

*Pim y Jan desmontan de forma amena uno de los axiomas clásicos de la inversión (más rentabilidad, mayor riesgo) y nos proporcionan una metodología sencilla y práctica para aprovechar esta anomalía.*

Fernando Aguado, CFA, director de inversiones Fonditel

# EL PEQUEÑO LIBRO



# DE LOS ALTOS RENDIMIENTOS CON BAJO RIESGO

*Liebres y tortugas  
en los mercados financieros*



PIM VAN VLIET Y JAN DE KONING

*Prólogo de Enrique Marazuela*

DEUSTO

# **El pequeño libro de los altos rendimientos con bajo riesgo**

Liebres y tortugas  
en los mercados financieros

**PIM VAN VLIET  
JAN DE KONING**

Traducido por Mar Vidal



EDICIONES DEUSTO

Título original: *High Returns from Low Risk*

Publicado por John Wiley & Sons Ltd., Reino Unido, 2017

© 2017 Pim van Vliet y Jan de Koning

© de la traducción Mar Vidal, 2018

© Centro Libros PAFP, S.L.U., 2018

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

Grupo Planeta

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

ISBN: 978-84-234-2893-9

Depósito legal: B. 1.073-2018

Primera edición: febrero de 2017

Preimpresión: pleka scp

Impreso por Artes Gráficas Huertas, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web [www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com) o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

# Índice

Prólogo . . . . .	9
Introducción: . . . . .	13
Capítulo 1: Lo contrario de lo que buscas . . . . .	19
Capítulo 2: Don Ahorrador llega a la bolsa . . . . .	29
Capítulo 3: La tortuga vence a la liebre. . . . .	41
Capítulo 4: Un poco ya es suficiente . . . . .	57
Capítulo 5: Ignorar la octava maravilla del mundo . . . . .	65
Capítulo 6: Todo es cuestión de perspectiva . . . . .	77
Capítulo 7: El oscuro encanto del riesgo. . . . .	91
Capítulo 8: Compra barato y recuerda que la tendencia es tu amiga . . . . .	101

Capítulo 9: Lo bueno siempre viene en tríos . . . . .	113
Capítulo 10: Detectar tortugas y liebres . . . . .	127
Capítulo 11: Rebana y trocea, pero hazlo con cautela	135
Capítulo 12: Siéntate y relájate. . . . .	145
Capítulo 13: Minimiza las operaciones y ten paciencia. . . . .	159
Capítulo 14: La mayor victoria de todas. . . . .	169
Capítulo 15: La regla de oro . . . . .	181
Capítulo 16: La anomalía está en todas partes. . . . .	191
Capítulo 17: ¿Persistirá la anomalía?. . . . .	203
Capítulo 18: Reflexiones finales . . . . .	209
Epílogo: La perspectiva de Jan . . . . .	215
Apéndice: ParadoxInvesting.com . . . . .	223
Agradecimientos . . . . .	225
Bibliografía . . . . .	229

## Capítulo 1

# Lo contrario de lo que buscas

EN NUESTRA INFANCIA, casi todos aprendemos que para tener éxito debemos esforzarnos. Ya se trate de sacar buenas notas en un examen en el instituto, ganar un partido de fútbol o, tal vez, perder peso, tenemos que trabajar para conseguirlo. Y la mayor parte del tiempo resulta cierto el principio básico de «quien siembra cosecha».

Pero ¿cuánto esfuerzo se necesita realmente para cosechar esos frutos? Muchas personas creen que existe una relación positiva entre la cantidad de esfuerzo que dedicas a algo y la probabilidad de que tengas éxito. Cuanto más esfuerzo inviertes, mayor es la probabilidad de que consigas lo que te propones. Pero ¿es eso cierto?

No lo es. Hay algo que se conoce como la ley de los rendimientos decrecientes. Permíteme que aclare el concepto aplicando esta ley al ámbito del deporte. Si juegas al fútbol a nivel profesional o quieres correr una maratón, tienes que entrenarte. De verdad, necesitas darle al balón o calzarte las zapatillas deportivas para correr un par de veces por semana para conseguir cierta fuerza muscular. Pero las primeras cien horas de entrenamiento tendrán un efecto mayor que las cien horas siguientes y así sucesivamente. Quizás reconozcas este efecto ya que también podría explicar por qué a menudo resulta divertido aprender cosas nuevas. La curva del aprendizaje es bastante pronunciada al principio y luego comienza a nivelarse de forma gradual. Es la teoría de los rendimientos decrecientes llevada a la práctica.

Por otra parte, una vez que has dedicado cierta cantidad de esfuerzo a algo, cualquier esfuerzo adicional puede provocar, paradójicamente, el efecto contrario del que pretendías conseguir. Por ejemplo, si entrenas en exceso y no descansas a intervalos regulares puede resultar incluso perjudicial. Podría ocurrir lo opuesto de aquello que buscabas (acabar la maratón): en primer lugar, una lesión podría incluso impedir que te presentaras en el campo de fútbol o en la línea de salida de la carrera. El exceso de alguna cosa, incluso de algo bueno, puede tener un efecto negativo.

Tomemos, por ejemplo, la cantidad de sal que utilizas cuando preparas un plato. Una pequeña cantidad puede

añadir sabor a la comida; una cantidad excesiva puede echarla a perder. Las vitaminas son saludables, pero se vuelven tóxicas cuando se consumen en grandes cantidades. Y un consejo para los solteros que buscan pareja desesperadamente: sí, deberías hacer el primer movimiento para acercarte a alguien que te gusta, pero demasiada atención podría provocar el efecto contrario y asustarla (¡o a él!). ¿Perder peso? Podría parecer un buen plan si necesitas quitarte de encima unos cuantos kilos que te sobran, pero no cuando una dieta excesiva te lleva directamente a la anorexia. Estudiar duramente justo antes de los exámenes y luego llegar completamente exhausto a la prueba es otro ejemplo de lo mismo.<sup>1</sup> Huelga decir que una buena noche de sueño antes de un examen te beneficiará mucho más que quedarte estudiando sin pegar ojo. A menudo, los excesos suelen resultar más perjudiciales que beneficiosos.

En la vida deberías tratar de encontrar el punto óptimo entre muy poco y demasiado. Necesitas que la sabiduría práctica determine dónde se encuentra este «punto medio». Aristóteles, el filósofo griego, escribió extensamente sobre el punto medio. Se trata del centro deseable entre dos extremos, uno de exceso y uno de carencia. El punto medio *no* es el medio exacto ya que variará de acuerdo con

1. He visto este comportamiento contraproducente en universidades de Estados Unidos, Suecia y Holanda.



la situación. Para encontrarlo se necesita sabiduría práctica. Confucio, el filósofo chino, también enseñaba la doctrina del término medio, mientras que en el budismo, el judaísmo, el cristianismo y el islam también se pueden encontrar referencias al punto medio.

¿Y por qué este punto medio? ¿Por qué estoy citando a estos antiguos filósofos? ¿Por qué centrarnos en el hecho de que el exceso de algo puede provocar un efecto contrario al deseado? Bueno, mi intención era que te familiarizaras con el concepto de la «paradoja». Una paradoja es cualquier cosa que aparentemente es, en sí misma, contradictoria por naturaleza. Existen muchas posibilidades de que ya estés familiarizado con la palabra ya que la utilizamos a diario para expresar asombro o incredulidad ante algo que es inusual o inesperado. Las paradojas también existen en el mundo de la inversión. De hecho, cuando era estudiante me topé con la que tal vez sea la mayor paradoja en el mundo de la inversión: las acciones de bajo riesgo producen rendimientos elevados mientras que las acciones de alto riesgo producen rendimientos bajos. Un descubrimiento realmente destacable y sorprendente.

Te explicaré por qué es destacable. Piensa en la siguiente «creencia generalizada»: cuanto más riesgo corras, mayores serán tus beneficios. La mayoría de los inversores en renta variable, ya sean profesionales, como los asesores financieros o los gestores de fondos de inversión, o inversores privados del tipo «hágalo usted mis-

mo», creen en el concepto de que a mayor riesgo, mayor beneficio. Pero ¿es eso cierto en realidad?

Muchos de estos inversores «apuntan a la luna» cuando se trata de gestionar dinero para sus carteras de inversiones. Su objetivo es tratar de encontrar a los próximos Apple, Google o Tesla en potencia. Invertir en esta clase de valores fascinantes es una decisión arriesgada ya que podrías perder tu inversión inicial si tu «súper valor» en potencia resulta no ser tan súper y quizás la empresa hasta se declare en bancarrota.

Pero ¿y si acertaras encontrando el próximo Google o Tesla a tiempo y las acciones multiplicasen por cuatro su valor? ¡Oh sí, entonces te reirías a carcajadas durante todo el camino hacia el banco, sabiendo que te ha tocado el gordo y has alcanzado la luna! ¿Y qué pasa con los valores menos excitantes? Bueno, según la opinión de muchos inversores, los valores aburridos no te llevarán muy lejos en la vida. Al fin y al cabo, ¿acaso el riesgo bajo no equivale a rendimientos bajos? ¿Conoces a alguien que se haya hecho rico rápidamente invirtiendo en acciones de bajo riesgo y movimiento lento?

De modo que si te digo que las acciones de bajo riesgo pueden hacerte rico mientras que las acciones de alto riesgo pueden hacerte pobre, puedo entender perfectamente que tu respuesta inicial pueda ser algo así como: «¿Qué ha estado fumando el tío que ha hecho semejante afirmación?». No puedo culparte por pensarlo. Al final,

nací y me críe en Holanda y sigo viviendo allí. Esta afirmación resulta contradictoria para cualquiera que esté familiarizado con la idea preconcebida generalizada de que «más riesgo equivale a más rendimiento». De modo que si compras un libro sobre inversiones y ya en el primer capítulo lees la afirmación exactamente opuesta a esta premisa comúnmente aceptada, tus dudas acerca de la credibilidad del autor están plenamente justificadas.

Y, para ser sincero, yo también me sentí un tanto desconcertado cuando leí por primera vez sobre esta anomalía. Cuando era estudiante universitario encontré un artículo académico que describía por primera vez esta paradoja de riesgo-rentabilidad. Más tarde, como estudiante de doctorado, tuve mucho tiempo para releer y digerir este fascinante estudio publicado a comienzos de la década de 1970. Como consecuencia de estas lecturas, algo que describiré brevemente en los siguientes capítulos, estuve en condiciones de encontrar más datos que confirmaran que los valores de bajo riesgo superan a los valores de alto riesgo. Después de haber acabado el doctorado decidí que había llegado el momento de llevar a la práctica esta teoría contrastada. ¿Sería posible llevar a la práctica una estrategia de inversión basada en esta paradoja?

¡Lo fue! Una vez terminados mis años universitarios me incorporé a una empresa internacional de gestión de activos que administra capital para inversores institucionales (como compañías aseguradoras, fondos patrimonia-

les y de pensión) e inversores privados. Robeco es una empresa de inversión sensata que emplea a muchos investigadores muy listos y ha acumulado un importante legado en materia de investigación que se remonta a la década de 1920. Aunque mi idea inicial no era crear un nuevo fondo, en 2006 pusimos en marcha uno de renta variable de bajo riesgo, dos años después de mi incorporación a la empresa.

Lo que me impresionó durante los primeros meses en Robeco fue ver cómo el concepto de riesgo ha sido puesto patas arriba en el sector de la gestión. Yo había estudiado el riesgo durante varios años en la universidad, pero en el mundo de la gestión de activos el riesgo no se definía como la pérdida de dinero, sino como no superar un índice de referencia. Empecé a darme cuenta de que esta visión del riesgo no es correcta, pero que también podía explicar la paradoja de la baja volatilidad. También pensé que teníamos que hacer algo con respecto a esta situación y convencer a nuestros clientes actuales y potenciales del carácter erróneo de esta visión del riesgo. Y, naturalmente, también les explicamos cómo podían beneficiarse de ella. Conseguimos convencer a un buen número de inversores y lo que en sus inicios había empezado siendo un fondo pequeño se convirtió en una estrategia con más de 20.000 millones de dólares de activos que gestionamos para inversores de todo el mundo.

Es posible que te preguntes por qué he decidido com-

partir esta paradoja contigo. Porque, al fin y al cabo, podía limitarme a gestionar los fondos y dedicarme a jugar al golf en mi tiempo libre. Bueno, en primer lugar, mi intención era llegar a todos aquellos que no son expertos en finanzas. He escrito muchos artículos en numerosas revistas y sé que leer un trabajo académico no es algo que muchos inversores tengan ganas de hacer en su tiempo libre. De modo que la redacción de este libro de fácil lectura me brinda la oportunidad de explicar algunos resultados académicos fascinantes a un público mucho más amplio. En segundo lugar, disfruto intentando explicar de una manera sencilla algo que es complicado. Simplificar es bastante difícil; es mucho más fácil complicar las cosas. En tercer lugar, me gusta relacionar la sabiduría antigua y las virtudes clásicas con el mundo moderno de las inversiones. A lo largo de mi vida he descubierto que la filosofía moral, que nos enseña cómo vivir bien, puede resultar sorprendentemente útil si se aplica a la inversión. Un libro es un medio mucho mejor para contar una historia que un artículo académico. La última razón de por qué decidí afrontar este reto es porque este libro me ahorrará tiempo. Cuando la gente pregunte por mi trabajo y qué hace un gestor de fondos, simplemente puedo remitirles a este libro. Por todas estas razones quiero difundir el mensaje, demostrar que, para obtener un buen rendimiento de la inversión, puedes simplemente comprar valores de bajo riesgo y man-

tenerte alejado de los valores de alto riesgo. Oh, y por cierto tampoco juego al golf...

Creo que aún no he conseguido convencerte. De hecho, me sorprendería sobremanera si a estas alturas ya creyeras que los valores de bajo riesgo te proporcionarán altos rendimientos. Una actitud escéptica ayuda a mejorar el conocimiento sobre cualquier tema y necesitas una mente crítica para cuestionar ideas preconcebidas. Bertrand Russell, el filósofo británico, observó que el principal problema que aqueja al mundo es que los necios y los fanáticos siempre se muestran muy seguros de ellos mismos, mientras que los hombres sabios suelen dudar mucho. Por lo tanto, en este libro te aportaré numerosas pruebas de la existencia de esta paradoja de la baja volatilidad. Y no debes preocuparte, será una lectura fácil. En el próximo capítulo empezaré compartiendo contigo mi primera experiencia en el mercado de valores.