

Trillions (Billones)

Posted on 27 de octubre de 2021 by José Antonio y Miguel Ángel Herce

«Estoy seguro de que, en casi todos los casos, los gestores … eran gente honesta e inteligente. Pero los resultados para sus inversores fueron pésimos –verdaderamente pésimos»Warren Buffett, en su carta a los inversores de Berkshire Hathaway incluida en el Informe Anual de 2017, https://www.berkshirehathaway.com/2017ar/2017ar.pdf, página 25..

Prolegómenos: Warren Buffett

Las reuniones anuales de los accionistas de Berkshire Hathaway (BH), el *holding* de inversiones del legendario Warren Buffett, son desde hace décadas acontecimientos multitudinarios en que decenas de miles de personas acuden a escuchar al «Oráculo de Omaha», quien deleita a sus incondicionales seguidores con su sabiduría, su buen humor y su habilidad tocando el ukelele. La cita de Warren Buffett (quien a sus 91 años sigue presidiendo BH) con que comenzamos nuestra entrada de hoy es parte del comentario que hizo en el informe anual de BH del año 2017 sobre el resultado de una apuesta que el mismo Mr. Buffett había lanzado en 2006: Un millón de dólares apostando que un fondo pasivo de inversión (*index fund*) obtendría mayor rentabilidad que un fondo de inversión activamente gestionado (en este caso, un fondo de fondos conocidos como *hedge funds* o fondos de cobertura) al cabo de diez años del comienzo de la apuesta.

Un gestor de fondos de cobertura (Ted Seides, de *Protégé Partners*) aceptó la apuesta en el verano de 2007 y las dos inversiones en competencia comenzaron la cuenta atrás el primero de enero de 2008Tanto Warren Buffett como Ted Seides designaron organizaciones de voluntarios (ONGs) para recibir el monto de la cantidad apostada que al final ascendió a 2,2 millones de dólares. La forma en que estableció la apuesta, por medio de la organización Long Bets, aupada por Jeff Bezos (sí, Jeff Bezos), y la narración de cómo evolucionó durante los diez años siguientes, está descrita de forma apasionante en https://medium.com/the-long-now-foundation/how-warren-buffett-won-his-multi-million-dollar-long-bet-3af05cf4a42d. La historia de la organización Long Bets, que proporciona una plataforma para la ejecución de apuestas en que los ganadores donan sus ingresos a ONGs, siempre bajo la luz del día y con plena transparencia, es admirable y de enorme interés en sí misma..

La apuesta de Warren Buffet epitomiza la batalla que lleva décadas, más de cincuenta años, desarrollándose entre los fondos pasivos de inversión y los fondos de inversión activamente gestionados, entre los que se encuentran los fondos de cobertura. Mientras los fondos pasivos de inversión imitan ciegamente y, por lo tanto, con un coste mínimo la composición del índice de referencia (por ejemplo, el S&P 500), los fondos de cobertura están diseñados para no perder dinero, e incluso ganarlo, cuando los mercados financieros van a la baja y para ganar dinero, aunque no sea tanto como la inversión de referencia, cuando los mercados están en alza. Como consecuencia de esta estrategia, los fondos de cobertura requieren gestión constante… y cara. Muy cara.

Antes del comienzo de la apuesta, Warren Buffett estimó en un 60% la probabilidad de ganarla. Por su parte Ted Seides estimaba que su fondo de fondos (cinco fondos de cobertura expuestos, en su conjunto, a unos cien fondos, todos ellos activamente gestionados) ganaría la apuesta con una probabilidad del 85%. Se mascaba la tragedia.

Y tragedia pudo llegar a ser, para Mr. Buffett. El 15 de septiembre de 2008, a los ocho meses y medio del comienzo de la apuesta, quebró la empresa Lehman Brothers y los mercados financieros, que ya venían quejándose por más de un año, perdieron el norte y el suelo y se acabó la diversión. No fue hasta marzo de 2009 cuando la bolsa americana tocó fondo y comenzó una recuperación que dura hasta hoy, a pesar de los violentos giros de marzo del año pasadoEl máximo del índice S&P 500 (sin dividendos) previo a la debacle de 2008 se produjo el 9 de octubre de 2007 (con un nivel de 1565,15) y no se superó hasta el 28 de marzo de 2013, cinco años y medio después (con un nivel de 1569,19). Desde entonces, se han producido 330 máximos sucesivos hasta el 22 de octubre pasado, es decir un 15,3% de las 2.160 sesiones diarias de bolsa entre el 28 de marzo de 2013 y el 22 de octubre de 2021, en que el índice cerró la sesión con un nivel de 4544,90.. Si hay un escenario en que los

fondos de cobertura demuestran su razón de ser y podrían merecerse las elevadas comisiones que cobran, este es la carnicería bursátil que se produjo a finales de 2008 y principios de 2009. Y durante los cuatro primeros años de la apuesta la inversión de Mr. Buffet obtuvo menor rendimiento acumulado que la de Mr. Seides, aunque aquella comenzó a acortar distancias con esta tras el primer y desastroso año de 2008. A finales de 2013, un año espectacular para el índice S&P 500, la inversión de Mr. Buffett había obtenido una tasa de retorno acumulada del 43,8% mientras que la de Mr. Seides tan solo había logrado un 12,9%.

Cuando la apuesta terminó el 31 de diciembre de 2017, Warren Buffet había obtenido un beneficio total del 125,8% (o un 8,49% de promedio anual) y Ted Seides tuvo que conformarse con un beneficio total del 36,3% (o un 3,14% de promedio anual). *Not even close*!

La diferencia entre una tasa anual del 8,5% y otra del 3,1% es un 5,4% anual. En los años de la apuesta, la comisión media de un fondo activo de renta variable en los Estados Unidos no llegaba al 1% anual. Los fondos de cobertura tenían comisiones más elevadas, entre el 2% y el 2,5%. De forma que no tenemos otro remedio que concluir, admirado gemelo, que más de la mitad del 5,4% de diferencia entre los rendimientos obtenidos por Warren Buffet y los obtenidos por Ted Seides se debe a un activismo gestor que puede llegar a ser perjudicial para los inversores y no solamente por las comisiones elevadas. Lo pondremos en inglés, que suena más civilizado: *feels like adding insult to injury*Esta expresión, que podría traducirse como «insultar además de dañar», denota una acción que empeora una mala situación creada por una acción anterior. En español la expresión «llueve sobre mojado» se queda corta..

Warren Buffet es, con todo mérito, uno de nuestros héroes en el Parnaso de la inversión y no solo por su prodigiosa trayectoria profesional durante décadas sino también por el optimismo e inteligencia con que ha brindado su sabiduría a quien quisiera recibirla, y por la humildad y falta de pretensiones con que vive su vida en Omaha, la capital del estado de Nebraska, una ciudad, como tantísimas otras en los Estados Unidos, que de estar en España se situaría en esa inmensidad que dicen que está vacía.

Lo fascinante de la historia que acabamos de resumir es que un inversor *activo* como es Warren Buffett –pocos hacen sus deberes como él– ganó una apuesta a un gestor de fondos (súper)activos por medio de un fondo *pasivo* de inversión. Y todavía más fascinante es la historia de uno de los creadores de los fondos pasivos de inversión, quizás el más carismático de todos ellos.

Acto I: El campo de batalla

El fondo pasivo de inversión que Warren Buffett escogió para llevar a cabo su apuesta fue el Fondo S&P 500 ofrecido por Vanguard, el gigante financiero creado por John (Jack) Bogle en 1975. La lógica y mecánica que subyacen tras un fondo pasivo son sencillas de entender. En el caso de un fondo que imita al índice S&P 500 –que aglutina a las quinientas empresas de mayor capitalización en los Estados Unidos– el fondo pasivo mantiene en todo momento la misma composición con la que se construye el índice de referencia, de forma que compra y vende las acciones subyacentes para mantener dicha composición a medida que los precios de los valores individuales van cambiando. Dado que la estrategia de inversión apenas requiere más análisis que descargar (en línea) la composición del índice de referencia, quien invierta en el fondo obtendrá rendimientos muy parecidos a los representados por la evolución de dicho índice, excepto una pequeña comisión anual que cubre los costes de administrar la empresa de gestión de carteras.

Pero si la lógica y la mecánica de los fondos pasivos de inversión están al alcance de cualquier ciudadano educado en una sociedad avanzada, la historia de su nacimiento y desarrollo, hasta llegar a la cima que hoy ocupan en el sistema financiero moderno es una historia llena de ideas fundamentales en economía financiera (reconocidas con varios premios Nobel) y avances radicales en la obtención y manipulación de datos. Y es sobre todo una historia, que hoy sigue viva, de inversores visionarios en oposición a una industria visceralmente opuesta a permitir la invasión de *sans-coulottes* financieros como en su día fue Jack BogleEsta sección de nuestra entrada se beneficia de la extraordinaria narración de Robin Wigglesworth, corresponsal de finanzas globales del Financial Times, en su muy reciente libro Trillions: How a Band of Wall Street Renegades Invented de Index Fund and Changed Finance Forever, Portfolio/Penguin, 2021. Del título de este libro, tomamos prestada la palabra, en inglés americano, trillions que en España significa billones.. Vayamos por partes.

Las ideas de economía financiera a que nos referimos tienen su origen la tesis doctoral que el matemático francés Louis Bachelier defendió en 1900, con el título de La Teoría de la Especulación, en la que Bachelier aplica el cálculo de probabilidades a los movimientos de los precios de las acciones, con la conclusión que la tasa de rendimiento de una acción bursátil parece seguir un proceso aleatorio y, por lo tanto, impredecible.

Años más tarde, en 1954, el premio Nobel en economía (en 1970, el primero individual tras su establecimiento en 1969) Paul Samuelson, daría a conocer a la profesión la significación de las ideas de Bachelier al traducir al inglés la tesis doctoral de estePaul Samuelson había recibido una postal del genial estadístico Leonard Jimmie Savage en que este notificaba a

aquel su descubrimiento de la obra de Bachelier en la biblioteca de la universidad de Chicago. El mismo Samuelson publicó en 1963 un artículo muy influyente con el definitivo título, Proof that Properly Ancicipated Prices Fluctuate Randomly: https://www.ifa.com/media/images/pdf%20files/samuelson-proof.pdf.. Al mismo tiempo y durante los años 60 del pasado siglo, tres galardonados con el premio Nobel de economía, Harry Markowitz (en 1990), William Sharpe (en 1990) y Eugene Fama (en 2013), desarrollarían conceptos fundamentales sobre diversificación y selección optima de inversiones que junto con las contribuciones de Bachelier y Samuelson proporcionarían el marco conceptual en el que los fondos pasivos de inversión encontrarían su soporte teórico.

Si el frente académico estaba bien dispuesto, desde 1900, nada menos, para la aparición de las estrategias de inversión pasivas, las oficinas americanas de los *investment trusts* que gestionaban las inversiones de miles de ahorradores individuales, especialmente durante los *roaring twenties*, la eufórica época que sucedió al final de la Primera Guerra Mundial y, no lo olvidemos, a la mal llamada Gripe Española, estaban llenas de autocomplacencia en la capacidad de los financieros que aparentaban poseer conocimientos superiores en cuestión de la selección de inversiones. Estaban llenas de complacencia, es decir, hasta que la debacle de la bolsa de Nueva York en octubre de 1929 creó las condiciones para una reevaluación radical de la supuesta calidad en la selección de inversiones.

El problema al que se enfrentaron los economistas aplicados fue que nadie sabía cual era la rentabilidad a largo plazo de las acciones que se cotizaban en bolsa. Al margen de los precios que se publicaban en la prensa diaria, no existían datos de calidad que permitieran determinar dicha rentabilidad. La sospecha de que los gestores de inversiones tenían gran habilidad para enriquecerse pero no tanta para enriquecer a sus clientes era eso, una sospecha sin confirmar. Un libro de éxito publicado en 1940 llevaba por título, *¿Dónde están los yates de los clientes*? (*Where Are the Customers' Yachts*?)Robin Wigglesworth, Trillions: How a Band of Wall Street Renegades Invented de Index Fund and Changed Finance Forever, Portfolio/Penguin, 2021, página 26..

La elaboración de bases de datos fundamentales para estudiar rigurosamente las propiedades del rendimiento de las acciones a corto y largo plazo y para dirimir la cuestión de si la gestión activa de inversiones producía rendimientos superiores, fue un esfuerzo en que tanto académicos como participantes activos en los mercados de valores colaboraron. Este proceso tuvo dos momentos estelares en los Estados Unidos. El primero, en 1933, fue cuando Alfred Cowles III publicó un estudio en que demostró que los gestores de carteras de inversión difícilmente obtenían mejores rendimientos que el mercado en su conjunto. El mismo Alfred Cowles elaboró, anotando documento tras documento, una base de datos con cuatro años de observaciones basadas en miles de recomendaciones de inversión con

decenas de miles de datos individuales, récords de inversión y transacciones de multitud de compañías de seguros, y cientos de editoriales del *Wall Street Journal*. Los datos fueron procesados por un primitivo computador alimentado con tarjetas perforadas que una empresa prometedora, IBM, estaba desarrollandoRobin Wigglesworth, Trillions: How a Band of Wall Street Renegades Invented de Index Fund and Changed Finance Forever, Portfolio/Penguin, 2021, página 28.. Unos años después, en 1944, Cowles y sus colaboradores publicaron un estudio mucho más amplio, cubriendo un periodo de quince años y obteniendo esencialmente las mismas conclusiones.

El segundo momento estelar en la elaboración de bases de datos adecuadas fue el desarrollo del índice S&P 500 en 1957, con computadores conectados a la cinta continua (*ticker tape*) del *New York Stock Exchange* (NYSE) de manera que la actividad se pudiera medir en tiempo real y de forma continua. En 1962 los datos podían registrarse cada cinco minutos, en 1986 cada quince segundos y hoy, lo que se dice hoy, cada vez que a mi admirado gemelo, a un servidor o a cualquiera de nuestros lectores se nos ocurra buscar en línea.

Paralelamente a estas innovaciones, en 1960, la escuela de administración de empresas de la universidad de Chicago recibió una donación de cincuenta mil dólares para resolver de forma empírica, en el periodo de un año, la pregunta que nadie había respondido hasta entonces: ¿Cuál es el rendimiento de las acciones a largo plazo? El resultado fue la creación del *Center for Research in Security Prices* (CRSP, pronunciado Crisp) y la respuesta fue mejor de lo que nadie se esperaba, aunque llego cuatro años más tarde y doscientos mil dólares por encima del presupuesto inicial: Invirtiendo en las acciones del NYSE y reinvirtiendo los dividendos entre 1926 y 1960, la tasa de rendimiento hubiera sido un 9% anualRobin Wigglesworth, Trillions: How a Band of Wall Street Renegades Invented de Index Fund and Changed Finance Forever, Portfolio/Penguin, 2021, páginas 32, 33. Lo interesante del impulso tras la creación del CRSP es que el regulador de los mercados financieros, la Securities and Exchange Commission (SEC) americana se negó a aprobar, sin evidencia, folletos de Merrill Lynch en que se aseguraba que las acciones eran una inversión superior en el largo plazo..

Una segunda respuesta, que no pasó desapercibida, fue que los entonces existentes fondos activos de inversión no obtenían, en promedio, mejores resultados que las acciones de referencia. Poco después, en 1967, otro estudio empírico, por Michael Jensen, demostró que dichos fondos obtuvieron, en promedio, peores resultados que el mercado en su conjunto entre 1945 y 1964, ¡incluso antes de sustraer las comisiones correspondientes!

Este es el campo de batalla, teórico y empírico a la vez, en el que se crearon los fondos pasivos de inversión. La posibilidad de un fondo pasivo se venía mencionando desde hace tiempo –ya existían algunos tímidos intentos– y la industria de fondos activos de inversión

venía contraatacando. Pero la acumulación de argumentos académicos y empíricos que se venía produciendo, como hemos tratado de resumir, hasta finales de los años 60 del pasado siglo, estaba llegando a un punto sin retorno, en favor de la estrategia de los fondos pasivos de inversión.

Acto II: Jack Bogle

Es en este escenario en el que aparece, por segunda vez, Jack Bogle. La primera, en 1960, fue para defender a la industria, con un artículo titulado *The Case for Mutual Fund Management* (A favor de la gestión de un fondo de inversión), frente al reto que un artículo titulado *The Case for an Unmanaged Investment Company* (A favor de una compañía de inversión no gestionada) había lanzado en la revista académica y práctica más difundida entre la industria, *Financial Analysts Journal*. ¿Qué hizo cambiar a Jack Bogle de opinión?

Jack Bogle defendió su tesis doctoral, *magna cum laude*, en la universidad de Princeton en 1951, con el título de *The Economic Role of the Investment Company* (El papel económico de la compañía de inversión, como se llamaba entonces a las empresas de fondos de inversión). Era un firme defensor de una industria que entonces incluía a no más de noventa fondos de inversión, con activos totales de mil ochocientos millones de dólares y fundamentalmente localizada en Boston. Comenzando su empleo en la compañía de inversión Wellington, ascendió rápidamente a vicepresidente ejecutivo en 1965. Con ser un profesional brillante de la industria de fondos de inversión, sin embargo, ya en su tesis doctoral manifestaba Jack Bogle que la industria debía «operar de la forma más eficiente, honesta y económica posible», anunciando desde entones la que sería una de sus motivaciones tras la creación de Vanguard: la reducción de las comisiones cobradas por las compañías de inversiónRobin Wigglesworth, Trillions: How a Band of Wall Street Renegades Invented de Index Fund and Changed Finance Forever, Portfolio/Penguin, 2021, capítulo 6..

Jack Bogle nunca renunció a estos principios que enunciara en su tesis doctoral. Cuando el bullicioso mercado bursátil de los años 60 se convirtió en todo lo contrario entre 1970 y 1974, y cuando la colisión de personalidades entre los ejecutivos de Wellington, que venía teniendo serias dificultades tras los malos resultados bursátiles, Jack Bogle fue «defenestrado» y tuvo que aceptar seguir en Wellington, dirigiendo una compañía subsidiaria que denominó Vanguard, inspirado por el nombre del buque insignia del almirante Nelson en la Batalla del Nilo en 1798.

La conversión de Jack Bogle a la estrategia de inversión pasiva fue resultado de varios factores, entre ellos su amargura tras su salida de Wellington, pero fue también facilitada por la enorme influencia que tuvo el premio Nobel de Economía concedido a Paul Samuelson en

1970 y la labor incansable del mismo Samuelson apoyando la creación de una compañía de inversión que invirtiera en el mercado. Cuando le preguntaban la razón por la cual se había convertido a los fondos pasivos de inversión, a Jack Bogle le gustaba citar a Maynard Keynes: «Cuando los hechos cambian yo cambio mis ideas. ¿Usted qué hace, caballero?».

Jack Bogle era, además de un hombre de acción –incansable hasta su muerte en 2019John Clifton (Jack) Bogle murió el pasado 16 de enero de 2019. Su vida fue un ejemplo de esfuerzo, talento, humildad en lo material y ambición en lo noble sus aspiraciones. Al final de ella, lamentó no haber tenido más dinero (sus activos eran de 80 millones de dólares a su muerte, una pitanza para una persona de su valía) para donarlo a sus causas preferidas: https://www.cnbc.com/2019/01/18/jack-bogles-only-money-regret.html., a pesar de seis ataques de corazón, el primero en 1960 a los 37 años, y un trasplante de corazón en 1996– un investigador meticuloso y un escritor persuasivo. Uno de sus artículos que más hemos disfrutado leyendo apareció, en 2005, en *Financial Analysts Journal*. Se titula *The Relentless Rules of Humble Arithmetic* (Las implacables reglas de la humilde aritmética) y demuestra el impacto que comisiones excesivas tienen sobre los resultados a largo plazo de las inversiones que un ahorrador medio puede llegar a realizar a lo largo de una carrera laboral. La dedicación, la pasión y, sobre todo, la lógica de Jack Bogle convirtió a Vanguard en una gestora con activos de más de 7 billones de dólares (*trillions* en Estados Unidos) y 30 millones de inversores en 170 países a finales de enero de este año.

Por poner un ejemplo dramático, volvamos a la apuesta de Warren Buffett con la que comenzamos esta entrada y consideremos el 8,5% anual que su inversión en un fondo pasivo de Vanguard obtuvo, ligeramente por debajo del que las acciones del S&P 500 han obtenido en los últimos cien años. Supongamos también que las comisiones de un fondo de fondos de cobertura son del 2% anual (lo cual deja un rendimiento neto del 6,5%, bien por encima del 3,14% que Ted Seides obtuvo en realidad). Y supongamos, finalmente, una inversión de mil dólares anuales durante treinta, treinta y cinco o cuarenta años. El balance final en estos tres casos hubiera sido el siguiente:

Al cabo de treinta años, el fondo activo obtiene un **37,8% menos** que el pasivo ($83.802 frente a $134.773).

Al cabo de treinta y cinco años, el fondo activo obtiene un **43,5% menos** que el pasivo ($118.121 frente a $209.081).

Al cabo de cuarenta años, el fondo activo obtiene un **48,9% menos** que el pasivo ($164.048 frente a $320.816).

Estas son las implacables reglas de la humilde aritmética. Titanes como Jack Bogle y Warren Buffett han demostrado, a lo largo de fecundas y apasionadas carreras profesionales y vitales, su indudable valor. Pero además de implacables las reglas, la aritmética es humilde y se puede, se debe, enseñar *urbi et orbi*.