

RICHARD
OLDFIELD

QUE SEA
SENCILLO
NO SIGNIFICA
QUE SEA
FÁCIL

UNA GUÍA
PRÁCTICA
SOBRE EL
ARTE DE LA
INVERSIÓN



Que sea sencillo no significa que sea fácil

Una guía práctica sobre el arte
de la inversión

RICHARD OLDFIELD

Traducción de Diego Sánchez de la Cruz



EDICIONES DEUSTO

La lectura abre horizontes, iguala oportunidades y construye una sociedad mejor.
La propiedad intelectual es clave en la creación de contenidos culturales porque sostiene el ecosistema de quienes escriben y de nuestras librerías. Al comprar este libro estarás contribuyendo a mantener dicho ecosistema vivo y en crecimiento.

En Grupo Planeta agradecemos que nos ayudes a apoyar así la autonomía creativa de autoras y autores para que puedan continuar desempeñando su labor. 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.

Queda expresamente prohibida la utilización o reproducción de este libro o de cualquiera de sus partes con el propósito de entrenar o alimentar sistemas o tecnologías de inteligencia artificial.

© Richard Oldfield, 2021

Publicado originalmente en 2021 por Harriman House Ltd (Reino Unido),
www.harriman-house.com

© de la traducción, Diego Sánchez de la Cruz, 2025

© Centro de Libros PAPF, SLU., 2025

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

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Diseño de la colección: Sylvia Sans Bassat

Primera edición: enero de 2025

Depósito legal: B. 21.937-2024

ISBN: 978-84-234-3386-5

Composición: Realización Planeta

Impresión y encuadernación: Gómez Aparicio Grupo Gráfico

Printed in Spain - Impreso en España



Sumario

Prefacio a la segunda edición.....	9
Introducción.....	13
1. Errores en abundancia.....	17
2. Tipos de inversiones.....	41
3. Fondos de cobertura.....	87
4. Comisiones.....	117
5. De los índices y el excesivo apego por ellos.....	127
6. Referencias.....	155
7. Qué buscar en un gestor.....	177
8. Qué no buscar en un gestor.....	207
9. Cómo ser un cliente de éxito.....	233
10. Cuándo despedir a un gestor.....	241
11. Mantén la distancia.....	257
12. La insensatez de las previsiones.....	269
13. La valoración importa.....	279
14. Heurística.....	299
Epílogo y agradecimientos (primera edición).....	301
Epílogo (segunda edición).....	305
Agradecimientos (segunda edición).....	367

Errores en abundancia

El lema de mi familia solía ser *vulnere viresco*: ‘A través de mi herida me fortalezcó’. Era un juego de palabras que combinaba el latín con nuestro apellido, Oldfield, que significa ‘campo viejo’, para reflejar esa mirada optimista del fortalecimiento tras la adversidad, comparable a un campo viejo que, tras ser arado y resembrado, vuelve a crecer y florece. En la India, a principios del siglo XIX, un empleado agraviado intentó asesinar a mi bisabuelo con una espada. Lo hirió por la espalda y lo dejó sin dos dedos. Desde entonces, no pudo soportar el lema y lo cambió por algo mucho más aburrido.

Vulnere viresco es, en cambio, el lema perfecto para el gestor de inversiones. Eso de que la gente aprende de sus errores es un tópico, pero en la gestión de inversiones hay muchos errores de los que aprender. Estos errores permiten que uno mejore en la práctica, al menos tanto como los éxitos. Cualquier gestor que sólo tenga éxitos de los que hablar no es más que un charlatán o un novato. Además, los errores son, en cualquier caso, mucho más interesantes.

Eso no significa que uno deba estar lamentándose constantemente por el pasado. Sir Siegmund Warburg tenía la siguiente máxima: «A lo hecho, nada de poner el pecho». Pues bien, si los inversores pensaran todo el tiempo en los errores del pasado, la gestión de inversiones sería un negocio tan penoso y desalentador que sus profesionales estarían demasiado deprimidos como

para invertir con confianza. Esto sería un obstáculo insalvable, porque tener confianza es vital para realizar una buena inversión. No obstante, creo que, cuando menos, uno debería examinar con detenimiento ese «lo hecho». Más que lamentarnos por ello, debemos permitir que la experiencia de los errores nos ilumine e instruya.

Los errores se repiten. Un buen inversor comete errores casi la mitad de las veces que toma una decisión. No existe un gestor que siempre acierte al asignar sus activos, como tampoco hay uno que siempre elija acciones que superen al mercado. La diferencia entre el gestor que tiene éxito y el que no está en que uno acierta el 55 por ciento o el 60 por ciento de las veces y el otro el 40 o 45 por ciento.

He aquí algunos de mis errores que me han parecido más esclarecedores cada vez que he reflexionado sobre mi trayectoria como inversor.

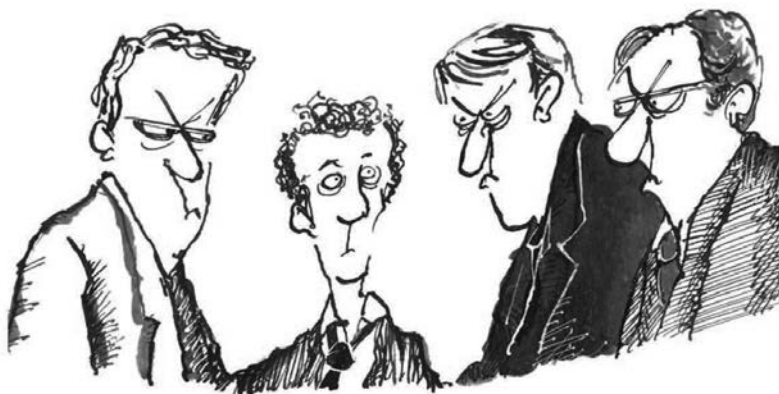
1. La ética importa

En 1982, llevaba un año gestionando carteras cuando me interesé por la empresa estadounidense Warner Communications. Un viejo experto me dijo que la empresa lidiaba con problemas éticos en el área de la dirección. Dejé a un lado esa preocupación y acabé comprando las acciones de Warner Communications.

Una mañana de principios de diciembre, al día siguiente de mi despedida de soltero, entré a tientas en la oficina. Había dormido poco y me tuve que sacudir una resaca aplastante. Fue entonces cuando descubrí que el precio de las acciones de Warner Communications se había reducido a la mitad de la noche a la mañana. Aquello había ocurrido apenas unas semanas después de mi compra. Tenía que decidir qué hacer al respecto, una decisión que yo no estaba en condiciones de tomar. Por tanto, me tambaleé por la oficina, dando explicaciones a mis colegas.

Los gestores de inversión tienen que aprender pronto en su carrera profesional que el precio de las acciones puede caer bruscamente y precipitadamente. Aquella fue la primera vez que me di cuen-

ta del ridículo que se puede hacer en este tipo de actividad. Todo gestor debe aprender también que no toca abandonar el barco cuando se produce un desastre de este tipo, puesto que la actitud inteligente en tales escenarios es analizar si hay algo que se pueda hacer para salvar los muebles y minimizar el golpe. Después de una caída tan grande, la respuesta correcta, por emocionalmente difícil que sea, puede ser *volver a comprar*.



El autor, comentando con sus colegas los eventos recientes en Warner Communications.

Salvo una excepción, nunca más experimenté un desplome tan abrupto del precio de las acciones en los siguientes treinta y tres años. La única excepción fue el *crash* de octubre de 1987, cuando los índices bursátiles cayeron a un tercio de su valor en apenas un par de días. Sin embargo, aquello fue bastante diferente, porque no se trató de la caída específica de una empresa, sino de un desplome general del mercado. Esto creó un cierto sentimiento de compañerismo en el asedio, una especie de espíritu de Dunkerque entre los gestores de inversiones.

La siguiente sorpresa de estas características, treinta y tres años después, estuvo relacionada con mi inversión en acciones de la empresa farmacéutica estadounidense Merck. En octubre de 2004 teníamos una posición consolidada, pero ese mismo mes se pro-

dujo un descenso del 27 por ciento en la valoración de los títulos, después de que la empresa anunciara que retiraba uno de sus principales medicamentos, Vioxx. Se había descubierto que el fármaco aumentaba el riesgo de infartos, motivo por el cual salía del mercado.

Yo estaba fuera de la oficina en ese momento y el colega que me dio la noticia por teléfono recuerda que mi primera pregunta fue: «¿Cuánto efectivo tenemos?». Ya estaba más curtido para entonces, de modo que ese mismo día compramos más acciones de Merck, esta vez a 31 dólares cada título.

Hubo otra fuerte caída diez meses después, cuando el primer juicio relacionado con Vioxx resultó en una decisión judicial contra Merck. Tras el veredicto, hicimos otra compra a 27 dólares la acción. Por lo general, aunque no siempre, ésta es la reacción adecuada ante caídas tan traumáticas y, en el caso de Merck, resultó ser la reacción correcta. Seis meses después, las acciones estaban a 35 dólares. De esta forma, habíamos rescatado la respetabilidad de las fauces del desastre. Eso sí, la venta fue prematura, pues, un año más tarde, el precio de las acciones había subido a 50 dólares. Pero ésa es otra historia.

Otra lección que aprendí de aquella nefasta despedida de soltero y de la caída de Warner Communications fue la importancia de prestar atención a las personas cuya opinión valoras y te dicen que hay algún problema ético. La ética es algo real, no es un congado ubicado al este de Londres... La ética importa, tanto por razones materiales como por su propia dimensión. Los mercados son especialmente intolerantes con el comportamiento poco ético de los directivos y revelar un escándalo puede provocar el desplome del precio de una acción.

2. Viajar estrecha la mente

En 1997, trabajaba para una empresa familiar y mantenía conversaciones de forma regular con un grupo de asesores experimentados. A principios de año, viajé a Rusia por primera vez. El mercado ruso estaba en pleno auge y los inversores internacio-

nales acudían en masa. Yo fui uno de ellos. Rusia parecía estar llena de potencial, con una población numerosa y bien formada y una economía en proceso de apertura y liberalización.

La visita confirmó mis prejuicios. En la siguiente reunión con los asesores de la empresa familiar, opiné con la seguridad de quien se cree un experto por haber pasado dos noches en el hotel Baltschung Kempinski, frente al Kremlin, y haber trotado río abajo, hasta el parque Gorki. Estaba presente otro asesor que le había dado trabajo a varios miles de personas en Rusia, hablaba ruso y podía citar pasajes de Pushkin sin esfuerzo, pero eso no me impidió soltar lo siguiente: «Creo que invertir en Rusia es más seguro que invertir en Coca-Cola».

Pocos meses después, el mercado empezó a bajar. En agosto de 1998, tanto la bolsa como la moneda se desplomaron. La economía se desmoronó. Según el valor de los títulos en dólares estadounidenses, la bolsa rusa perdió un 90 por ciento de su valor en pocos meses. Fue un desplome de la magnitud del *crash* estadounidense de 1929. Mi comentario sobre Rusia y la Coca-Cola me persiguió durante años. Fue posiblemente la cosa más tonta que jamás había dicho a la hora de hablar de inversiones. O quizá no...

Una de las lecciones que aprendí de aquel episodio fue que los viajes, a menudo, estrechan la mente, en vez de abrirla.

Mi visita había confirmado mis prejuicios porque eso es lo que suelen hacer los viajes: confirmar los prejuicios y las creencias preexistentes. Para socavar ese acervo hace falta algo más que pasar unos días repartidos entre vuelos y habitaciones de hotel, con alguna que otra visita a una fábrica y algo de tiempo para pasear por una o dos tiendas. Los viajes hacen que los visitantes piensen que realmente saben algo sobre el lugar. De hecho, tras la visita, estarán aún más convencidos de sus prejuicios, llegando a extremos que antes no habrían alcanzado.

Por pura practicidad, las visitas de trabajo coinciden, con frecuencia, con una fase bastante avanzada del movimiento del mercado en cuestión. Dedicar tiempo a la visita y planificarla lleva su tiempo, y cuando la planificación se lleva a cabo, el mercado lleva ya algunos meses —o más tiempo aún— llamando la atención. Por tanto, el inversor recibe la confirmación y la con-

fianza necesarias para doblar la apuesta en un momento que, de hecho, puede ser hasta inoportuno.

La primera lección, por tanto, que saqué de mi «Rusia es más segura que Coca-Cola» es que, por encima de todo, hay que mantener cierta distancia a la hora de tomar decisiones.

Los años siguientes ofrecieron lecciones más interesantes. En 1997, Coca-Cola era el paradigma de los valores de crecimiento. Era la empresa estadounidense por excelencia. Tenía la que probablemente era la marca más valiosa del mundo. Era una compañía con perspectivas ilimitadas de crecimiento. Si acaso pudiera persuadir a la población de China de que todos deberían beber Coca-Cola... Al final, se trataba de las esperanzas de uno de sus presidentes, Robert Goizueta, que se había planteado la meta de que la Coca-Cola se bebiera tan fácilmente como el agua del grifo. En marzo de 1997, la ratio precio-beneficio de Coca-Cola era de 42. Entre 1997 y 2006, su beneficio por acción aumentó un 60 por ciento. Sin embargo, cuando el título dejó de estar tan bien considerado en Wall Street, el mercado le atribuyó una relación precio-beneficio de 21. Por consiguiente, a finales de 2007 su cotización era un 20 por ciento inferior a la de mayo de 1997 y un 48 por ciento más baja que el pico alcanzado en junio de 1998. Su caída no fue espectacular, como la del mercado ruso, pero sí gradual y anodina.

Desde su mínimo de octubre de 1998, el mercado ruso duplicó su valor y, después, volvió a duplicarlo, mientras que el valor del rublo también se multiplicó por dos. A finales de 2005, el mercado ruso valía en dólares 18 veces más que a finales de 1998. En concreto, valía 3,7 veces más que en mayo de 1997.

Así que, por un lado, lo que le dije a ese grupo de asesores en mayo de 1997 fue una tontería memorable. Era claramente más seguro, en cierto sentido, poseer títulos de Coca-Cola, que en un solo año no bajaron más de un 21 por ciento, que tomar posiciones en un mercado ruso que llegó a dejarse un 67 por ciento en apenas tres meses. El riesgo de apoplejía al abrir el periódico era mayor con Rusia que con Coca-Cola. Pero, por otra parte, el inversor que se mantuviera firme en Rusia habría ganado al final. En 2005, habría obtenido un retorno del 270 por ciento, aproximadamente

un 16 por ciento anual, mientras que el inversor en Coca-Cola habría perdido un 20 por ciento de su dinero a lo largo del mismo periodo. Entonces, ¿puede decirse realmente que ser propietario de Coca-Cola era más seguro que tener invertido en Rusia?

Cada inversor percibe el riesgo de manera distinta. En parte, depende del horizonte temporal. La naturaleza de los mercados hace que la gente esté más entusiasmada con su desempeño y se muestre más segura de su capacidad para ganar dinero rápido cuando los excesos de esos mercados son mayores. El mercado ruso ya había vivido tres años extraordinarios tras la caída del comunismo. Me dejé llevar por el entusiasmo cuando la bolsa estaba en el apogeo de ese ciclo alcista. Me sumé a una fiesta abarrotada en la que apenas había espacio para expresar dudas o esperar decepciones.

En mi caso, hablar de decepción se queda corto a la hora de describir lo ocurrido. En los siguientes dieciocho meses, todo lo que podía salir mal salió mal. Sin embargo, al margen de lo que ocurriera al final, considero que siempre fue un error tonto haber invertido en un mercado tan volátil como el ruso con la esperanza de recuperar el dinero al cabo de uno o dos años. La renta variable volátil debería abordarse siempre con una perspectiva a largo plazo. En el caso de las acciones más volátiles, es crucial tener una perspectiva a largo plazo, de cinco años o más, y sólo se debería invertir dinero que uno pueda permitirse no necesitar en ese periodo.

También es importante saber cómo reaccionan los inversores tras una caída del 90 por ciento. Algo tan devastador puede llevar a tomar decisiones completamente equivocadas. Cuando tus 1.000 dólares se han convertido en 100, es fácil decir: «No aguanto más. Prefiero quedarme con al menos mis 100 dólares antes que perderlos también». Vender cuando la cotización está a la baja es un fallo común, porque ese punto mínimo que puede alcanzar el precio de una acción es sin duda el momento de más miedo para cualquier inversor. Si la caída es del 90 por ciento, el miedo se intensifica.

De hecho, tras una caída del 90 por ciento, quizás lo mejor que puede hacer uno es echarse a dormir. Si la Bella Durmiente

hubiera sido la inversora que operaba en Rusia, no se habría visto sometida a la terrible presión emocional derivada de una caída drástica de la cotización o del mercado. Más bien, habría seguido durmiendo.

Después, al despertarse, habría comprobado que sus inversiones en Rusia le habían generado un 270 por ciento de ganancias y que las de Coca-Cola le habían hecho perder un 20 por ciento. Por lo tanto, no habría tenido la menor duda de que Rusia había sido la inversión más segura de las dos. Esto demuestra la ventaja de mantener la distancia.

La idea de seguridad, por tanto, no puede considerarse un término absoluto. Depende tanto del horizonte temporal del inversor como de la volatilidad de la inversión. La historia de Rusia y Coca-Cola es un ejemplo extremo de los diversos significados que puede tener la seguridad para distintos inversores. Para quien necesita tener disponible una determinada cantidad de dinero al cabo de un año, la única inversión segura es un depósito en efectivo o un bono del Estado a corto plazo. En cambio, para alguien que no necesita el dinero de forma inminente y desea acumular capital y aumentar su poder adquisitivo a largo plazo, parece más seguro invertir en renta variable. Aunque es volátil, históricamente ha mostrado una alta probabilidad de generar una rentabilidad elevada después de la inflación, superior a la que podríamos conseguir invirtiendo el dinero en un depósito en el que corremos el riesgo de que, con el tiempo, termine erosionando su valor real por la inflación.

Otro punto que se desprende de la historia de Rusia y Coca-Cola es que la caída representó una maravillosa oportunidad para quienes estaban dispuestos a aprovecharla. Cualquiera que haya invertido en Rusia tras la debacle de 1998 ha obtenido una rentabilidad mucho mayor que el 270 por ciento registrado entre mayo de mayo de 1997 y finales de 2005.

De hecho, eso fue lo que hicimos. No fuimos lo suficientemente inteligentes como para comprar más participaciones justo en el peor momento, que es, por definición, cuando la gente tiene más miedo. Pero sí ampliamos nuestra inversión en títulos rusos después de que el mercado empezara a recuperarse, cuan-

do estaba todavía un 80 por ciento por debajo de su nivel de mayo de 1997.

La caída de Rusia y su posterior recuperación ilustra el principio de que una cotización que ha caído es, *prima facie*, más barata e interesante de lo que era antes de caer.

3. Lo inconcebible puede suceder

Otro de mis abundantes errores, que sin duda resulta influyente, tiene que ver con una excepción rusa que contraviene el principio que acabo de presentar. Sí, una cotización que ha caído puede ser más interesante, excepto en ciertas ocasiones. (En el mundo de la inversión, toda regla debe tener muchas excepciones. Si no hubiera excepciones, las circunstancias en las que se aplica esa regla dejarían de ser válidas, porque todo el mundo se aprovecharía de ellas de inmediato). Una acción parece barata. La compras. Luego baja y parece más barata, así que compras más. Sigue bajando, haciéndose cada vez más barata, hasta que alcanza el punto en que los profesionales describen, eufemísticamente, la mayor depreciación posible: el cero. Esto es lo que generalmente se denomina la «trampa del valor».

Más o menos esto es lo que ocurrió con Yukos. Esta empresa de petróleo y gas fue, en su momento, la mayor compañía rusa en términos de capitalización bursátil, hasta el punto de que, en su momento álgido, representaba más de un tercio de la capitalización bursátil total del país. Esta compañía fue una de las muchas que surgieron a raíz del desmantelamiento del antiguo Estado soviético, en un proceso en el que las acciones de las empresas públicas se vendieron a compradores privados. Estos títulos terminaron siendo acaparados de forma abrumadora, tanto por buenas como por malas razones, por un pequeño número de jóvenes empresarios que luego fueron conocidos como los oligarcas rusos.

Tras el colapso del mercado en 1998, las acciones de Yukos estaban asombrosamente baratas. La mayoría estaban en manos de Míjail Jodorkovski. En ese momento, el precio de las acciones

de Exxon era tal que comprar un título equivalía a pagar 8 dólares por cada barril acumulado en sus reservas de crudo. En cambio, en el caso de Yukos, la métrica comparable era mucho menor y se situaba muy por debajo de 1 dólar por barril.

A diferencia de Gazprom, la empresa con las mayores reservas energéticas del mundo, y de Lukoil, ambas controladas esencialmente por el Estado y sujetas a caprichos políticos, Yukos estaba fuera del control político y era un símbolo del capitalismo occidental moderno que había llegado a Rusia. Esta imagen había sido alimentada por Jodorkovski, considerado en un principio poco menos que un bandido. Al frente de la empresa, entendió que, si Yukos quería alcanzar una valoración similar a la de las empresas occidentales, tenía que comportarse como una empresa occidental.

Para lograrlo, involucró a figuras occidentales de gran prestigio en organizaciones benéficas y *think tanks* que él mismo patrocinaba. Lord Rothschild fue uno de los mentores de Jodorkovski, que además contrató a altos ejecutivos estadounidenses y británicos para su compañía. Por usar el término de moda en ese momento para describir el ideal esperado en los niveles más altos de gobierno corporativo, Yukos se convirtió en una empresa transparente. Al contrario de lo que sucedía con muchas otras empresas rusas, no existía la percepción de que los beneficios de Yukos se estuviesen desviando en favor de los accionistas mayoritarios de tal manera que los accionistas ordinarios recibieran menos de lo que les correspondía.

La empresa para la que trabajaba en ese momento decidió comprar acciones de Yukos e incluirlas en sus carteras de inversión dedicadas a mercados emergentes. No fuimos los únicos. Yukos se había convertido, merced a su proceso de rehabilitación, en la favorita de los medios financieros occidentales. Jodorkovski fue tratado en consecuencia. Lo vi en persona dos veces. La primera, en una cena ofrecida por la empresa de capital riesgo Carlyle Group. Jodorkovski estaba sentado en la mesa de John Major. La segunda, menos de un año después, en una conferencia celebrada en Moscú. Esta vez, las circunstancias eran muy distintas: Yukos ya estaba sometida a fuertes presiones. En aquella ocasión, Jodorkovski, claramente incómodo, llegó para pronun-

ciar un discurso, que resultó deslucido, tras el cual se marchó de inmediato y sin responder ninguna pregunta.

Había dos nubarrones en lo que, hasta entonces, parecía ser un cielo azul y despejado. Los observadores más avispados vieron pronto lo que pasaba. Por un lado, el presidente Putin estaba decidido a arruinar a Jodorkovski, cuyo auge se le había vuelto incómodo. Al parecer, había hecho un trato con todos los oligarcas del país en virtud del cual, mientras su actividad empresarial se mantuviera al margen de la política, no se cuestionarían sus ganancias. La mayoría de ellos cumplió sabiamente con su parte del acuerdo. En cambio, Jodorkovski tenía ambiciones políticas. En 2003, con motivo de las elecciones a la Duma, el parlamento ruso, financió a candidatos que se oponían al presidente Putin. También permitió la paradoja de que uno de sus hombres más relevantes se presentase como candidato comunista.

Tras una reunión con el resto de los asesores, escribí con entusiasmo estos versos sobre nuestra discusión acerca de China, Rusia y Jodorkovski:

*Was China finer?
It appeared,
We feared,
When the dollars were counted,
The odds had mounted
That the markets discounted
The convincing prospect
Of the growth we expect.*

*Was Russia lusher?
It depended
We tended,
On how much imputing
To President Putin
Of a dubious motive
To increase his vote if,
As part of his prospectus,
He was seen by electors*

*To come out strong
When things done were wrong.*

*Too much faith in Jodorkovski
Could quite frankly be sort of costly.¹*

No era difícil entender por qué depositar demasiada fe en Jodorkovski suponía un acto imprudente. Estaba jugando con fuego. Las autoridades tributarias empezaron a exigir a Yukos obligaciones fiscales adicionales, alegando que se trataba de impuestos pendientes de ejercicios anteriores. Después, mientras aterrizaba en Siberia con su avión privado, Jodorkovski fue detenido a punta de pistola y acusado de fraude y evasión fiscal. Fue condenado a ocho años de prisión.

Me atraía tanto el bajo precio de las acciones de Yukos en relación con los activos y beneficios de la empresa que no pensé que la detención de Jodorkovski fuera el final de aquella historia. Incluso si Putin estaba decidido a arruinarlo, en vez de simplemente apartarlo de la política, imaginaba un escenario en el que Jodorkovski se vería forzado, por ejemplo, a vender todas sus acciones de Yukos a cambio de su libertad.

Sin embargo, en el fondo, Putin ya había decidido que los recursos energéticos de Rusia eran un activo estratégico demasiado importante como para dejarlo en manos de inversores internacionales. Quería que los activos de Yukos volvieran a estar bajo control estatal. Tardé en darme cuenta de ello. Con el paso del tiempo, el ataque a Yukos se vio como parte de una estrategia de Putin para recuperar el control de las principales empresas energéticas, un control que se había perdido con el proceso de privatización de la década de los noventa.

1. ¿Era China mejor? / Al parecer, / nos tememos, / cuando se cuenten los dólares, / será lo más probable / que los mercados descarten / la convincente perspectiva / de crecimiento que esperamos. // ¿Era Rusia más fértil? / Dependía, / creíamos, / de cuánto atribuíamos / al presidente Putin / el discutible móvil / de conseguir más votos / si aplicando su plan / lo ven los electores / como que se refuerza / gracias a lo mal hecho. // Tanta confianza en Jodorkovski / tal vez salga muy cara.

Yukos tuvo que hacer frente a un volumen creciente de obligaciones tributarias, una detrás de la otra, y a una escala gigantesca, hasta el punto de que tales pagos terminaron por engullir todos los activos de la compañía, que se vio obligada a vender su principal filial, Yugansneftegaz. La subasta de dicho activo estaba amañada. El adjudicatario, que pagó una fracción de su valor real, resultó ser una empresa de nueva creación. A los pocos días, Yugansneftegaz fue revendida a otra compañía, Rosneft, que era propiedad del Estado.

Es cierto que Yukos seguía teniendo importantes activos petroleros, pero la parte de la empresa que sobrevivió continuó siendo asediada por repetidas exigencias fiscales. Finalmente, en 2006, la empresa se declaró en quiebra.

La lección que se extrae de todo esto es que lo impensable puede ocurrir. Hay que pensar en lo unimaginable. Los inversores deben tener convicciones, sí, pero nunca deben estar completamente seguros de que esas convicciones son correctas, por muy racionales que parezcan.

Una de las cosas que me llevaron a pensar que la apuesta por Yukos saldría bien era que no parecía que a Putin le interesara llevar a la empresa a la ruina. Actuar así ahuyentaría a los inversores extranjeros y la entrada de capital foráneo era vital para Rusia. Pero este razonamiento era ingenuo. Al final, los inversores extranjeros siguieron llegando. En 2007, apenas dos años después de este flagrante ejemplo de apropiación estatal de activos, el gobierno ruso decidió vender parte del accionariado de Rosneft. Cuando el paquete salió al mercado en una oferta pública inicial gestionada por Morgan Stanley en la Bolsa de Londres, los inversores internacionales se mostraron dispuestos a comprar títulos de la compañía. Fue, sin duda, un claro ejemplo de lo corta que puede ser la memoria de los operadores del mercado. Putin había acertado en sus cálculos.

Aunque los inversores internacionales hablan ahora con más recelo del absolutismo de Putin, el mercado ruso continuó subiendo hasta situarse muy por encima de los niveles en los que se encontraba cuando Yukos empezó a ganarse el afecto internacional.

Con la perspectiva que da el tiempo, he entendido que Yukos

fue para mí la típica trampa de valor. Si algo parece barato, puede resultar atractivo. No obstante, debemos considerar que, si algo es barato, es posible que haya alguna razón detrás que no sea evidente para el inversor que, en ese momento, se muestra optimista. Después, cuando se revelan los motivos del espejismo, todo parece obvio. Esto es lo más fácil de asumir y digerir, porque, en realidad, *era* obvio desde el principio, de ahí que el precio de las acciones estuviese tan deprimido. Hay muchas ocasiones en las que lo que parece obvio resulta ser erróneo, pero no olvidemos que también hay muchas otras en las que lo obvio sí es correcto y el pesimismo que se reflejaba en el precio de las acciones resulta estar bien justificado. A todos aquellos que reconocieron lo evidente (la mayoría) les parecerá especialmente obtuso que una minoría de imbéciles se crean inteligentes y no vean lo que ellos ya tienen claro.

No existe una defensa real contra las trampas de valor. Cada situación debe evaluarse de forma aislada, estudiando los méritos de cada caso. Pero la valoración de una compañía no es un proceso científico. La lección que deja el caso Yukos no es que un mejor análisis hubiera llevado a una conclusión diferente, sino que hay veces en las que las cosas terminan saliendo tan mal como el mercado nos parecía sugerir desde el principio. Los inversores tienen que calcular siempre la probabilidad de desastre.

Los errores son frecuentes. Dominic Caldecott, un gestor con una gran trayectoria y notable éxito que por entonces ya se había jubilado de su puesto en Morgan Stanley Asset Management, me dijo una vez que no le importaban los malos resultados: lo que no soportaba era equivocarse. Yo siempre he pensado lo contrario. Me gusta tener razón, aunque sea por las razones equivocadas: si el precio de una acción sube por motivos que no esperaba, bienvenido sea.

4. Cuando las cosas se complican, los menos fuertes se retiran

Mi error con Motorola es exactamente el tipo opuesto de equivocación. Fue más hiriente que cualquier otro fallo que cometí en

los últimos diez años. En 2002, Motorola era una acción barata. El precio de sus títulos reflejaba poco más que el valor contable de sus activos, lo que suele implicar una infravaloración en la medida en que el valor declarado de los activos netos recogidos en las cuentas de la empresa resulta ser inferior a su valor de mercado. Los beneficios de Motorola estaban claramente deprimidos, pero no era descabellado pensar que la compañía podría mejorar significativamente sus márgenes de explotación.

Compramos las acciones a un precio de 15 dólares en junio de 2002. El precio de la acción cayó... y compramos más. Fuimos pacientes. Esperamos, pero no hubo mejora. Así que esperamos más... y finalmente, cuando el precio cayó a 8,5 dólares, nos dimos por vencidos. Habíamos perdido la batalla. Vendimos.

Casi de inmediato, el precio de la acción se recuperó. De hecho, su mínimo durante todo este periodo fue de 7,71 dólares, justo por debajo del precio que nos llevó a rendirnos. No fue una coincidencia. El punto más bajo de un ciclo bursátil suele ser el momento en el que el precio de la acción refleja el mayor grado de descontento por parte del mayor número de personas. Esto demostró que nos habíamos apresurado a salir, más o menos, en el mismo momento que la mayoría de los operadores.

Al cabo de unos meses, las razones de la recuperación del precio de las acciones resultaron bastante evidentes. La clave del negocio de Motorola era su división de teléfonos móviles. En dicho ámbito, la compañía ocupaba el tercer puesto, sólo por detrás de Nokia y Samsung Electronics. En el momento en que vendimos nuestra participación, la cuota de Motorola en el mercado global de teléfonos móviles rondaba el 12,5 por ciento. Entonces la empresa empezó a producir modelos que, en un negocio tan dinámico, resultaron acertar con las preferencias de los posibles compradores. Yo mismo, con mi ojo inexperto, pude ver que sus teléfonos tipo concha (o, más tarde, los Razr, unos dispositivos extremadamente delgados) eran mucho más atractivos que los aparatosos modelos que Nokia seguía fabricando. En los cuatro años siguientes, la cuota de Motorola en el mercado de teléfonos móviles superó el 20 por ciento. A finales de 2007, la acción cotizaba a 20,5 dólares frente a los 15 dólares

por los que compramos los títulos o los 8,5 dólares que nos animaron a vender.

Éste es un ejemplo extremo y particularmente desalentador de algo que ocurre muy a menudo. Si la gente invierte en acciones que parecen baratas, ligadas a empresas con negocios esencialmente sólidos pero con margen de mejora (lo que explica su valoración moderada), es fundamental tener paciencia con el recorrido de esos títulos en el mercado.

En este tipo de acciones, rara vez hay un catalizador visible que permita anticipar un resultado rápido. Si se produce un punto de inflexión de este tipo (por ejemplo, si un accionista minoritario pero influyente pide desde fuera un cambio importante en la gestión o incluso la sustitución del equipo directivo), lo más probable es que dicha circunstancia se refleje, al menos en cierta medida, en el precio de la acción, de modo que la valoración no sea tan moderada. Sin embargo, tener paciencia es complicado; de hecho, el significado original del término está ligado al concepto de sufrimiento. Cuando las cosas se complican, los menos fuertes se retiran. Es frustrantemente fácil renunciar a una acción después de que su rendimiento haya sido desalentador o incluso desastroso. Actuar justo cuando todos los demás se rinden es algo que mucha gente hace antes de que la tendencia de la inversión termine cambiando para mejor.

Un día, a principios de los ochenta, tuve que viajar a Cambridge en tren para hablar con un grupo de estudiantes universitarios sobre gestión de inversiones, como parte del programa de contratación de mi empresa. Como compré un billete de primera clase, deambulé por el andén de la estación de Liverpool Street en busca del vagón en el que debía sentarme, pero no había ninguno. Recorrí casi todo el tren. Justo antes de llegar al vagón más lejano, me di por vencido, convencido de que no parecía haber servicio de primera clase. Di media vuelta y volví sobre mis pasos. Entonces, me encontré con un empleado en el andén que me dijo que el vagón de primera clase... era el último. Me había quedado a un vagón de alcanzar mi objetivo. Había dado marcha atrás justo cuando estaba a punto de encontrarlo.

Eso me pareció en ese momento, y desde entonces, una ma-

ravillosa alegoría de la inversión. A menudo, los inversores se sienten tentados a abandonar y, de hecho, con demasiada frecuencia vemos que eso es precisamente lo que hacen... justo antes de que suceda lo que estaban esperando.

5. Mantén la distancia

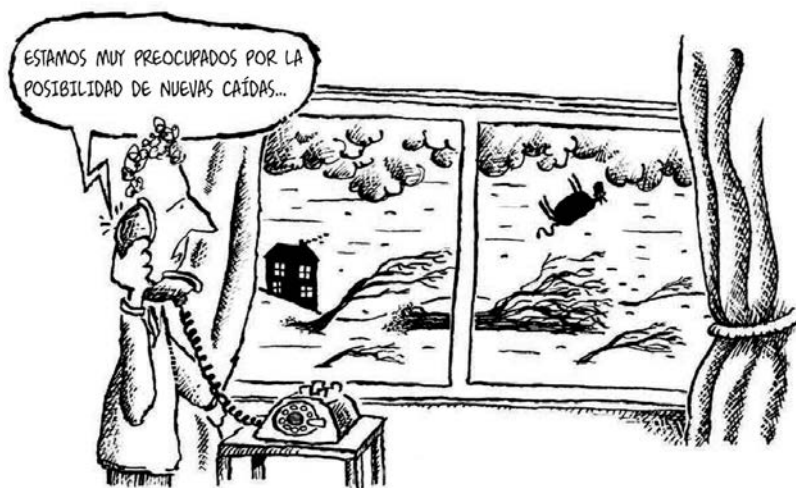
En octubre de 1987, estaba de vacaciones en España cuando mi tío me llamó para contarme que una tormenta había arrasado los bosques del sur de Inglaterra y dejado un extraordinario caos de árboles y ramas caídos sobre las carreteras. Nuestra familia tenía muchos árboles y no pocos habían caído tras el durísimo temporal. De hecho, los destrozos fueron tales que el tejado de nuestra casa había terminado atravesado, así que tuvimos que volver a casa una semana antes de lo previsto para lidiar con semejante devastación.

El lunes 5 de octubre me dediqué a pensar cómo íbamos a afrontar la abrumadora tarea de limpiar aquel desastre. A media tarde, alguien me llamó a la oficina para informarme de que el índice industrial Dow Jones había bajado 500 puntos, una caída del 25 por ciento. Yo era entonces el jefe del equipo de renta variable de Mercury Asset Management, o sea, que la noticia debería haberme resultado de la mayor relevancia.

Entre tantos árboles caídos, que parecían mucho más importantes, lo que ocurría en la bolsa estadounidense me dejó completamente indiferente. En mi casa del sur de Inglaterra, lejos de la multitud frenética de la City, mi reacción a que las acciones fuesen un 25 por ciento más baratas que el día anterior fue que, puesto que nada había cambiado de forma estructural, lo más lógico sería comprar títulos.

Ésa fue mi reacción a distancia, pero entonces cometí un terrible error. Aunque todavía estaba de vacaciones, decidí volver al trabajo. Inmediatamente me encontré con lo que describí en mi diario como «un muro de penumbra, una nube de ansiedad». Veinte años después, cuando el *crack* de 1987 se recuerda como un mero parpadeo en un largo mercado alcista, resulta difícil

recuperar aquella sensación. Sin embargo, en ese momento fuimos legión quienes creímos que todo había cambiado de forma irreversible. Un operador de bolsa me contó que había visto a compañeros deambulando por la oficina con la mirada perdida, paralizados ante sus pantallas de negociación, con gotas de sudor cayéndoles por el rostro.



Sentido de la perspectiva.

El jefe de estrategia de mi compañía quería vender acciones para mantener un 40 por ciento de efectivo en las carteras globales que gestionábamos. En cuestión de horas, pasé de la opinión que me había formado a distancia, que las acciones estaban baratas, a asumir la opinión consensuada y casi unánime de que el mundo había cambiado y era el momento de liquidar acciones, porque la caída del 25 por ciento no era suficiente para descontar el temor a que ocurriera algo peor.

Eso fue lo que hicimos. Y se convirtió en el peor error de mi carrera, del que no fui completamente responsable, ni siquiera el principal responsable, pero, sin duda, terminé siguiendo a la manada.

Aquel episodio me enseñó varias cosas. La primera fue la ventaja que nos puede brindar la distancia. Lejos de la ciudad, mi

visión puramente instintiva resultó ser correcta. En cambio, al regresar, en medio del frenesí de una gran empresa de gestión de inversiones, me dejé arrastrar por la corriente al verme de nuevo en el centro de la acción. Rodeado de una avalancha de opiniones que apuntaban en otra dirección, me doblegué. La distancia nos da la capacidad de ver las cosas con desapasionamiento.

La segunda lección que aprendí fue la importancia de tener cuidado con los argumentos circulares. La idea de que el mundo había cambiado y, por tanto, los precios de las acciones seguirían cayendo se basaba, en el fondo, en la falacia de la lógica circular.

La tesis de los *osos* pesimistas sostenía que la caída de los precios de las acciones que tuvo lugar el Lunes Negro había destruido la riqueza de los inversores. Como resultado, argumentaban que el gasto de los consumidores disminuiría.

Esto era lo que se conocía como el «efecto riqueza». Si el gasto de los consumidores caía, la economía en su conjunto se vería afectada y, en ese caso, los precios de las acciones también caerían.

Pero, manteniendo la discusión en términos sencillos, el argumento de moda (según el cual los mercados han caído y, por tanto, la economía se hundirá y, por tanto, el mercado seguirá cayendo) contenía una falacia obvia. Se sugería que el precio de las acciones y la producción económica caerían en espiral hasta el punto de que las acciones terminarían perdiendo todo su valor. Pero, sin duda, esto no podía ocurrir en una economía sólida ni en un mercado de valores serio. Por graves que fueran las circunstancias, las acciones siempre tendrían que valer más que *nada*.

En realidad, las cosas terminaron siendo muy distintas. El desplome de la bolsa no produjo el «efecto riqueza» esperado. Los consumidores siguieron gastando con normalidad. Con el tiempo, no mucho, los mercados se dieron cuenta... y comenzaron a recuperarse. Quienes compraron acciones a pesar de haber soportado la enorme presión para vender que se vivió en la segunda quincena de octubre de 1987 (y, no lo olvidemos, por cada vendedor tiene que haber un comprador), acabaron adquiriendo magníficas ganancias y ganaron mucho dinero en los ejercicios siguientes.

Otra lección que aprendí de ese episodio fue la de evitar tomar decisiones únicas de las que dependa en exceso la rentabili-

dad de la inversión. En cualquier decisión de inversión, las probabilidades de acertar son 50-50. Un inversor que tenga suerte o sea bueno puede acertar quizás el 55 por ciento de las veces, pero aún deja un gran margen de error. Un inversor que se equivoque a la hora de tomar una de estas decisiones clave lo hará de lleno y su rentabilidad acabará destruida.

Esto fue lo que nos ocurrió después de octubre de 1987. La decisión de mantener un 40 por ciento de la cartera en efectivo durante un periodo en el que, como hemos visto, los mercados se recuperaron con bastante fuerza, generó un grave problema en nuestros resultados, ya que la rentabilidad fue inferior debido a ese error. Los clientes que al principio compartían nuestro pesimismo y pensaban que éramos prudentes acabaron aburriéndose de esta explicación. Perdimos una oportunidad de oro para hacer negocio y ganar dinero. De hecho, el negocio internacional de Mercury Asset Management tardó varios años en recuperarse de los efectos de aquella decisión.

Así que otra lección que aprendí de aquel episodio fue que tener visiones dogmáticas a gran escala sobre las perspectivas del mundo o de los mercados es tan imprudente como ir a un casino y apostar todo a un sólo número en la ruleta. Esta lección también está reflejada en el sexto de mis errores, que explico a continuación.

6. Una cartera se construye a base de muchas decisiones pequeñas, no de una gran decisión

En mi último año de trabajo en Mercury, tras un periodo de excelentes resultados en nuestras carteras globales, desperdiciamos parte de esas ganancias cuando tomamos una decisión errónea en materia de divisas.

El tipo de cambio yen-dólar a mediados de 1994 era de 98 yenes por dólar. Había todo tipo de razones fundamentales para esperar que el yen se debilitara: la economía japonesa exhibía un débil desempeño y los tipos de interés en Japón eran mucho más bajos que en Estados Unidos.

Estábamos muy expuestos a la evolución de las acciones japonesas. Puesto que tales acciones estaban denominadas en yenes, esto implicaba que también teníamos una exposición notable, y no deseada, a la evolución del yen japonés en nuestras carteras, que estaban denominadas en dólares estadounidenses.

La cobertura de divisas es bastante sencilla de ejecutar y tiene un atractivo engañoso. Las perspectivas de un mercado de renta variable concreto pueden parecer favorables, incluso si las perspectivas de la divisa propia de ese mercado son desfavorables. En tal caso, parece lógico mantener las acciones, pero cubrir el riesgo asociado a la divisa. La mejor forma de hacerlo es vendiendo la divisa en los mercados a plazo. Para cubrir la exposición al yen derivada de la tenencia de acciones japonesas, el inversor puede acordar, a un tipo de cambio determinado en ese momento, la venta de yenes por dólares en una fecha futura, generalmente a tres o seis meses.

En cualquier momento dentro del plazo acordado, probablemente de tres o seis meses, la operación de divisas, conocida como un contrato a plazo, puede cerrarse realizando la operación contraria, es decir, comprando yenes a cambio de dólares. Si el yen ha bajado con respecto al dólar durante ese periodo, se obtiene una ganancia realizada. Esa ganancia compensa la pérdida de la conversión de las divisas en las acciones. Si las acciones han subido, se obtiene una ganancia. El uso del contrato a plazo, en el que la ganancia es equivalente a la pérdida monetaria en las acciones, permite mantener intacto el beneficio inherente a la subida en el precio de las acciones.

Aunque ocurra lo inesperado en los mercados de divisas y el yen suba en lugar de bajar, la pérdida resultante del contrato a plazo se compensa casi exactamente con la ganancia inesperada en divisas que se deriva de las acciones. Existe un coste de oportunidad: habría sido mejor no haberse cubierto con el contrato a plazo, ya que la ganancia en divisas de las acciones se habría sumado a la ganancia derivada del aumento en el precio de las acciones. Sin embargo, el coste de oportunidad no es lo mismo que un coste real. En realidad, es un coste que no nos va a doler.

Ésa es la teoría.

Pues bien, lo que ocurrió en 1994-1995 fue un buen ejemplo de cómo la práctica puede diferir de la teoría. En lugar de caer, como yo esperaba, el yen se apreció fuertemente. En junio de 1995, el tipo de cambio era de 86 yenes por dólar, con lo que la divisa japonesa se había apreciado un 12 por ciento. Como habíamos cubierto casi toda nuestra exposición a la renta variable japonesa, en torno al 40 por ciento de las carteras afectadas, perdimos un 5 por ciento de la rentabilidad que habríamos obtenido de no haber cubierto el riesgo de cambio de divisa (ese 5 por ciento representa el 40 por ciento de la apreciación del 12 por ciento que experimentó el yen).

El coste de oportunidad puede ser diferente del coste real, pero si es lo suficientemente grande, y todos los que te rodean se han beneficiado de la oportunidad que tú has desaprovechado, al final resulta que, después de todo, *sí que duele*.

Fue entonces cuando, para colmo, agravamos el error. Cuando el tipo de cambio alcanzó los 82 yenes por dólar, nos dimos por vencidos, parcialmente, y reducimos la cobertura de la cartera del 40 por ciento al 15 por ciento. Durante unos días, o semanas, pareció una decisión sensata, puesto que el yen siguió fortaleciéndose hasta llegar a los 80 yenes por dólar.

Hasta que el yen dejó de apreciarse. De hecho, durante el año siguiente, el tipo de cambio pasó de 80 a 120 yenes por dólar. Al reducir la cobertura del riesgo de divisa, habíamos perdido exactamente lo que pretendíamos captar desde el principio. Fue como aquel día en que desistí de seguir buscando el vagón de primera clase en el tren a Cambridge justo antes de llegar a él.

Era cierto que habíamos dependido demasiado de la cobertura. El efecto de esa única decisión, buena o mala, podía eclipsar muchas otras decisiones sobre la compra de acciones individuales o la exposición a los distintos mercados de renta variable. Ésa fue la primera lección que nos dejó aquella experiencia: una cartera debe basarse en muchas pequeñas decisiones, no en una gran decisión. Pero el momento de reconocer este hecho era antes de embarcarnos en el ejercicio de cobertura, no después de que todo hubiera salido mal. En el ámbito de la inversión, acertar demasiado tarde es, de hecho, cometer un error.

La segunda lección es algo subjetiva, pero, en mi opinión, las decisiones sobre divisas y acciones no funcionan bien juntas. Las personas que saben manejar los tipos de cambio no suelen ser las mismas que invierten con solvencia en renta variable. Los mercados suelen tener muchos puntos en común en su operativa, pero también presentan numerosas diferencias.

En mi opinión, los mercados de divisas son más adecuados para operadores que para quienes se centran en fundamentos de valoración. Hay una razón puramente técnica por la que esto es así: una acción puede mantenerse en nuestra cartera para siempre, mientras que un contrato de divisas tiene un plazo finito, normalmente de no más de seis meses y generalmente de tres. Esto significa que, al cabo de tres meses y antes de que concluya el semestre, los inversores están obligados a cerrar el contrato existente, que tiene una fecha de vencimiento, y, si lo desean, suscribir uno nuevo.

Si el contrato que vence ha sido rentable, el proceso es bastante sencillo; pero si arroja pérdidas, la cosa se complica, sobre todo desde el punto de vista psicológico.

Al cabo de, pongamos, tres meses, el inversor asume la pérdida del contrato vigente y se dice a sí mismo: «No importa. La pérdida que hemos tenido en este contrato se compensa con la inesperada ganancia en divisas obtenida por las acciones. Las razones fundamentales para hacer esto no han cambiado, así que vamos allá». El inversor suscribe entonces un nuevo contrato por otros tres meses.

Al final del periodo, puede que vuelva a haber pérdidas, pero, una vez más, el inversor se justifica apostando por la renovación del contrato, creyendo que los fundamentos son los mismos.

Y así pasan otros tres meses. Y la divisa sigue avanzando en la dirección equivocada.

Llega el momento de cerrar el último contrato y el inversor dice: «Ya estoy harto. Al diablo con esto». Entonces cierra el contrato y decide no suscribir uno nuevo. Al poco tiempo, se produce el movimiento de divisas que había esperado desde el principio, pero para entonces el inversor ya no tiene un contrato a plazo que le permita beneficiarse de él, puesto que se ha dado la

vuelta. Es lo mismo que me sucedió a mí cuando dejé de buscar el vagón de primera clase.

El inconveniente de la cobertura de divisas es que los instrumentos con los que se lleva a cabo son de corto plazo. La renta variable se mantiene en cartera, quizás no se comporte bien, pero al menos no da la lata. En cambio, los contratos a plazo sobre divisas sí son un dolor de cabeza, porque requieren nuestra intervención cada tres o seis meses. Tiran constantemente de la falda del inversor.

Cuando los contratos de divisas van mal, actúan como un cliente sin escrúpulos que detecta errores y pone a los gestores de inversiones a la defensiva. Por eso creo que la cobertura de divisas es más adecuada para los operadores, que saben deshacerse del bagaje del pasado. Ellos empiezan cada día como si fuera el primero y analizan cada posición desde cero, sin el lastre de argumentos detallados a favor de una u otra opción de compra de acciones.

Otro punto importante sobre las divisas es que el mercado mundial de divisas es, en conjunto, un juego de suma cero. No ocurre lo mismo en los mercados mundiales de renta variable. A largo plazo, los titulares de una cartera internacional de acciones pueden esperar obtener un rendimiento real decente que puede variar dependiendo del trabajo del correspondiente gestor de inversiones. En cambio, los titulares de una cartera internacional de divisas sólo pueden esperar una rentabilidad real de cero con el paso del tiempo, ya que lo único que hacen las divisas es subir y bajar las unas en relación con las otras.

En este capítulo he presentado suficientes errores como para dejar la impresión general, y correcta, de que, en efecto, me he equivocado mucho a lo largo de mi carrera. Es en parte por las lecciones que he aprendido de ellos por lo que me atrevo a escribir este libro.