

NUEVA EDICIÓN COMPLETAMENTE ACTUALIZADA
A LA REALIDAD POSPANDEMIA DE LOS MERCADOS

CHARLES D. ELLIS

Ganar jugando a no perder

1.000.000
de ejemplares
vendidos en
Estados
Unidos

*Estrategias imperecederas
para inversiones exitosas*

«De largo, el mejor libro de inversiones jamás escrito.»

PETER DRUCKER

Ganar jugando a no perder

Estrategias imperecederas para
inversiones exitosas

CHARLES D. ELLIS

Traducido por Idoia Bengoechea



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Winning the Loser's Game*

© McGraw Hill, 2021

© de la traducción: Idoia Bengoechea, 2011

© Centro de Libros PAPP, SLU., 2022

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPP, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3421-3

Depósito legal: B. 14.426-2022

Primera edición: octubre de 2022

Preimpresión: Realización Planeta

Impreso por Gómez Aparicio Grupo Gráfico

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como papel ecológico y procede de bosques gestionados de manera sostenible.

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 fotocopiar o escanear 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.

Sumario

Prólogo.....	9
Prefacio	13
1. Jugar a no perder	15
2. El juego del ganador	27
3. La triste realidad.....	35
4. Batir al mercado.....	41
5. El Sr. Mercado y el Sr. Valor.....	57
6. El equipo de ensueño del inversor.....	65
7. La indexación: tu ventaja «injusta»	77
8. Los riesgos que acechan al inversor.....	85
9. La paradoja inquietante de la inversión activa	95
10. El tiempo: la palanca de Arquímedes.....	101
11. Los rendimientos.....	107
12. Riesgos de inversión frente a incertidumbre.....	119
13. Crear carteras	129
14. Inversión integral.....	133
15. Más sobre bonos.....	137
16. Por qué es importante la política.....	143
17. Jugar a ganar	149
18. Medición del rendimiento	155
19. Fracasos de la gestión activa	169
20. Predecir el mercado a grandes rasgos.....	183

21. Las decisiones del inversor individual	189
22. Elegir fondos.....	205
23. ¡Al diablo con los honorarios!	211
24. Planificar tus jugadas	219
25. Un desastre detrás de otro	237
26. Adecuar el plan de jubilación.....	245
27. La jugada final	255
28. Ideas para los acaudalados	267
29. Ahora ya puedes seguir por tu cuenta.....	277
30. Últimas ideas	283
Apéndice A. Comités de inversión y buena gobernanza	285
Apéndice B. <i>Asesinato en el Orient Express</i>	301
Apéndice C. Lecturas recomendadas	313
Índice analítico.....	317

Jugar a no perder

Los ordenadores de las empresas que se dedican a medir los resultados del mercado no paran de arrojar datos desagradables de manera constante. Una y otra vez, esos datos, esas cifras, nos informan de que los fondos de inversión no consiguen rendimientos que igualen, o superen, a los del mercado. Ésa es la misma triste realidad a la que se enfrentan los inversores institucionales, como los fondos de pensiones o los fondos de dotación. Después de esporádicos períodos de resultados superiores a la media, las expectativas crecen, para volver a desplomarse al poco tiempo, desestimadas como falsas esperanzas. A pesar de sus repetidamente anunciados objetivos de conseguir mejores resultados que la media del mercado, los rendimientos obtenidos por las gestoras de inversiones del país no son mejores que los del mercado; es el mercado el que consigue mejores resultados que ellas.

Cuando nos enfrentamos a una información que contradice lo que creemos, en general solemos reaccionar de dos maneras diferentes. Algunos pasamos por alto el nuevo conocimiento y nos aferramos a nuestras antiguas creencias. Otros aceptamos la validez de la nueva información, la tenemos en cuenta en nuestro análisis de la realidad y la aplicamos. La mayoría de las gestoras de inversión y la mayor parte de los inversores individuales, que

se encuentran sumidos en un prolongado estado de negación de la realidad, se aferran a un conjunto de creencias románticas desarrolladas en una era en la que los mercados eran diferentes y que ya hace tiempo pasó a la historia. Una y otra vez, sus románticas opiniones sobre la «oportunidad de inversión» les están costando muy caras.

La gestión de inversiones, tal como se practica tradicionalmente, se basa en una única creencia esencial: los inversores pueden conseguir mejores resultados que el mercado, y los gestores realmente buenos batirán al mercado. Esta expectativa optimista era razonable hace cincuenta años, pero no hoy. El paso del tiempo ha cambiado los mercados tanto y en tantos sentidos, que en la actualidad esta hipótesis de partida parece poco realista. En cifras redondas, para plazos de un año, el 70 por ciento de los fondos de inversión rinden por debajo de sus índices de referencia. En períodos de diez años, la cosa es peor: casi el 80 por ciento pierden frente al mercado. Y en períodos de quince años, es mucho peor, la cifra asciende al 90 por ciento.

Es verdad, varios fondos baten al mercado en cualquier año aislado y algunos en alguna década, pero el escrutinio de los registros a largo plazo revela que muy pocos fondos baten a los índices de mercado a largo plazo, y nadie ha averiguado cómo identificar a estos fondos de antemano.

Si la hipótesis de que es posible conseguir mejores resultados que el mercado fuese verdadera, la decisión sobre lo que hay que hacer para triunfar sería una cuestión de lógica simple y directa.

En primer lugar, dado que el mercado general puede estar representado por un índice de cotización pública, como por ejemplo el Wilshire 5000 Total Market Index, lo único que tendría que hacer una gestora de éxito es reorganizar sus carteras de una forma más productiva que el índice «automático». La gestora podría diferenciarse en la selección de valores, en la importancia estratégica asignada a grupos determinados de valores, en tratar de aprovechar los movimientos del mercado para conseguir beneficios comprando o vendiendo, o en diferentes combinaciones de estas estrategias.

En segundo lugar, puesto que a la gestora activa le interesa-

ría adoptar el mayor número posible de decisiones «adecuadas», crearía un grupo de profesionales brillantes, con buena preparación, muy motivados y trabajadores, cuya finalidad colectiva consistiría en identificar valores minusvalorados para comprarlos y valores con sobreprecio para venderlos, con lo que conseguiría mejores resultados que el mercado gracias a sus inteligentes apuestas en contra de la mayoría. Con tantas oportunidades y tanto esfuerzo dedicado a hacerlo mejor, puede parecer razonable para los no iniciados que los expertos más veteranos que trabajan con información de mayor calidad, potentes modelos informáticos y grandes habilidades batan al mercado, como hacían con frecuencia hace unas décadas.

Por desgracia, la hipótesis de que la mayoría de los inversores institucionales pueden conseguir mejores rendimientos que el mercado es falsa. En la actualidad, las instituciones son el mercado. Ejecutan casi el 95 por ciento de todas las transacciones de acciones cotizadas y derivados. Se debe precisamente al hecho de que los inversores institucionales sean tan numerosos y capacitados, y estén tan motivados para hacerlo bien para sus clientes, que la gestión de inversiones se haya vuelto un *juego de perdedores*. Por muy trabajadores y talentosos que sean, los inversores profesionales no pueden, como grupo, batirse a sí mismos. De hecho, debido a los costes operativos de la gestión activa —honorarios, comisiones, impacto de mercado e impuestos—, muchos gestores activos perderán frente al mercado general cada año, y a largo plazo lo harán la inmensa mayoría de ellos.

Los pequeños inversores por sí mismos lo hacen incluso peor —de media, mucho peor—. A los que peor les va es a los operadores intradía: un juego de panolis. No lo hagas nunca. Antes de analizar qué pasó para que la inversión institucional pasara de ser un juego de ganadores a un juego de perdedores, pensemos en las profundas diferencias entre las dos clases de juego.

El doctor Simon Ramo, un científico que fundó con otros socios TRW Inc., identificó la diferencia esencial entre los juegos decididos por los aciertos del ganador y los resueltos por los errores del perdedor en un excelente libro sobre estrategia de juegos,

*Extraordinary Tennis for the Ordinary Tennis Player.*¹ Durante muchos años, el doctor Ramo observó que el tenis no es un único juego, sino que son dos: uno, el que juegan los profesionales y unos contadísimos aficionados muy bien dotados para este deporte, y otro juego diferente, el que jugamos todos los demás.

Aunque los jugadores de ambos juegos utilizan el mismo equipamiento, las mismas prendas, las mismas reglas y el mismo sistema de puntuación, y aunque ambos grupos respeten las mismas costumbres y la misma etiqueta de competencia, el deporte al que juegan es muy diferente. Después de un profundo análisis estadístico, Ramo lo resumió de la siguiente manera: los profesionales ganan puntos; los aficionados pierden puntos.

En el tenis experto, el resultado definitivo está determinado por las acciones del ganador. Los jugadores profesionales golpean la bola con mucha fuerza y con la precisión del láser durante juegos prolongados y con frecuencia interesantes, hasta que un jugador es capaz de colocar la bola en un punto que está fuera del alcance de su oponente o lo fuerza a cometer un error. Estos espléndidos jugadores rara vez cometen errores.

El tenis de aficionados, como descubrió Ramo, es una realidad completamente diferente. Rara vez vencen a sus oponentes. En lugar de ello, se vencen a sí mismos. El resultado está determinado por el perdedor. Veamos en qué consiste esta idea. Los golpes brillantes, los puntos largos e interesantes, y las recuperaciones en apariencia milagrosas ocurren en contadas ocasiones. La bola acaba con mucha frecuencia en la red o fuera de las líneas, y son habituales las dobles faltas a la hora de sacar. En lugar de tratar de aumentar la potencia de nuestro servicio o de tirar la pelota más cerca de la línea para ganar el punto, debemos concentrarnos de manera constante en devolverla dentro de los límites del campo. Los aficionados rara vez derrotan a sus oponentes, sino que acaban derrotándose a sí mismos. En esta modalidad de tenis, el ganador consigue una puntuación mayor porque su oponente pierde más puntos que él.

1. Simon Ramo, *Extraordinary Tennis for the Ordinary Tennis Player*, Crown Publishers, Nueva York, 1977.

En su condición de científico y estadístico, Ramo recopiló de una forma inteligente datos para comprobar su hipótesis. En vez de llevar la puntuación tradicional de los juegos —15-nada, 15-iguales, 30-15, etcétera—, Ramo se limitó a contar únicamente los puntos ganados y los puntos perdidos. Descubrió que en un juego de tenis entre expertos, alrededor del 80 por ciento de los puntos se ganan, mientras que en el tenis de aficionados, el 80 por ciento de los puntos se pierden. Los dos juegos son radicalmente opuestos. El tenis profesional es un deporte que se juega a ganar: el resultado está determinado por las acciones del ganador. El tenis de aficionados es un deporte que se juega a no perder: las acciones del perdedor, que se derrota a sí mismo, son las que deciden el resultado.

En su profundo tratado *Strategy and Compromise*, el almirante Samuel Eliot Morison, distinguido historiador militar, destaca una idea similar: «En el arte de la guerra, los errores son inevitables. Las decisiones militares se basan en estimaciones de la fortaleza del enemigo y de sus intenciones que normalmente son erróneas, y en una información y un análisis que nunca son exhaustivos, y que con frecuencia resultan engañosos. En igualdad de circunstancias —concluye—, el bando que comete menos errores estratégicos es el que gana la guerra».²

La guerra es el máximo exponente del juego decidido por los errores del perdedor. El golf de aficionados es otro de esos juegos. Tommy Armour, en su libro *How to Play Your Best Golf All the Time*,³ afirma: «La mejor manera de ganar es dar el menor número de golpes malos». Es una observación con la que estarán de acuerdo todos los golfistas de fin de semana.

Hay muchos otros juegos que se deciden por los errores del perdedor. Al igual que ocurre con la inversión institucional, en el pasado algunos de esos juegos se resolvían por los aciertos del ga-

2. Samuel Eliot Morison, *Strategy and Compromise*, Little, Brown and Company, Nueva York, 1958.

3. Tommy Armour, *How to Play Your Best Golf All the Time*, Simon and Schuster, Nueva York, 1971. Versión en castellano de Armando Montes, *Cómo jugar siempre mejor golf*, Editorial Diana, México D. F., 1973.

nador, pero con el paso del tiempo se han convertido en juegos que se definen por los errores del perdedor. Por ejemplo, hace cien años sólo las personas muy valientes, atléticas, con gran fuerza de voluntad y vista de águila, se atrevían a pilotar un avión. En aquella época gloriosa, pilotar era un juego decidido por los aciertos del ganador. Pero los tiempos han cambiado, y con ellos el pilotaje. Si el piloto de tu 747 subiese al avión con una gorra de cuero de aviador de hace ochenta años y una larga bufanda de seda blanca alrededor del cuello, te bajarías del avión. Ese tipo de personas no tienen lugar en las aeronaves modernas, porque el pilotaje en la actualidad se ha convertido en un juego que se decide por los errores del perdedor, que se juega a no perder, en el que hay una única regla: no cometer ningún error.

Con frecuencia, los juegos que se deciden por los aciertos del ganador, que juegan a ganar, acaban autodestruyéndose porque atraen a demasiados jugadores, todos ellos deseosos de ganar —ése es el motivo por el que, en general, las fiebres del oro acaban mal—. En los últimos años, el «juego del dinero», que denominamos gestión de las inversiones, ha evolucionado, pasando de ser un juego decidido por los aciertos del ganador a ser uno resuelto por los errores del perdedor, a causa de un cambio social que se ha producido en el entorno de la inversión: el mercado ha pasado a estar abrumadoramente dominado por los profesionales de las inversiones, todos conocedores de la misma información, poseedores de enormes capacidades informáticas y esforzándose por batir a un mercado al que como colectivo dominan por completo. Los gestores activos ya no compiten con fiduciarios extremadamente prudentes o aficionados abiertamente confiados que están fuera de onda de un mercado que se mueve rápido. Ahora, estos gestores compiten con cientos o miles de expertos en inversiones en un juego que se decide por los errores del perdedor, en el que el secreto para ganar es perder menos que otros, y lo suficiente para cubrir todos los costes y honorarios. El problema central está claro: como grupo, los gestores de inversiones profesionales son tan buenos que hacen que sea casi imposible que cualquiera de ellos bata al mercado, el consenso de los expertos que determinan colegiadamente.

En el juego del dinero actual participa un formidable grupo de competidores. Varios miles de inversores institucionales, fondos de inversión, fondos de inversión alternativa, fondos de pensiones y otros, que operan en el mercado las veinticuatro horas del día, trescientos sesenta y cinco días al año, de la forma más competitiva posible. Hasta la más pequeña de las cincuenta instituciones más activas y de mayor tamaño gasta cien millones de dólares durante un año típico en la adquisición de los servicios de los principales intermediarios de Nueva York, Londres, Frankfurt, Tokio, Hong Kong y Singapur. Es comprensible que estos formidables competidores sean siempre los primeros a la hora de recibir las llamadas con novedades importantes. Por lo tanto, aproximadamente la mitad de las veces que los inversores individuales compran, y más o menos la mitad de las veces que venden, «al otro lado de la operación» se encuentra uno de estos profesionales de dimensiones gigantescas, con toda su experiencia, información y recursos analíticos.

¡Y menudo grupo de profesionales que son! Los mejores en su promoción en la universidad y en el máster posterior, son «los mejores y más brillantes», disciplinados y racionales, provistos de extraordinaria información por parte de miles de expertos analistas altamente cualificados y *todos* juegan para *ganar*.

Cierto, los profesionales cometen errores, pero los demás están siempre buscando cualquier error del que puedan aprovecharse. Las oportunidades de inversión importantes simplemente no se presentan a menudo, y las pocas que lo hacen ciertamente no permanecen ocultas por mucho tiempo (la regresión a la media, que es la tendencia del comportamiento a moverse hacia la «normalidad», es un fenómeno persistente y poderoso en física, sociología y en el mundo de las inversiones).

La cuestión esencial, de acuerdo con las nuevas reglas del juego, es la siguiente: ¿puedes imaginar en qué medida la sociedad gestora de un fondo de inversión activo tiene que ser mejor que las demás para recuperar por lo menos los costes de la gestión activa? La respuesta da miedo. Si suponemos una rotación de cartera del cien por cien (lo que implica que la gestora del fondo conserva en cartera una acción típica durante doce meses,

lo cual es algo más que la media del sector de los fondos de inversión) y suponemos unos costes totales de operación (comisiones más la repercusión que tienen las grandes operaciones en los precios de mercado) del 1 por ciento al comprar y del 1 por ciento al vender (una vez más, tipos medios), más un 1,25 por ciento en comisiones y gastos de gestión activa, los costes típicos de operación de un fondo ascienden a 3,25 por ciento al año.⁴

Por tanto, un gestor activo debe sobreponerse a una desventaja en costes de operación anuales sólo para empatar con el mercado. Para que el gestor de un fondo iguale la rentabilidad esperada del mercado de un 7 por ciento, debe conseguir retornos del 10,25 por ciento antes de costes. Es decir, para alcanzar simplemente la media del mercado, un gestor activo debe ser capaz de batir al mercado —el consenso de expertos— en un 46 por ciento en términos de retornos brutos.⁵ Conseguir esa superioridad es, desde luego, virtualmente imposible en un mercado dominado por inversores profesionales que son intensamente competitivos y están extraordinariamente bien informados y continuamente a la búsqueda de cualquier oportunidad que explotar.

Ése es el motivo por el que la cruda realidad es que la mayoría de los gestores de dinero y sus clientes no han ganado al juego del dinero. Lo que han hecho ha sido perder. Y la carga de la prueba recae sin duda en ese gestor que dice: «Soy un ganador, voy a ganar al juego del dinero».

Para que determinado gestor consiga mejores resultados que los otros profesionales, debe tener gran habilidad y rapidez para detectar con frecuencia los errores cometidos por otros profesio-

4. Los costes de transacción no se limitan a las comisiones de corretaje y los diferenciales compra-venta de los operadores. Los expertos te indicarán que las diferencias son impactantes. Además, hay otros costes adicionales de transacción, los derivados de la inversión imprudente en acciones que uno no habría adquirido de no haber estado «seguro» de que podría desprenderse de la inversión en cualquier momento porque el mercado parecía muy líquido. Ésta es la auténtica trampa de la liquidez.

5. Esto hace que los extraordinarios resultados de Warren Buffett (de Berkshire Hathaway) y de David Swensen (de Yale) sean una visión maravillosa.

nales, y aprovecharlos de manera sistemática, con más velocidad que los demás profesionales (incluso los profesionales cometen errores *macro*, particularmente al invertir todos al unísono en los picos de mercado, o tratar de anticiparse a la anticipación de los demás profesionales, que, por supuesto, están anticipando las anticipaciones de los demás; cuando cometen errores *micro*, corrigen sus errores rápidamente o serán explotados y corregidos por los demás competidores).

El motivo por el que, para los profesionales que gestionan la mayoría de los fondos y las entidades gestoras, la inversión se ha convertido en un juego decidido por los errores del perdedor es que sus esfuerzos para imponerse al mercado han dejado de ser la parte más importante de la *solución*, y se han convertido en la parte más importante del *problema*. Como ha demostrado la teoría de juegos, la estrategia de cada uno de los participantes debe incorporar el conocimiento y la previsión de las maniobras y comportamientos de los otros jugadores. En el complejo problema que cada inversor trata de resolver, sus esfuerzos para encontrar una solución y los esfuerzos de sus numerosos competidores en igual medida voluntariosos han pasado a ser las variables negativas dominantes a las que se enfrentan los gestores activos.

No es culpa de los gestores activos que sus resultados sean tan decepcionantes. El entorno competitivo en el que operan ha cambiado radicalmente en los últimos sesenta años, pasando de muy favorable a muy negativo. Y no para de ir a peor porque muchas personas trabajadoras y brillantes con equipamiento extraordinario y acceso a información exclusiva continúan uniéndose a la competencia.

Obtener rendimientos superiores a la media mediante la gestión activa depende de forma directa de la habilidad para aprovechar los errores y las equivocaciones de los demás. Es necesario que los otros actúen como *si quisieran perder* para que puedas ganar después de cubrir todos los costes de la operación. Incluso en la década de los sesenta, cuando las instituciones sólo llevaban a cabo el 10 por ciento de las operaciones públicas y los inversores particulares el 90 por ciento, había gran cantidad de aficionados que estaban irremediabilmente destinados a perder

ante los profesionales. Ahora, la mayoría de los gestores profesionales están destinados a perder también.

Trabajar de forma eficiente, como Peter Drucker explicó sabiamente, significa saber cómo hacer las cosas de la forma correcta, pero trabajar de forma efectiva significa hacer las cosas correctas. Y dado que la mayoría de los gestores de inversiones no batirán al mercado en el futuro, todos los inversores deberían al menos considerar invertir en fondos indexados para no ser nunca derrotados por el mercado. Puede que la indexación no sea divertida ni excitante, pero funciona bien. Los datos demuestran que los fondos indexados han batido a la mayoría de los gestores. Y los desafíos para los gestores activos se han vuelto más complicados al haber ido aumentando el porcentaje de profesionales en el mercado.

Para la mayoría de los inversores, lo más difícil no es imaginar una política de inversión óptima, ésa no es la parte más difícil de las inversiones en el «mundo real»; la clave radica en mantener el compromiso con una política de inversión sensata durante las tendencias alcistas y bajistas del mercado y sostener lo que Disraeli denominó «perseverancia en el propósito». Mantener la racionalidad en un ambiente irracional nunca es fácil. Persistir en una política sólida a las duras y a las maduras es una tarea extraordinariamente difícil e importante. Éste es el motivo por el que los inversores pueden beneficiarse de desarrollar y ceñirse a unas políticas y unas prácticas de inversión sólidas. El coste de la infidelidad a tus propios compromisos puede ser muy alto. Mantener una visión de largo plazo durante los máximos y los mínimos del mercado es ciertamente difícil. En cualquiera de los dos extremos del mercado, las emociones son más fuertes cuando las condiciones de mercado que imperan parecen exigir un cambio y los «datos» aparentes parecen más convincentes.

La prioridad profesional de un asesor de inversión consiste en ayudar a sus clientes a identificar, comprender y comprometerse sincera y de manera permanente con objetivos de inversión a largo plazo que sean realistas a la luz de la situación de los

mercados de capitales y, al mismo tiempo, adecuados a los objetivos de ese inversor en concreto. Este asesoramiento debería ayudar a los inversores a elegir las metas adecuadas y a mantener el rumbo.

Antes de examinar los cambios en el entorno de inversión, recordemos que la inversión activa es, en última instancia, *siempre* un juego de suma negativa. Entre los inversores, las operaciones de inversión, por sí mismas, deberían ser siempre un juego de suma cero, si no fuera por el hecho de que los altos costes —que alcanzan un 15 por ciento sobre el total de los retornos— de los gastos y los honorarios de gestión más las comisiones y el impacto de mercado deben ser deducidos. Estos costes ascienden a cientos de miles de millones de dólares al año. Aún más descorazonador para los inversores que tratan de identificar a las gestoras extraordinarias resulta el hecho de que no es probable que las que han conseguido resultados extraordinarios en el pasado continúen obteniéndolos en el futuro. Cuando hablamos de rendimientos de inversión, el pasado no es indicativo del futuro, excepto en lo relativo a que los que han cosechado resultados en particular negativos tienen pocas posibilidades de salir de esa racha de profunda desesperación y lograr resultados positivos.

Lo alentador es que, aunque la mayoría de los inversores están condenados a fracasar a causa de los errores que cometen tratando de ganar al mercado, a largo plazo todo inversor puede ganar. Lo único que debe hacer es reorientarse para centrarse en establecer un objetivo realista y para mantener esa dirección mediante políticas de inversión sensatas que permitan alcanzar sus objetivos particulares a través de la autodisciplina, la paciencia y la fortaleza de espíritu necesarias para una puesta en práctica perseverante. Eso es lo que pretende este libro: redefinir el objetivo del «juego» y jugar a un juego que se decida por los aciertos del ganador.