

Locos por Harry, William Bernstein (2010).

La figura de Harry Browne ha experimentado un renacer en los últimos tiempos, y lo cierto es que un examen crítico de su "cartera permanente" enseña mucho sobre la naturaleza de la inversión y de los inversores.

Primero, algunos antecedentes. Harry, quien falleció en 2006, era conocido por ser el candidato libertario a la presidencia de los Estados Unidos en 1996 y 2000. Sin embargo, también fue asesor financiero y comentarista de radio, comenzando a divulgar sobre finanzas personales en la década de 1970. Siendo originalmente un escritor de boletines sobre el oro, a lo largo de las décadas el pensamiento de Harry evolucionó junto con los avances en la literatura empírica sobre inversiones. Gradualmente llegó a abrazar las ideas de Fama, Bogle y Malkiel, tan familiares para mis lectores: terminó defendiendo que hacer timing de mercado, seleccionar valores, escuchar a gurús o comprar newsletters de inversión eran juegos de azar. ¡Esto dice mucho sobre su capacidad de auto-crítica!

Cuanto más profundizaba y experimentaba personalmente en la historia financiera, más se convencía de su incapacidad, y la de cualquier otra persona, de predecir el futuro. Su conclusión: la riqueza personal era demasiado valiosa como para exponerla a los crueles amantes del market timing y la selección de acciones; mejor comprar fondos de bajo coste ampliamente diversificados, especialmente si se gestionan pasivamente.

Hasta aquí todo bien. Harry llevó la lógica de la inversión pasiva un paso más allá. Él asumió que tres escenarios económicos diferentes amenazaban a los inversores: inflación, deflación y recesión, el último de los cuales era descrito vagamente, pero el que mejor describe, supongo, la terapia de choque que Paul Volcker aplicó a la economía en principios de los ochenta. Así que, prescribió una mezcla del 25% en letras del Tesoro, bonos de largo plazo, onzas de oro y acciones, defendiendo que, bajo cualquier circunstancia, al menos uno o dos de estos activos debería salvarte el pellejo (esto no está tan lejos de la asignación recomendada por el Talmud: un tercio en tierra, un tercio en negocios y un tercio en "reservas", que en aquellos tiempos significaba plata).

Si te parece un poco extremo, date cuenta de que a finales de la década de 1970, Harry estaba buscando un método que diversificara su exitosa cartera de metales preciosos. La paranoia política de Harry también lo llevó a sugerir depositar activos en el extranjero por si el tío Sam decidiera confiscar las carteras de los ciudadanos. Como no tengo el criterio legal para juzgar el riesgo inherente a ese aspecto de su estrategia, no lo discutiré más a fondo.

A partir de este momento, me referiré a su mezcla 25/25/25/25 como la "cartera permanente teórica" (PP). No hay nada teórico sobre esta asignación; es simplemente una cartera más, invertible a un coste mínimo.

El universo de acciones es replicable con un fondo total del mercado de valores, los bonos y las letras se pueden comprarse individualmente, y el oro se puede comprar como onzas o, si confías, en un ETF de oro (yo no lo hago).

En muchos aspectos, esta asignación es atractiva. No solo proporciona algo de protección contra todos los escenarios menos los más graves, sino que su matriz de correlación es algo rara vez visto en finanzas: cuatro activos nada correlacionados:

	Gold	Stocks	Bonds	T-Bills
Gold	1.00			
Stocks	-0.16	1.00		
Bonds	-0.20	0.05	1.00	
T-Bills	0.02	0.05	0.11	1.00

¿Cómo ha funcionado el PP a lo largo de los años? Nada mal: reequilibrado anualmente desde 1964, ha arrojado un 8,53% anual con una desviación estándar (SD) del 7,67%. A modo de comparación, una cartera de acciones, letras y bonos a largo plazo del 60/20/20 arrojó un 8,83%, pero con un SD más alta de 11.25%. ¿Qué tal los malos tiempos? En 2008, el PP perdió solo 1.31%, frente a una pérdida de 16.52% para el 60/20/20. ¿Qué pasa con la inflación? Durante los nueve años entre 1973 y 1981, la inflación corrió a un 9.22% anualizado; el PP arrojó 12.06% versus solo 6.35% para la cartera convencional, que también tenía una SD más alta.

Por supuesto, podemos hacer malabares con los números de múltiples maneras. Al poner un 30% de las acciones en extranjeras (para hacer la cartera 42/18/20/20) su rendimiento aumenta al 7.47% entre 1973 y 1981. Además, las acciones de valor y las pequeñas compañías tienden a proteger contra la inflación, ya que les va mejor que a las grandes de crecimiento en tales períodos, porque están más apalancadas, y sus balances se benefician de ello.

Para una estrategia que es sencilla, no requiere fondos y tiene reducidos costes de ejecución, el PP no funciona mal. Pero date cuenta, sin embargo, que es un cartera de baja rentabilidad esperada y bajo riesgo, y que con ella no llegará a poder comprar muchos yates. Como Harry señaló en múltiples ocasiones, te haces rico no invirtiendo brillantemente, sino ahorrando y salvaguardando concienzudamente.

Entonces, ¿cuál es el problema? En pocas palabras, la estrategia de Harry es como el comunismo: elegante en teoría, pero muy difícil de ejecutar en la práctica (no es poca ironía, dada la tendencia política de Harry). Existe un fondo de inversión que sigue una cartera permanente, el PRPFX. Entre 1983 y 2009, rentó 6.62% con una SD de 8.16%, versus 7.77% con un SD de 5.85% para el PP. El rendimiento más pobre del fondo se explica fácilmente por los costes de gestión, actualmente un total de 0.82%. La SD más alta se explica porque el fondo no sigue con precisión la estrategia de PP; actualmente posee 31% de acciones, fuertemente ponderada hacia los sectores de energía y REIT, frente al 25% de la cartera indexada al mercado del PP. También tuvo un peor desempeño en 2008 que el PP: -8.35% versus -1.31%.

Aun así, en 2008 la mayoría de los inversores se habrían contentado con el resultado de un dígito del PRPFX, y esto atrajo mucha atención, al igual que el PP. Los flujos de capital hacia el PRPFX sirven de buena representación del interés de los inversores en el PP. La turbulencia en torno al crash de 1987 bendijo la gestión de la cartera y sus activos alcanzaron un máximo de casi \$100 millones a finales de 1989, un tamaño respetable para ese período. Sin embargo, durante la burbuja del mercado de valores de los 90, los inversores abandonaron el fondo en masa, y presumiblemente también la estrategia del PP. A finales de 2001, el PRPFX languideció a \$52 millones, un descenso notable teniendo en cuenta que entre esas dos fechas, sólo el retorno de la cartera debería haber aumentado sus activos en un 71%, mientras que un fondo indexado de acciones se había multiplicado aproximadamente por siete.

Desde la crisis de 2008, los inversores han vuelto a ingresar en el PRPFX, inflando sus activos a más de \$6 mil millones. Como es de esperar, los rendimientos del fondo fueron de un atractivo 10.1% anualizado para el período de 10 años que finaliza el 31/07/10, mientras que su media histórica es del 6.41%. Los foros de discusión de inversiones ahora están bastante llenos de hilos del PP. Por ejemplo, el tema medio en el foro Bogleheads ejecuta unas pocas docenas de mensajes; un hilo sobre Harry Browne sumó casi 3,500 publicaciones.

Y ahí radica el verdadero problema con el PP. Debido a su gran track error con las carteras más convencionales, atrae dinero y fans durante las crisis, y luego los arroja con crueldad al vacío en los mejores tiempos de bonanza. No hay nada malo con la cartera de Harry, nada en absoluto, pero hay algo malo en sus seguidores, quienes parecen, en promedio, perseguir el timing del mercado de la misma forma en que los perros persiguen a los coches en marcha.

El éxito de la inversión no abraza tanto a las personas brillantes como a las disciplinadas, y la naturaleza de la asignación de activos elegida por cada inversor contribuye poderosamente a este cálculo. El peor lugar donde un inversor puede encontrarse es, en palabras de Mark Kritzman, "equivocado y solo"; y esto es un escenario que será casi cierto para el inversor en un PP, dado su gran track error en relación con una cartera de mercado global representada por una mezcla de acciones y bonos 60/40. Por lo tanto, será casi imposible, incluso para los inversores más disciplinados, mantenerse en la PP a largo plazo (y Dios sabe que incluso muchos inversores no pueden aferrarse a una sencilla cartera indexada 60/40).

Diversificar las clases de activos, como bien sabía Harry Browne, puede beneficiar a una cartera. El secreto para el inversor está en implementarla antes de que a esos activos diversificados se les apaguen las luces. Harry lo hizo alejándose de una cartera 100% metales y entrando en acciones y bonos a finales de la década de 1970. Lamentablemente, esto es lo contrario de lo que los nuevos seguidores de la PP y los propietarios del PRPFX han estado haciendo recientemente, aumentando sus asignaciones a los bonos de largo plazo y al oro. Considere este dato: durante el largo historial financiero de los mercados, el rendimiento real anualizado de bonos y oro ha sido del 2% y del 0%

respectivamente; pero durante la década que terminó en 2009, fueron del 5% y el 11%.

Numerosos inversores tienen actualmente la cartera de Harry Browne. La gran estampida de 1990 del PRPFX y la entrada reciente sugieren que pocos inversores están invirtiendo e invertirán correctamente en el método de Harry Browne.

Artículo original: (<http://www.efficientfrontier.com/ef/0adhoc/harry.htm>)