

Burton G. Malkiel

Un paseo aleatorio por Wall Street

La mejor guía de inversión que puede comprar

Decimotercera edición

Traducción de María Hernández Díaz

Alianza
Editorial

Título original: *A Random Walk Down Wall Street, 13th Edition*

Esta obra ha sido publicada en inglés por W. W. Norton & Company Inc.

Decimotercera edición: 2024

Reservados todos los derechos. El contenido de esta obra está protegido por la Ley, que establece penas de prisión y/o multas, además de las correspondientes indemnizaciones por daños y perjuicios, para quienes reprodujeren, plagiaren, distribuyeren o comunicaren públicamente, en todo o en parte, una obra literaria, artística o científica, o su transformación, interpretación o ejecución artística fijada en cualquier tipo de soporte o comunicada a través de cualquier medio, sin la preceptiva autorización.

- © 2023, 2021, 2020, 2019, 2016, 2015, 2012, 2011, 2007, 2005, 1999, 1996, 1990, 1985, 1981, 1975, 1973, by W. W. Norton & Company, Inc.
- © de la traducción: María Hernández Díaz, 2024
- © Alianza Editorial, S. A., Madrid, 1992, 1997, 1998, 1999, 2002, 2003, 2004, 2007, 2008, 2013, 2015, 2016, 2017, 2018, 2020, 2021, 2022, 2024
Calle Valentín Beato, 21
28037 Madrid
www.alianzaeditorial.es



ISBN: 978-84-1148-766-5

Depósito legal: M. 11.590-2024

Printed in Spain

SI QUIERE RECIBIR INFORMACIÓN PERIÓDICA SOBRE LAS NOVEDADES DE ALIANZA EDITORIAL, ENVÍE UN CORREO ELECTRÓNICO A LA DIRECCIÓN:

alianzaeditorial@anaya.es

A Nancy y Piper

ÍNDICE

Agradecimientos	17
Introducción a la edición del 50.º aniversario.....	19

Primera parte LAS ACCIONES Y SU VALOR

1. BASES SÓLIDAS Y CASTILLOS EN EL AIRE	31
¿Qué es un paseo aleatorio?	32
La inversión como estilo de vida actual.....	33
La inversión como teoría.....	35
La teoría de la base sólida	36
La teoría de los castillos en el aire.....	37
Cómo seguirá el paseo aleatorio a partir de aquí	39
2. LA LOCURA DE LAS MULTITUDES.....	41
La fiebre de los bulbos de tulipán.....	42
La burbuja de los Mares del Sur	44
Wall Street hace el ridículo	50
Epílogo	57
3. LAS BURBUJAS ESPECULATIVAS DESDE LOS AÑOS SESENTA HASTA LOS NOVENTA.....	59
La sensatez de las instituciones	59
Los 60 alcistas	60
La nueva «Nueva Era»: La fiebre de las acciones de creci- miento y de las nuevas emisiones	60
La sinergia genera energía: El auge de los conglomerados de empresas	62
Las «Nifty Fifty».....	68

Los colosales 80.....	69
El retorno de las nuevas emisiones	69
La mayor burbuja: ZZZZ Best.....	70
¿Qué significa todo esto?.....	72
El yen japonés para tierras y acciones	72
4. LAS BURBUJAS EXPLOSIVAS DE LAS PRIMERAS DÉCADAS DEL SIGLO XXI	77
La burbuja de Internet.....	77
Una burbuja tecnológica de gran escala.....	79
Una locura más por las nuevas emisiones	80
TheGlobe.com	81
Hablan los analistas de valores.....	82
Nuevas medidas de valoración	83
Los medios de comunicación	85
El fraude se desliza y estrangula el mercado.....	86
¿Teníamos que habernos dado cuenta del peligro?	87
Las burbujas inmobiliaria estadounidense y el crash de los primeros años 2000.....	88
El nuevo sistema bancario.....	88
Normas más flexibles para la concesión de créditos	90
La burbuja inmobiliaria	91
Las burbujas y la actividad económica	93
¿Quiere esto decir que los mercados son ineficientes?.....	93
Las miniburbujas de las acciones meme.....	94
La burbuja de las criptomonedas.....	96
<i>Bitcoin</i> y <i>blockchain</i>	96
¿Es el <i>bitcoin</i> dinero real?	98
¿Deberíamos decir que el fenómeno del <i>bitcoin</i> es una burbuja?.....	99
¿Cómo puede pinchar la burbuja del <i>bitcoin</i> ?	100
Otras miniburbujas digitales	101
Lecciones aprendidas.....	103

Segunda parte
**CÓMO JUEGAN LOS PROFESIONALES
AL JUEGO MÁS IMPORTANTE**

5. ANÁLISIS TÉCNICO Y ANÁLISIS FUNDAMENTAL	107
Análisis técnico frente a análisis fundamental	108
¿Qué pueden decirnos los gráficos?	109

Razón de ser del método chartista	112
¿Por qué puede fallar el chartismo?.....	114
De chartista a técnico	114
La técnica del análisis fundamental	115
Tres advertencias importantes.....	121
¿Por qué puede fallar el análisis fundamental?.....	123
Utilización conjunta del análisis técnico y el fundamental.....	124
6. EL ANÁLISIS TÉCNICO Y LA TEORÍA DEL PASEO ALEATORIO.....	129
Agujeros en las suelas de los zapatos y ambigüedad en las pre- dicciones	129
¿Existe un momento de inercia en la bolsa?	131
¿Qué es exactamente un paseo aleatorio?.....	132
Algunos sistemas técnicos más elaborados	135
El sistema de filtros	135
La teoría de Dow	136
El sistema de la fuerza relativa	136
Sistemas de precio-volumen	137
La lectura de los gráficos.....	137
Resulta difícil aceptar la aleatoriedad	138
Un revoltijo de otras teorías técnicas para ayudarle a perder dinero.....	139
El indicador de la altura de la falda	139
El indicador de la Super Bowl.....	141
Los perros del Dow	141
El efecto enero	142
Unos cuantos sistemas más.....	142
Los gurús técnicos del mercado bursátil.....	143
Evaluación del contraataque	144
Implicaciones para el inversor	146
7. ¿EN QUÉ MEDIDA ES VÁLIDO EL ANÁLISIS FUNDAMENTAL? LA HIPÓTESIS DEL MERCADO EFICIENTE	147
Los puntos de vista de Wall Street y del mundo universitario .	147
¿Son fundamentalmente clarividentes los analistas finan- cieros?.....	148
¿Por qué está empañada la bola de cristal?	149
1. La influencia de los sucesos aleatorios.....	150
2. La creación de cuentas de resultados dudosas por medio de procedimientos de contabilidad «creativa»...	151
3. Los errores de los propios analistas	153

4. La fuga de los mejores analistas hacia el departamento de ventas, de gestión de carteras de valores o fondos de alto riesgo.....	155
5. Los conflictos de intereses entre los departamentos de investigación y de banca de inversiones.....	156
¿Seleccionan los analistas financieros las mejores empresas? La actuación de los fondos de inversión.....	158
Las formas semifuerte y fuerte de la hipótesis del mercado eficiente (EMH)	164

Tercera parte

LA NUEVA TECNOLOGÍA DE LA INVERSIÓN

8. UNOS ZAPATOS DE PASEO NUEVOS: LA TEORÍA MODERNA DE CARTERA	169
La función del riesgo	170
Definición del riesgo: La dispersión de los rendimientos.....	170
Ejemplo: El rendimiento esperado y la varianza: medidas de recompensa y de riesgo	171
Documentación del riesgo: Un estudio a largo plazo.....	174
La reducción del riesgo: La moderna teoría de cartera (MPT).....	175
La diversificación en la práctica.....	179
9. LA RECOMPENSA POR AUMENTAR EL RIESGO	187
Beta y el riesgo sistemático	188
El modelo de valoración de activos financieros (CAPM).....	190
Miremos el expediente	195
Valoración de las pruebas	197
La búsqueda del cuanti para obtener mejores medidas del riesgo: La teoría de valoración por arbitraje	199
El modelo de tres factores de Fama y French.....	201
Una explicación multifactorial de los precios de las acciones..	201
Recapitulación.....	202
10. FINANZAS CONDUCTISTAS	205
El comportamiento irracional de los inversores particulares...	207
Exceso de confianza	207
Opiniones sesgadas	210
Comportamiento de rebaño.....	213

Aversión a las pérdidas.....	216
Orgullo y arrepentimiento.....	218
Las finanzas conductistas y el ahorro	219
Los límites del arbitraje	220
¿Qué pueden aprender los inversores de las finanzas conductistas?	223
1. No siga al rebaño	224
2. Evite el exceso de transacciones.....	226
3. Si negocia: venda perdedores, no ganadores.....	227
4. Otros trucos tontos de los inversores	227
¿Enseñan las finanzas conductistas a ganar al mercado?.....	229
11. NUEVOS MÉTODOS DE FORMACIÓN DE UNA CARTERA DE INVERSIÓN: «SMART BETA», «PARIDAD DE RIESGO» E «INVERSIÓN BAJO CRITERIOS ASG».....	231
¿Qué es «smart beta»?.....	231
Cuatro condimentos sabrosos con sus pros y sus contras.....	233
1. El valor vencerá.....	233
2. Lo pequeño es mejor	235
3. Hay cierta inercia en el mercado.....	237
4. Las acciones con una beta baja tienen tanta rentabilidad como las acciones con una beta elevada	238
5. Otros factores.....	238
¿Qué podría salir mal?.....	238
Estrategias factoriales combinadas	240
Los fondos combinados en la práctica	241
Dimensional Fund Advisors (DFA).....	241
Research Affiliates Fundamental Index™ (RAFI).....	242
Goldman Sachs Active Beta ETF	243
Carteras de ponderación equitativa.....	243
Consecuencias para los inversores	244
Paridad de riesgo	245
La técnica de paridad de riesgo.....	246
Los bonos seguros también pueden ofrecer oportunidades de utilizar técnicas de paridad de riesgo	247
Comparación de la paridad de riesgo y una cartera 60/40 tradicional.....	248
El All Weather Fund de Bridgewater.....	250
¿Qué podría salir mal?.....	250
La inversión bajo criterios ASG	252
Comentarios finales	255

Cuarta parte
UNA GUÍA PRÁCTICA PARA PASEANTES ALEATORIOS
Y OTROS INVERSORES

12. MANUAL DE MANTENIMIENTO PARA LOS PASEANTES ALEATORIOS Y OTROS INVERSORES.....	259
Ejercicio 1: Reúna las provisiones necesarias	259
Ejercicio 2: Que no le cojan con las manos vacías. Protéjase a sí mismo con recursos en efectivo y seguros	261
Reservas en efectivo	262
Seguros	262
Anualidades variables aplazadas	263
Ejercicio 3: Sea competitivo; haga que el rendimiento de sus reservas de capital en efectivo se mantenga al ritmo de la inflación	264
Los fondos de inversión en activos del mercado monetario (fondos monetarios).....	264
Certificados de depósito bancarios (CD).....	265
Bancos de Internet	265
Letras del Tesoro.....	266
Fondos del mercado monetario libres de impuestos	266
Ejercicio 4: Aprenda a esquivar a Hacienda.....	267
Cuentas individuales de jubilación	267
Roth IRA.....	269
Planes de pensiones.....	269
Ahorrar para la universidad: diga 529.....	270
Ejercicio 5: Compruebe que el zapato le quede bien. Conozca los objetivos de su inversión	271
Ejercicio 6: Comience el paseo desde su casa; el alquiler lleva a unos músculos de inversión flácidos.....	277
Ejercicio 7: Dese una vuelta para investigar por el país de los bonos	279
Los bonos cupón cero pueden ser útiles para financiar obligaciones futuras	279
Los fondos de inversión en bonos sin pago de comisiones pueden ser un medio adecuado para los inversores particulares	280
Los bonos exentos de impuestos son útiles para los inversores de los grupos impositivos altos	281
Bonos indexados según la inflación (TIPS)	283
Bonos I del Tesoro estadounidense: la mejor alternativa para particulares	284

¿Debería ser usted partidario del mercado de los bonos basura?.....	284
Bonos extranjeros	285
Ejercicio 7: En épocas de recesión, utilice alternativas a los bonos en una cartera diversificada de bonos	286
Ejercicio 8: Vaya de puntillas sobre los campos de oro, objetos coleccionables y otras inversiones.....	286
Ejercicio 9: Recuerde que los costes de las comisiones no son aleatorios; unos son más baratos que otros	288
Ejercicio 10: Evite simas y escollos. Diversifique los pasos de su inversión	289
Una última revisión	290
13. LA CARRERA FINANCIERA CON HÁNDICAP: UN MANUAL PARA COMPRENDER Y PROYECTAR LOS RENDIMIENTOS DE BONOS Y ACCIONES	291
¿Qué determina los rendimientos de los bonos y las acciones?	291
Cuatro épocas en la rentabilidad del mercado financiero	295
Época I. ^a : La edad del bienestar	296
Época II. ^a : La edad de la angustia	297
Época III. ^a : La edad de la exuberancia	301
Época IV. ^a : La edad del desencanto	303
Los mercados entre 2009 y 2022	304
Arriesgando rentabilidades futuras.....	304
14. UNA GUÍA DE INVERSIÓN SIGUIENDO EL CICLO VITAL	309
Cinco principios de distribución de activos.....	310
1. El riesgo y la recompensa están relacionados	310
2. El riesgo real de la inversión en acciones y en bonos depende del tiempo que mantenga la inversión.....	311
3. La compra en cantidades iguales de dinero puede re- bajar los riesgos de invertir en acciones y en bonos ...	314
4. El reequilibrado puede reducir el riesgo y, en deter- minadas circunstancias, aumentar la rentabilidad de la inversión	318
5. La diferencia entre su actitud hacia el riesgo y su ca- pacidad para asumirlo.....	319
Tres consejos para ajustar la guía de inversión siguiendo el ciclo vital	321
1. Necesidades específicas requieren activos específicos exclusivos	321
2. Reconozca su tolerancia al riesgo.....	321

3. El ahorro constante en cantidades regulares, aunque sean pequeñas, merece la pena.....	322
Guía de inversión según el ciclo vital	323
Fondos de ciclo vital (con fecha límite).....	326
Gestión de inversiones en la jubilación	327
Preparación inadecuada para la jubilación	327
Invertir en ahorros para la jubilación.....	328
Seguro de rentas.....	328
El método «Hágalo usted mismo»	331
15. TRES PASOS DE GIGANTE POR WALL STREET	335
El paso del que no piensa: Invertir en fondos índice	336
La solución de los fondos índice: Recapitulación	337
Una definición más amplia de indexación	340
Una cartera con fondos índice específicos	342
ETF e impuestos	343
El paso «Hágalo usted mismo»: Reglas potencialmente útiles para la elección de valores.....	346
El paso del sustituto: Contrate a un paseante profesional de Wall Street	349
Los asesores de inversiones, convencionales y automatizados	350
Unas reflexiones finales sobre nuestro paseo	354
Un último ejemplo.....	356
EPÍLOGO	359
ÍNDICE ANALÍTICO	363

AGRADECIMIENTOS

Estoy especialmente agradecido a las numerosas personas que me proporcionaron los datos necesarios para actualizar los análisis empíricos que justifican las recomendaciones de este libro. Hoy, cincuenta años después de la primera edición de *Un paseo aleatorio por Wall Street*, mantengo con más fuerza si cabe la tesis original. La información recogida durante medio siglo de experiencia en inversión respalda sin duda la opinión de que el indexado de mercado amplio es una estrategia óptima para la gestión de patrimonios.

Mi deuda de gratitud con todos aquellos mencionados en las ediciones anteriores es profunda. Asimismo, tengo que mencionar a una serie de personas que me ayudaron con su contribución especial a esta edición de aniversario. Kristen Perleberg, del Leuthold Group, proporcionó los cálculos actualizados que explican los patrones históricos de rentabilidad de los valores. Larry Swedroe compartió sus datos sobre la estructura factorial del rendimiento de los valores y los resultados históricos al considerar explícitamente los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza. Jeremy Schwartz y Jeremy Siegel actualizaron sus cálculos sobre la rentabilidad de las acciones a largo plazo. Scott Donaldson aportó estimaciones recientes sobre rendimientos anuales.

Andrew Shuman, del Vanguard Group, recabó datos sobre fondos de inversión subyacentes a los cálculos de muchos de los gráficos y simulaciones que respaldan las recomendaciones de estas páginas. Shazra Raza, mi ayudante de posgrado en Princeton, también participó en la investigación. James Lange contribuyó de formas muy diversas a esta edición de aniversario.

Mi asociación con W. W. Norton sigue siendo una colaboración espléndida y agradezco a Brendan Curry y a Caroline Adams su indispensable ayuda para la publicación de esta edición.

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

Burton G. Malkiel
Universidad de Princeton
Julio de 2022

INTRODUCCIÓN A LA EDICIÓN DEL 50.º ANIVERSARIO

Ya hace cincuenta años desde que se publicó la primera edición de *Un paseo aleatorio por Wall Street*. El mensaje de la edición original era muy sencillo: los inversores tendrían más ganancias comprando y manteniendo un fondo de inversión de índices bursátiles diversificados que intentando comprar y vender valores individuales o fondos de inversión gestionados por profesionales. Afirmé con atrevimiento que cualquier información que afectara a las perspectivas de las empresas se reflejaría rápidamente en el precio de sus acciones. En esas circunstancias, un chimpancé con los ojos vendados que lanzara dardos sobre las listas de cotizaciones bursátiles de un periódico podría seleccionar una cartera de valores tan buena como la elegida por los expertos. Naturalmente, el consejo no era que se lanzaran los dardos literalmente. La analogía más adecuada sería lanzar una toalla sobre las listas de cotizaciones y comprar y mantener todas las acciones en una media amplia del mercado de valores. Una cartera de ese tipo tenía todas las posibilidades de superar a los fondos gestionados por profesionales cuyas comisiones, elevados gastos operativos y sus consecuencias fiscales reducen la rentabilidad de la inversión.

Cincuenta años después, mantengo con más fuerza la tesis original, y puedo demostrarlo con cantidades de siete cifras. Un inversor con 10.000 dólares a comienzos de 1977 (cuando aparecieron los fondos índice) tendría una cartera por valor de 2.143.500 dólares a principios de 2022, suponiendo que hubiera reinvertido todos los dividendos. Un segundo inversor que hubiera comprado acciones en un fondo gestionado profesionalmente habría visto crecer su inversión hasta 1.477.033 dólares. La diferencia es abismal. A 1 de enero de 2022, el inversor del índice tenía 666.467 dólares más, nada menos que dos terceras partes de un millón de dólares.

Hoy en día, existe una amplia aceptación de la idea de que la inversión en índices bursátiles es una estrategia de inversión óptima. Más de la mitad

del dinero invertido actualmente en fondos de inversión lo está en fondos de índices bursátiles. Y muchos más billones lo están en fondos índice cotizados (ETF, fondos índice que se negocian en el mercado de valores). Pero al principio, todos se burlaron de la idea de que los inversores deberían comprar fondos de índices bursátiles considerándola una tontería y una imprudencia.

Decir que *Un paseo aleatorio* no tuvo una respuesta inicial positiva sería quedarse corto. Un profesional de la bolsa hizo una crítica de la primera edición en *BusinessWeek* y la puso por los suelos. El crítico pensaba que las ideas presentadas eran ingenuas en el mejor de los casos, por no decir imprudentes. No llegaba a comprender por qué se iban a conformar los inversores con una «mediocridad garantizada». Otros críticos describieron la idea de que nuestros mercados financieros fueran bastante eficientes como «uno de los errores más clamorosos en la historia del pensamiento económico».

Afortunadamente, nada de ello me disuadió. Supuse que si nadie detesta lo que has escrito, quizás es porque no has publicado nada que merezca la pena. Las críticas siempre pueden evitarse no diciendo ni haciendo nada.

Tres años después de la publicación del libro, Jack Bogle, presidente de Vanguard Group, presentó el primer fondo índice a disposición del público. La recepción del «Primer fondo índice» no fue mucho mejor que la del *Paseo aleatorio*. Vanguard comenzó este nuevo fondo con la contratación de una serie de banqueros de inversiones de Wall Street para vender 250 millones de dólares en acciones. Los banqueros sólo pudieron encontrar compradores para 11 millones de dólares. Aunque Vanguard estaba dispuesto a vender más acciones del fondo sin comisiones, había pocos compradores. Yo solía decirle en broma a Jack Bogle que éramos los únicos accionistas. El fondo fue considerado abiertamente un fracaso. Se dijo que era «una locura de Bogle», que estaba «condenado al fracaso», e incluso que era «anti-americano». Durante muchos años el fondo índice atrajo poco capital. Ni siquiera un optimista respecto al indexado como Jack habría imaginado que los fondos índice terminarían atrayendo billones de dólares en inversiones.

En estas páginas los lectores encontrarán un amplio apoyo a la idea de que los mercados reflejan las noticias sin demora y son muy eficientes. Además, las pruebas convincentes acumuladas a lo largo de los años deberían convertir a los escépticos en creyentes de las premisas que he defendido. Más importante aún, el libro siempre se ha presentado como una guía de inversión completa y el uso práctico de estas ideas se explica claramente. Pero antes de empezar, quiero decir de la forma más sencilla posible qué significa el término «mercados eficientes» y cómo se malinterpreta a menudo en la prensa. También quiero dejar claros los argumentos lógicos en defensa de los fondos índice como inversión básica para cualquiera que ahorre para jubilarse con tranquilidad o para lograr seguridad financiera.

La teoría que sustenta la opinión de que los fondos indexados son la mejor forma de invertir el núcleo de una cartera lleva el imaginativo título de «la hipótesis del mercado eficiente» o EMH. Albert Einstein dijo que «si no puedes explicar las hipótesis y teorías a un niño de seis años, es que tú tampoco las entiendes». Así pues, esta es mi sencilla explicación de la teoría.

Dos postulados fundamentales constituyen la hipótesis del mercado eficiente. La hipótesis del mercado eficiente sostiene en primer lugar que la información pública se refleja casi de inmediato en los precios de las acciones. La información que podría afectar positiva (o negativamente) al precio futuro de cualquier instrumento financiero se reflejará en el precio actual de las acciones. Si una empresa farmacéutica que ahora cotiza a 20 dólares por acción recibe la autorización para un nuevo medicamento que le proporcionará a la empresa un valor de 40 dólares por acción mañana, el precio de la acción subirá a 40 dólares de inmediato, no lentamente a lo largo del tiempo. Dado que cualquier compra de acciones a un precio inferior a los 40 dólares producirá un beneficio instantáneo, podemos esperar que los participantes en el mercado hagan subir el precio hasta los 40 dólares sin dilación.

Por supuesto, es posible que el efecto completo de la nueva información no sea inmediatamente obvio para los participantes en el mercado. Algunos pueden subestimar en gran medida la importancia del medicamento, pero otros pueden sobrevalorarla exageradamente. Por consiguiente, los mercados pueden restar o exagerar la importancia de las noticias. La pandemia de COVID-19 es un ejemplo excelente de cómo el sentimiento de los inversores y la dificultad para predecir el alcance y la gravedad del trastorno económico resultante pueden intensificar la volatilidad del mercado. Sin embargo, no está nada claro que la sistemática ausencia de reacción o una reacción exagerada presente una oportunidad para que los inversores en bolsa consigan beneficios extraordinarios. Es este aspecto de la hipótesis del mercado eficiente el que lleva a un segundo postulado que, en mi opinión, es el más importante. En un mercado eficiente, no existe la posibilidad de obtener beneficios extraordinarios sin asumir riesgos extraordinarios.

Esta falta de oportunidades para conseguir beneficios extraordinarios se suele explicar con la historia del profesor de finanzas seguidor de la hipótesis del mercado eficiente que pasea con un alumno. El alumno ve un billete de 100 dólares y se para a recogerlo. «No te molestes», dice el profesor, «si realmente fuera un billete de 100 dólares, ya no estaría ahí». Quizás en una versión menos radical de la historia el consejo del profesor de finanzas sería «mejor recoge deprisa ese billete porque no va a durar mucho ahí». En un mercado eficiente, la competencia garantizará que no persistan las oportunidades de un beneficio extraordinario ajustado al riesgo.

La hipótesis del mercado eficiente no implica que los precios vayan a ser siempre «correctos» ni que todos los participantes sean siempre racionales. Hay sobradas pruebas de que muchos (incluso la mayoría) de los participan-

tes en el mercado no son nada racionales y proceden sistemáticamente de manera sesgada cuando procesan la información y en sus tendencias de negociación. Pero incluso si los precios los determinaran siempre unos inversores racionales, los precios (que dependen de unas previsiones imperfectas), no pueden ser nunca «correctos». Son «incorrectos» todo el tiempo. La hipótesis del mercado eficiente supone que no podemos estar nunca seguros de si los precios son demasiado altos o demasiado bajos.

Y cualquier beneficio atribuible a unas opiniones que son más exactas que el consenso del mercado no supondrá oportunidades de rentabilidades extraordinarias sin asumir muchos más riesgos de los que supondría comprar un fondo índice diversificado.

Sé muy bien que los mercados de valores pueden cometer errores mayúsculos. En enero de 2021, una horda enloquecida de inversores de Internet disparó el precio de GameStop desde 15 dólares por acción hasta casi 500 para volver a aterrizar en febrero. Todo el mercado alcanzó niveles de valoración sin precedentes a principios del año 2000. En el periodo subsiguiente, los líderes del alza cayeron un 90 por ciento o más. Pero incluso esta burbuja espectacular (considerada «una prueba contundente» contra la hipótesis del mercado eficiente) no ofreció ninguna vía fácil hacia un exceso de beneficios.

Nadie podría haber adivinado hasta qué punto la burbuja crecería ni cuándo iba a estallar. En 1996, los precios de las acciones y las relaciones de valoración ya habían subido a niveles extraordinarios. Los múltiples precio-beneficio estaban por las nubes. Esto indujo al presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, a pronunciar su famoso discurso en el que dijo que la bolsa estaba en niveles de burbuja y que los inversores mostraban una «exuberancia irracional». El mercado de valores se recuperó en los cuatro años siguientes y los inversores a largo plazo que compraron acciones tras el discurso obtuvieron unas rentabilidades generosas.

Ahora sabemos (en retrospectiva) que los precios del mercado estaban en niveles máximos de la burbuja a principios del año 2000. Pero nadie predijo exactamente el momento de la burbuja. De hecho, hay pruebas fehacientes de que tanto los inversores particulares como los institucionales que intentan anticiparse al mercado se equivocan siempre. Compran cuando los precios están más altos y reina el optimismo y venden cuando los precios están por los suelos y el pesimismo es galopante. Si bien algunos inversores consiguieron mayores rendimientos en ciertos periodos tomando decisiones más acertadas que el consenso del mercado, dichos beneficios no representaron posibilidades de arbitraje no aprovechadas para conseguir rendimientos extraordinarios sin riesgo. Esas transacciones fueron enormemente arriesgadas y muchos de los que apostaron contra el mercado acabaron arruinados. Incluso algunos fondos especulativos que apostaron contra GameStop, cuando estaba a niveles estratosféricos, sufrieron pérdidas que los llevaron a la quiebra.

La idea de que los mercados pueden procesar las noticias a una velocidad razonable y sin demora va asociada a la opinión de que los precios de las acciones se comportan a lo largo del tiempo de una forma similar a un paseo aleatorio. El término «paseo aleatorio» es un concepto matemático que supone que el siguiente número en una secuencia numérica es independiente del número anterior e impredecible. Parece ser que el término se utilizó por primera vez en un intercambio de correspondencia publicado en la revista *Nature* en 1905. El asunto de la correspondencia fue la búsqueda del procedimiento óptimo para encontrar a un borracho a quien hubieran dejado en medio de un campo. La respuesta era bastante compleja, pero el lugar donde empezar era simplemente allí donde le hubieran dejado porque, de haberse movido, habría ido dando tumbos de una forma aleatoria e impredecible.

De igual modo, si los precios de la bolsa incorporaran íntegramente la información y las expectativas de todos los participantes en el mercado, entonces los cambios en los precios deberían ser aleatorios. Por supuesto, los precios cambiarán a medida que el mercado conozca la información, pero las noticias de verdad son aleatorias, no se pueden predecir a partir de acontecimientos. Así pues, en un mercado eficiente desde el punto de vista informativo, los cambios de los precios no se pueden prever. Los movimientos aleatorios de los precios no significan que el mercado de valores sea caprichoso. La aleatoriedad indica un mercado eficiente y que funciona bien, en lugar de uno irracional.

Si los precios reflejan razonablemente toda la información conocida, hasta los inversores desinformados que compran una cartera diversificada según el cuadro de precios dado por el mercado obtendrán una tasa de rentabilidad tan generosa como la que hayan conseguido los expertos.

Naturalmente, es posible que el mercado bursátil no consiga reflejar en su totalidad algunos acontecimientos. Además, las fluctuaciones diarias de los precios pueden alejarse de la aleatoriedad en algunos casos. Por lo tanto, probablemente sea útil pensar en el mercado de valores en términos de eficiencia «relativa» en vez de absoluta. Andrew Lo, un economista del MIT, sugiere que pocos ingenieros se plantearían comprobar si un determinado motor es perfectamente eficiente. En cambio, intentarían medir la eficiencia del motor respecto a un ideal sin fricción. Asimismo, es poco realista exigir que los mercados financieros sean perfectamente eficientes para aceptar la hipótesis del mercado eficiente. Pero yo creo que los mercados hacen un excelente trabajo al incorporar la información en los precios de las acciones y que nuestros mercados son sumamente eficientes. Las pruebas de que los fondos índice de bajo coste no producen rendimientos mediocres son irrefutables. Los fondos índice proporcionan a los inversores unas rentabilidades un punto porcentual por encima de las que ofrecen el promedio de los fondos de inversión gestionados activamente.

La locura ocasional en los precios del mercado hace que a mucha gente le resulte difícil aceptar la hipótesis del mercado eficiente (incluso la eficiencia relativa). Pero incluso los no creyentes deberían adoptar los fondos índice como inversiones de cartera óptimas. Los fondos índice deberían seguir teniendo mejores rendimientos que los fondos gestionados activamente, aun si los mercados son ineficientes.

Consideremos el siguiente silogismo. Es indiscutible que todas las acciones de un mercado pertenecen a alguien. Todas las acciones del mercado estadounidense pertenecen a particulares o a instituciones. Así pues, el conjunto de inversores obtendrá una rentabilidad bruta igual al rendimiento del mercado de valores. Los fondos índice, como grupo, al tener todas las acciones del mercado, también obtendrán el rendimiento del mercado. Entonces, lógicamente, todos los demás inversores que gestionan activamente sus carteras también obtendrán la rentabilidad bruta del mercado porque las acciones a su disposición serán una parte de toda la cartera del mercado.

La competencia ha hecho que, actualmente, los gastos que facturan los fondos índice sean prácticamente nulos. Por otra parte, los inversores en fondos gestionados activamente tendrán que pagar una comisión cercana al 1 por ciento anual (el promedio de gastos que se cobra a los inversores en fondos activos). Es decir, el inversor del fondo índice obtendrá una rentabilidad neta que por término medio es casi un punto porcentual mayor que la del inversor del fondo activo. Y esta diferencia ni siquiera tiene en cuenta que los fondos índice (que no cambian de un valor a otro) tendrán menos costes de transacción y pagarán menos impuestos.

En mi opinión, la prueba más convincente de que los mercados bursátiles son extremadamente eficientes es que es muy difícil superarlos. Si los mercados estuvieran en general determinados por inversores irracionales y si fuera fácil identificar modelos predecibles en el rendimiento de los valores o errores aprovechables en sus precios, entonces los gestores profesionales deberían ser capaces de superar al mercado. Más adelante demostraré lo mal que lo hacen los gestores activos de fondos. Aquí señalaré que, cada año, aproximadamente dos tercios de carteras de acciones gestionadas profesionalmente tienen peores resultados que un simple fondo índice. Y esas carteras que componen el tercio que supera al mercado un determinado año normalmente no son las que lo superan al año siguiente. Así pues, cuando se observa el rendimiento durante diez y quince años de los fondos de inversión gestionados activamente, resulta que el 90 por ciento de los mismos tienen un peor comportamiento que el mercado. No es que sea imposible superarlo. Pero encontrar al mejor seleccionador es como buscar una aguja en un pajar. Si se intenta elegir la estrella del futuro es mucho más probable obtener un resultado inferior al de un simple fondo indexado. Sólo porque algún gestor superó al mercado el año pasado o en la década anterior, esto no significa que lo repita en la próxima. La contabilización directa de los

beneficios reales obtenidos por los profesionales, quienes reciben sustanciosos incentivos para superar al mercado, son la prueba más fehaciente de la eficiencia del mercado. Como dice la conocida máxima de Wall Street: «Cuando estás seguro de tener las llaves para superar al mercado, cambian las cerraduras».

Si el mensaje básico del libro —que los mercados son eficientes y que el indexado es la mejor estrategia para los inversores— es correcto, entonces ¿por qué se han hecho trece ediciones durante sus cincuenta años de historia? La respuesta es que ha habido cambios enormes en los instrumentos financieros a disposición del público y que las pruebas acumuladas han respaldado firmemente las estrategias de inversión que he recomendado. Los fondos indexados ni siquiera existían cuando se publicó por primera vez el libro. Un libro que pretende ser una guía de inversión completa para inversores particulares tiene que estar actualizado para abarcar toda la gama de productos disponibles. Además, los inversores pueden beneficiarse del análisis crítico de la ingente cantidad de información suministrada por los investigadores académicos y los profesionales del mercado —haciéndola comprensible en un estilo que todos aquellos interesados en la inversión puedan comprender. Ha habido tantas quejas desconcertantes sobre la bolsa que es importante tener un libro que deje las cosas claras.

Durante los últimos cincuenta años nos hemos acostumbrado a aceptar los rápidos cambios tecnológicos en nuestro entorno físico. Ahora es más probable que disfrutemos de una película o un videojuego en casa mediante los servicios de *streaming* en vez de ir al cine o comprar un disco. Seguimos reuniéndonos y socializando de forma virtual aunque la pandemia de COVID-19 haya amainado. Leemos cada vez más los periódicos por Internet. Los nuevos avances en medicina han afectado materialmente nuestra calidad de vida. Los vehículos eléctricos y autónomos ya no son terreno de la ciencia ficción. Nuestra capacidad para aprender ha avanzado gracias a la inteligencia artificial y la tecnología de la nube ha permitido a las empresas acelerar la innovación, incrementar su agilidad para hacer negocios y reducir costes. Las innovaciones financieras han sido igualmente rápidas durante el mismo periodo. En 1973, cuando apareció la primera edición de este libro, no existían los fondos de inversión de mercado monetario, ni las cuentas NOW, ni los cajeros automáticos, ni los fondos de inversión sobre índices bursátiles, ni los fondos de inversión sobre activos exentos de impuestos, ni los fondos de mercados emergentes, ni los fondos de ciclo de vida, ni los pagarés a interés variable, ni la volatilidad de derivados, ni los valores protegidos contra la inflación, ni las sociedades mercantiles especializadas en inversión inmobiliaria (REIT), ni los valores garantizados con activos, ni los planes de jubilación individuales (IRA), ni los planes de ahorro 529 para la universidad, ni los bonos cupón cero, ni los futuros y opciones financieras y sobre productos, ni las nuevas técnicas de contratación, por