una señal de alerta.

¿Por qué debería preocuparnos recibir unos retornos anuales del 10 por ciento? Después de todo, las acciones han rendido un 10 por ciento anualizado durante períodos prolongados.⁵⁷ Pero esto es una media y, obviamente, se cuece en una enorme variabilidad. Años en que la rentabilidad anual de las acciones ronda el 10 por ciento son, en realidad, muy raros. Mucho más a menudo están por encima o por debajo de esa cifra, tal como se

muestra en el gráfico 7.1 del capítulo 7. Sabiendo esto, el hecho de interiorizar que el rendimiento de las acciones es de naturaleza variable hubiera supuesto un nivel adicional de protección para quienes acabarían siendo víctimas de Madoff; y muchos otros de un sinnúmero de esquemas Ponzi. Retornos tan constantes no constituyen una desviación respecto de la realidad. Son signo indiscutible de que algo anda radicalmente mal.

Pero es probable que eso no sea cierto si los retornos fueran bajos y constantes. Claro, no hay duda de que las carteras con baja volatilidad a corto plazo (esto es, una proporción mucho menor de acciones) pueden rendir unos ingresos anuales menos variables. Pero entonces los beneficios no se parecerían en nada a la media de largo plazo de los retornos de la renta variable; e incluso una cartera con una fuerte asignación en renta fija tendría años a la baja. Para no tener rendimientos anuales negativos, antes de contabilizar la inflación, haría falta tener una cartera con una gran asignación de activos en efectivo o instrumentos asimilables a efectivo.

Una cartera con rendimientos a largo plazo que iguale la media a largo plazo de la renta variable debería, por término medio, presentar una volatilidad asimilable a la de las acciones. No hay forma de evitarlo. Desconfía al extremo si alguien te vende una cartera con unos retornos a largo plazo asimilables a las acciones con una volatilidad mínima. Mejor aún, sal por la puerta.

Superalto..., y también falso

La segunda táctica del típico estafador Ponzi es prometer beneficios enormes y sobredimensionados. La táctica anterior apela a nuestra aversión natural a la volatilidad. Esta última se guía por la codicia, simple y llanamente.

Éste fue el juego de sir Stanford, condenado por fraude. Su banco con sede en Antigua vendió 8.000 millones de dólares en CD con unos intereses insólitamente elevados, ¡llegaron en ocasiones al 16 por ciento! Los CD de los bancos de verdad ofrecían tasas de hasta la mitad.⁵⁸ Otros estafadores han hecho lo mismo, garantizando unos rendimientos enormes, muy por encima

de los de renta variable, u otra forma de beneficios injustificadamente altos dado el activo subyacente, con frecuencia para inversiones a muy corto plazo. ¡Duplica tu dinero en tres meses! Ese tipo de cosas.

Son muchas las señales de alarma. Ante todo, nadie puede garantizarte legalmente nada. Sí, los bonos del Tesoro están garantizados en tanto que el principal y el pago de los intereses están respaldados por la plena fe y crédito del gobierno de Estados Unidos. Si compras bonos del Tesoro y esperas a su vencimiento, el gobierno estadounidense te promete recuperar tu capital principal con intereses pagados a tiempo. Pero si vendes antes de su vencimiento, puedes perder dinero. (Véase el capítulo 1.) Cualquier inversión garantizada por cualquiera que no sea el gobierno de Estados Unidos debería ser considerada una estafa.

Incluso las rentas anuales, que pueden venir con garantía porque son pólizas de seguro, presentan la advertencia de que la garantía sólo es buena en tanto que la aseguradora sea solvente. (Para más información sobre rentas anuales y por qué no suelen ser una buena alternativa para los inversores que busquen beneficiarse de un crecimiento a largo plazo, véanse los capítulos 15 y 16 de mi libro *Debunkery*, publicado en 2009.)

Los timos del tipo «demasiado bueno para ser cierto» no sólo incluyen categorías de inversión estándares como acciones, bonos, CD, etc. Yo no soy capaz de garantizarte nada porque, de nuevo, nadie puede hacerlo, ni debería. Pero prácticamente puedo confirmarte que si alguien se acerca a ti con una inversión en la que no puedes perder, y que te asegura unos beneficios garantizados superaltos, lo más probable es que se trate de un timo.

Estafas de todo tipo

A estas alturas, la mayoría de los lectores conoce la estafa «nigeriana» (también conocida como el timo 419, por el número de artículo del código penal nigeriano que viola). La estafa consiste en un mensaje de correo electrónico, normalmente obvio y mal redactado, de alguien que afirma ser alguna autoridad que ha caído en desgracia y que necesita tu ayuda para sacar 25 millones de dólares de algún país devastado por la guerra. Hay muchas

derivadas, pero basta con que sepas que si alguien te pide que le envíes dinero para ayudarlo a liberar una cantidad mayor que después compartirá contigo, se trata de un timo.

Otras estafas no son tan evidentes; al margen de que no pueden garantizar legalmente retornos poco realistas. Como la estafa del dinar iraquí. En ella, el timador se aproxima a la víctima a través del correo electrónico o de anuncios en internet para comprar dinares iraquíes. Promete enormes retornos del fortalecimiento de la moneda. Si uno posee auténticos negocios en Irak hay legítimos intercambios. Pero la mayoría de las peticiones por internet de cambio de dinares son sin duda un timo. Y es probable que quien te prometa enormes retornos por arbitrar cualquier tipo de cambio sea un estafador.

Durante los últimos años, otro famoso engaño es el del retroarrendamiento de un cajero automático. En él, los timadores te ofrecen comprar uno a tu nombre, y volver a alquilártelo. Él te lo gestiona y te promete una fuente mensual garantizada de ingresos. Si quiere, uno puede comprar cajeros automáticos y gestionarlos. Pero no se trata de eso. Sabes que es un timo porque te dice que necesita 12.000 dólares o más por adelantado para comprar una máquina. Los de verdad cuestan mucho menos, puede que entre 2.000 y 5.000 dólares. Y también te asegura una rentabilidad mensual que, por supuesto, no va a proporcionarte. Consulta la sección contra el fraude del FBI para examinar las actuales estafas habituales y estar mejor preparado contra los timadores (www.fbi.gov/scams-safety//fraud).

No importa el engaño, el timador puede llevar al incauto a creer que es de fiar enviándole al principio cheques mensuales o trimestrales. Raras veces un rendimiento de la inversión, sino que lo más probable es que se trate de flujo de efectivo procedente de algún incrédulo más reciente; al clásico estilo piramidal. Puede que intenten mantener contentas a sus primeras víctimas para utilizarlas y vender así el timo a futuros inocentes. Los estafadores utilizan a las víctimas para apelar a su círculo social. Puede que tus amigos y tus colegas no conozcan de nada al timador, ¡pero te conocen a ti! Confían en ti. El hecho de que te hayan llegado un par de cheques y de que estés

contento, les da un voto de confianza en el estafador; que puede que explote dicha confianza para hacer caer en la red a algunos de tus amigos. Es un juego sucio.

¿La moraleja de la historia? Si parece demasiado bueno para ser verdad, es probable que lo sea. Eso sí que no es un mito.

Agradecimientos

LA SERIE «EL PEQUEÑO libro» es ya una fuerza imparable, y para mí es un gran honor añadir mi punto de vista a esta excepcional colección. Para mí, desacreditar los mitos del mercado es tanto un *hobby* como una exigencia deontológica. Creo que es una de las formas más sencillas que tienen los inversores para reducir seria y rápidamente su tasa de error y empezar a ver mejores resultados de inversión. Pocas personas son conscientes de que deberían cuestionar si aquello que ellas (y la mayoría) creen es cierto. Por consiguiente, *El pequeño libro de los mitos del mercado* me parece la siguiente campaña lógica en mi guerra contra la mitología que rodea el mundo de la inversión.

Como siempre, debo dar las gracias a Lara Hoffmans, que ha llevado a cabo un laborioso y valioso trabajo en este y en mis últimos seis libros. Yo me dedico a la parte divertida de conceptualizar, definir el estilo y editar, y ella desempeña el pesado trabajo de asegurarse de que el libro sea una realidad.

Lara tiene otro trabajo a tiempo completo en mi empresa, y apoyándola mientras ella se centra en los libros hay un talentoso equipo de escritores, formado por Todd Bliman (director del grupo), Elisabeth Dellinger, Naj Srinivas y Amanda Williams. Lara no podría hacer lo que hace si ellos no fueran tan buenos. Amanda tuvo también una doble función al ser la encargada de editar tanto el contenido como los errores tipográficos. Respalda al grupo y prestando sus conocimientos de corrección de estilo estuvo el resto del equipo de contenidos, entre los que se cuentan Mary Holdener, Emily Whitney y Jake Gamble.

Una vez más, Jessica Wolfe y Danielle Lynch facilitaron todos los datos y gráficos, supervisados por Matt Schrader, que lidera nuestro equipo de investigación y análisis. En un libro basado en datos para revertir con hechos y principios fundamentales la mitología del mercado, estos deben ser precisos. Jessica y Danielle los utilizaron con profesionalismo y gracia.

Dave Eckerly, Fab Ornani y Molly Lienesch forman mi equipo estrella que me ayuda con las relaciones públicas, el marketing digital y la imagen corporativa; y consigue que corra la voz sobre la publicación del libro.

Andrew Teufel (vicepresidente), Jeff Silk (también vicepresidente), Aaron Anderson y William Glaser me acompañan a la hora de tomar decisiones que afectarán a las carteras de los clientes de mi empresa. No contribuyeron en la escritura del libro, pero no hay duda de que me ayudan a la hora de canalizar mi opinión acerca del mercado. Steve Triplett y Damian Ornani se ocupan de la gestión cotidiana de mi compañía, que no podría tener éxito sin el esfuerzo combinado de estos seis caballeros. Si mi empresa no obtuviera buenos resultados, a nadie le interesaría lo que escribo.

Muchas gracias también a mi gran equipo de John Wiley & Sons. No siempre es fácil lidiar conmigo, a pesar de que con mucha amabilidad ellos digan que no es el caso. Gracias a Laura Walsh, nuestra paciente editora, y al resto del equipo: Judy Howarth, Sharon Polese, Nancy Rothschild, Jocelyn Cordova-Wagner y Tula Batanchiev. Muchas gracias a Jeff Herman, mi estupendo agente, que me condujo a John Wiley & Sons.

Por último y más importante, mi eterno agradecimiento a Sherrilyn, mi mujer desde hace 42 años, por su apoyo y paciencia.

KEN FISHER
Woodside (California)

Notas

1. El índice Standard & Poor's 500, también conocido como S&P 500, se basa en el cómputo de GFD (Global Financial Data) de los rendimientos totales antes de 1971. Son estimaciones de GFD para calcular los valores de S&P Composite antes de 1971 y no son valores oficiales. GFD utilizó datos procedentes de Cowles Commission y del mismo S&P para calcular los rendimientos totales de S&P Composite utilizando el S&P Composite Price Index y los rendimientos por dividendos hasta 1970, las cifras mensuales oficiales de 1971 a 1987 y los datos diarios oficiales desde 1988 en adelante.

2. [Ibídem.](#)

3. Véase nota 1.

4. Véase nota 1.

5. Global Financial Data, Inc., 10/07/2012, S&P 500, bonos del gobierno estadounidense a 10 años, Total Return Index del 31/12/1925 al 31/12/2011; véase nota 1.

6. [Ibídem.](#)

7. [Ibídem.](#)

8. Jeremy Warner, «High Energy Prices Need Not Mean Doom», *Sydney Morning Herald*, 21 de enero de 2011.

9. Base de datos World Economic Outlook, Fondo Monetario Internacional, octubre de 2012, desde 1980 a 2012 (estimación), encadenó 2005 dólares.

10. Gary P. Brinson, L. Randolph Hood y Gilbert L. Beebower, «Determinants of Portfolio Performance», *Financial Analysts Journal*, julio/agosto de 1986.

11. [Global Financial Data, Inc.](#), 22/05/2012, media anual del índice de precios al consumo desde el 31/12/1925 al 31/12/2011.

12. Global Financial Data, Inc., 20/9/2012, S&P 500 del 31/12/2007 al 31/12/2008 y del 31/12/2008 al 31/12/2009.

13. Véase nota 1.

14. Véase nota 1.

15. Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/1931 al 31/12/1932; véase nota 14.

16. Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/1932 al 31/12/1933; véase nota 14.

17. Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/1997 al 31/12/1998.

18. Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/2009 al 31/12/2010.

[19.](#) Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/1979 al 31/12/1980; véase nota 14.

20. Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/1976 al 31/12/1977; véase nota 14.

[21.](#) Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/1952 al 31/12/1953; véase nota 14.

22. [Global Financial Data, Inc.](#), 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/2004 al 31/12/2005.

[23.](#) Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/1950 al 31/12/1951; véase nota 14.

24. Global Financial Data, Inc., 20/09/2012, S&P 500 del 31/12/1972 al 31/12/1973; véase nota 14.

25. Global Financial Data, Inc., 22/05/2012, media anual del índice de precios al consumo del 31/12/1925 al 31/12/2011.

26. Bloomberg Finance, L.P., 25/10/2012.

27. [Ibídem.](#)

28. Véase nota 1.

29. Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, 31/12/2011.

30. El índice Standard & Poor's 500, también conocido como S&P 500, se basa en el cómputo de GFD de los rendimientos totales antes de 1971. Son estimaciones de GFD para calcular los valores de S&P Composite antes de 1971 y no son valores oficiales. GFD utilizó datos procedentes de Cowles Commission y del mismo S&P para calcular los rendimientos totales de S&P Composite utilizando el S&P Composite Price Index y los rendimientos por dividendos hasta 1970, las cifras mensuales oficiales de 1971 a 1987 y los datos diarios oficiales desde 1988 en adelante.

31. *Ibidem.*

32. Bankrate.com, 12/11/2012.

33. Bloomberg Finance, L.P., 25/10/2012; Global Financial Data, Inc., 22/05/2012; índice de precios al consumo del 31/12/1925 al 31/12/2011.

34. Banco de América Merrill Lynch US Corporate AAA 7-10 Year Index 12/09/2012.

35. Banco de América Merrill Lynch US Corporate High-Yield 7-10 Year Index
1/09/2012.

36. Ibbotson, Ibbotson US Small Stock Total Return, S&P 500 del 01/02/1926 al 30/09/2012.

37. Russell 2000, Russell 2000 Value, Russell 2000 Growth, MSCI EAFE; Barclays Aggregate, S&P/Citigroup Primary Growth, S&P/Citigroup Primary Value, S&P 500 Value del 31/12/1990 al 31/12/2010. Todos los retornos son totales excepto MSCI EAFE, que es neto. El índice S&P/Citigroup Primary Value mide el desempeño de invertir en acciones estadounidenses de gran capitalización de estilo valor. El índice se construye dividiendo el 80 por ciento de todas las mejores acciones estadounidenses en términos de capitalización bursátil en un índice de valor, utilizando el estilo. El índice S&P/Citigroup Primary Growth mide el desempeño del crecimiento del estilo de invertir en acciones estadounidenses de gran capitalización. El índice se construye dividiendo el 80 por ciento de todas las mejores acciones estadounidenses en términos de capitalización bursátil en un índice de crecimiento, utilizando el estilo.

38. Véase nota 1.

39. [Ibídem.](#)

40. *Ibíd.*

41. *Ibíd.*

42. Global Financial Data, Inc., 25/10/2012, S&P 500.

43. Thomson Reuters, gastos de consumo personal 31/08/2012.

44. Thomson Reuters, Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, 15/05/2012.

45. Thomson Reuters, gastos de consumo personal 31/08/2012.

46. A los siguientes países se les rebajó la calificación de la deuda AAA en estas fechas: el 06/05/1998 a Bélgica, Irlanda, Finlandia, Italia, Portugal, España; el 22/02/2001 a Japón; el 19/01/2009 a España; el 30/03/2009 a Irlanda; el 05/08/2011 a Estados Unidos; el 13/01/2012 a Francia y Austria.

47. Base de datos World Economic Outlook, Fondo Monetario Internacional, abril de 2012.

48. Base de datos World Economic Outlook, Fondo Monetario Internacional, abril de 2012.

49. El índice del dólar de Estados Unidos ponderado por el comercio lo calcula la Reserva Federal. La base es 1975-1976 = 100 y en el cálculo del índice se utilizan 10 países. Éste incluye los países del G-10 (Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Suiza y Reino Unido) según la suma ponderada del comercio mundial del país durante el período de 1972-1976.

50. Véase nota 1.

51. El índice del dólar de Estados Unidos ponderado por el comercio lo calcula la Reserva Federal. La base es 1975-1976 = 100 y en el cálculo del índice se utilizan 10 países. Este incluye los países del G-10 (Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Suiza y Reino Unido) según la suma ponderada del comercio mundial del país durante el período de 1972-1976.

52. Véase nota 51.

53. Eric S. Blake, Christopher W. Landsea y Ethan J. Gibney, «The Deadliest, Costliest and Most Intense United States Tropical Cyclones from 1851 and 2010 (And Other Frequently Requested Hurricane Facts)», NOAA Technical Memorandum NWS NHC-6 de agosto de 2011.

54. *Ibidem.*

55. Véase nota 1.

56. Alex Berenson, «Even Winners May Lose With Madoff», *The New York Times*, 18 de diciembre de 2008.

57. Véase nota 1.

58. *Securities and Exchange Commission v. Stanford International Bank, et. al.*, Case N.º 3:09-cv-0298-N, archivado el 29/02/2009.

El pequeño libro de los mitos del mercado

Ken Fisher

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

Diseño de la portada, adaptación de microbiogentleman.com de un diseño original de Paul McCarthy

Título original: *The little book of market myths*

Publicado por Wiley & Sons, Inc., Hoboken, Estados Unidos, 2013

© 2013 by Fisher Investments

© de la traducción Mercedes Vaquero, 2018

© Centro Libros PAFP, S.L.U., 2018

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAFP, S. L. U.

Grupo Planeta

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (epub): junio de 2018

ISBN: 978-84-234-2959-2 (epub)

Conversión a libro electrónico: Newcomlab, S. L. L.

www.newcomlab.com

¡Encuentra aquí tu próxima
lectura!

EMPRESA



ECONOMÍA



¡Síguenos en redes sociales!



Fisher realiza un servicio impagable a los inversores al rebatir tantos mitos destructores de riqueza en una época en la que necesitan toda la ayuda posible.

Steve Forbes, presidente de Forbes Media

EL PEQUEÑO LIBRO



DE LOS
MITOS
DEL
MERCADO

*Cómo evitar cometer los mismos errores
en inversión que los demás*



KEN FISHER
Y LARA HOFFMANS

DEUSTO