



AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

El Drawdown, su psicología y consecuencias potencialmente devastadoras: “*Woulda, Coulda, Shoulda...*”¹

Marcos Pérez & Sharash Alexander

1 de junio de 2021

A todas las mentes curiosas...

Son muchos los conceptos que se malinterpretan o no se usan apropiadamente en la inversión. Uno de ellos es **confundir *drawdown* con pérdida nominal, o usar el *drawdown* de forma aislada y fuera de contexto**. En este primer memo a suscriptores e inversores nos gustaría mostrar por qué es importante no considerar el *drawdown* de forma aislada o como equivalente a una pérdida nominal.

* * *

Hoy el equipo de fútbol de Paco juega fuera de casa. Paco llega tarde y se encuentra con el partido ya empezado y sin saber el tanteo ni el tiempo transcurrido (no hay marcadores en el campo). Pasan unos minutos y el equipo local mete dos goles al equipo de Paco.

Esos dos goles en contra, ¿significa que han perdido el partido?

Paco no lo sabe: Depende del tanteo global previo a su llegada al campo y de cuánto tiempo queda para que termine el partido. Si por ejemplo su equipo ya hubiera marcado 3 goles, esos 2 goles en contra no hacen a su equipo perdedor. Pero incluso si su equipo había marcado 1 gol antes de llegar, esos dos goles en contra no significan perder necesariamente si aún queda tiempo suficiente de partido.

Únicamente en el caso particular de tener en cuenta sólo esos dos goles en contra, y además abandonar el campo en ese momento (sin esperar a que termine el partido ni saber el tanteo previo); entonces esos 2 goles en contra se convierten para Paco en pérdida.

* * *

¹ “*Woulda, Coulda, Shoulda...*” es una popular expresión en inglés que se suele usar como queja y lamento por no haber tomado una decisión diferente que **parece, a posteriori**, haber sido una oportunidad.

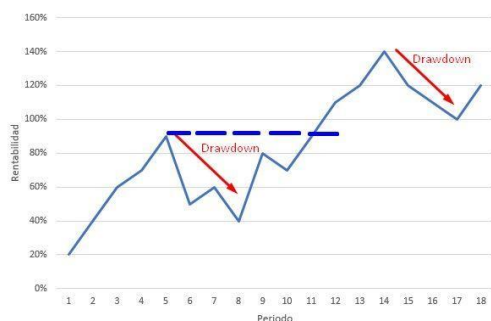
Sumario

Combinando nuestra experiencia en los mercados, el trato con inversores y el comportamiento del retorno total (incluyendo dividendos brutos reinvertidos) de una estrategia de inversión excelente como es la inversión en el índice S&P-500 entre diciembre de 1920 y diciembre de 2020; extraemos y comparamos las siguientes ideas clave con la esperanza de que resulten interesantes y útiles a todo inversor:

- Incluso un inversor en una de las mejores estrategias de inversión posibles (un índice amplio suficientemente diversificado como el S&P-500) habría pasado el 70% de los meses en *drawdown*. Además, el 31% de dichos meses el *drawdown* es igual o peor al -20%.
- Durante un quinto del último siglo, el inversor en el S&P-500 está sufriendo *drawdowns* peores al -20%.
- Un *drawdown* no resulta necesariamente en una pérdida cuando se tiene en cuenta el retorno total acumulado desde el inicio de la inversión.
- Los *drawdowns* suelen durar muchos meses y causan un grave impacto psicológico en los inversores. Suelen producir angustia, agobio, duda, preocupación, lamento y arrepentimiento —‘*Woulda, Coulda, Shoulda...*’— en la mente del inversor. Este sufrimiento produce en el inversor una miopía que le impide contemplar con la perspectiva y sobriedad necesarias el panorama general o ‘*big picture*’ del comportamiento de una estrategia excelente durante períodos de tiempo más largos.
- Estos efectos psicológicos llevan al inversor a considerar que “debe hacer algo” al respecto de su inversión. Reducir su exposición a la estrategia (vender), abandonar la estrategia o cambiar la estrategia/activo/producto/fondo por uno que no sufrió un *drawdown* al mismo tiempo, sino que obtuvo rendimientos positivos en ese periodo.
- Las consecuencias de ese “hacer algo”, cuando son motivadas por la miopía que produce el sufrimiento del *drawdown*, tienen como devastador resultado la imposibilidad de conseguir el retorno total de la estrategia, por excelente que sea. En el caso de la inversión en el S&P-500, vender durante un *drawdown* para volver a comprar tras la recuperación es precisamente lo opuesto del viejo lema de Wall Street “compra bajo y vende alto”. Durante *drawdowns* significativos, un inversor que vende para luego comprar de nuevo tras la recuperación —o un inversor que compra tras la recuperación y vende tras un *drawdown*— están inconscientemente vendiendo bajo y comprando alto.
- ¿Cómo puede un inversor evitar semejante destrucción del potencial retorno total de una estrategia excelente? Es muy fácil decirle a un inversor: “mantén el rumbo”. En nuestra humilde opinión, sugerimos al inversor que antes de decidir invertir en un activo/estrategia/producto/fondo, dedique tiempo y esfuerzo a determinar los riesgos potenciales, los *drawdowns* típicos de la estrategia y su comportamiento general en diferentes entornos de mercado, así como a comprender las razones de por qué es sensato invertir en ella. De esta manera, cuando se produzcan los inevitables *drawdowns*, el inversor será capaz de:
 - Evaluar si el *drawdown* es ‘normal’ y, por lo tanto, ser paciente para evitar los posibles impactos psicológicos y sus devastadoras consecuencias.
 - Evaluar si el *drawdown* está lejos de ser ‘normal’ para la estrategia y, por lo tanto, su preocupación y dudas están justificadas.
- A pesar de la evolución de los mercados y sus participantes a lo largo del último siglo, el comportamiento de los *drawdowns* no ha cambiado. Las típicas y repetidas frases que cada cierto tiempo resurgen en la industria de la inversión de “Esta vez es diferente” o “Los mercados no son como antes”, no son nada más que un mito.

¿Qué es un *Drawdown*?

Intuitivamente un *drawdown* es cuánto cae el patrimonio o Valor Liquidativo desde el máximo anterior. Más técnicamente, el *drawdown* mide el retroceso o caída en la curva de rentabilidad acumulada desde el máximo alcanzado anteriormente hasta el mínimo más profundo durante un periodo de tiempo dado. Así, la duración de un *drawdown* es el periodo de tiempo necesario hasta que se supera el máximo anterior. Se trata de un concepto heredado de las mesas de tesorería (*trading-desks*) de los grandes bancos, en las que es necesario incorporar en sus sistemas internos de control del riesgo una medida de cuánto puede perder como máximo, en cada año natural, un *trader* con el capital que se le asigna.



Hoy su uso se ha extendido a prácticamente cualquier inversión, incluida la inversión en fondos. Sin embargo, ¿es correcto su uso y abuso a la hora de invertir?

Para contestar, debemos ser conscientes de que **cualquier *drawdown* carece de sentido si no se expresa junto a otras medidas que lo ponen en contexto**. Esto es, conocer el *drawdown* de una inversión o estrategia es irrelevante si no se conoce también:

- El **run-up** o rentabilidad acumulada previa a la aparición del *drawdown*
- La **duración de la recuperación** tras el *drawdown*

- Tenemos una idea aproximada del **horizonte de inversión necesario para que la estrategia, tras pasar por sucesivos *run-ups* y *drawdowns*, pueda converger a su rentabilidad**.

Para ilustrar la importancia de estos conceptos y la necesidad de entenderlos y evaluarlos conjuntamente —y no de forma aislada como se suele usar el *drawdown*—, hemos elegido una estrategia indiscutiblemente rentable y con un siglo de histórico: la inversión en el índice estadounidense S&P-500².

Un siglo de inversión indexada: El S&P-500 desde 1920 hasta 2020

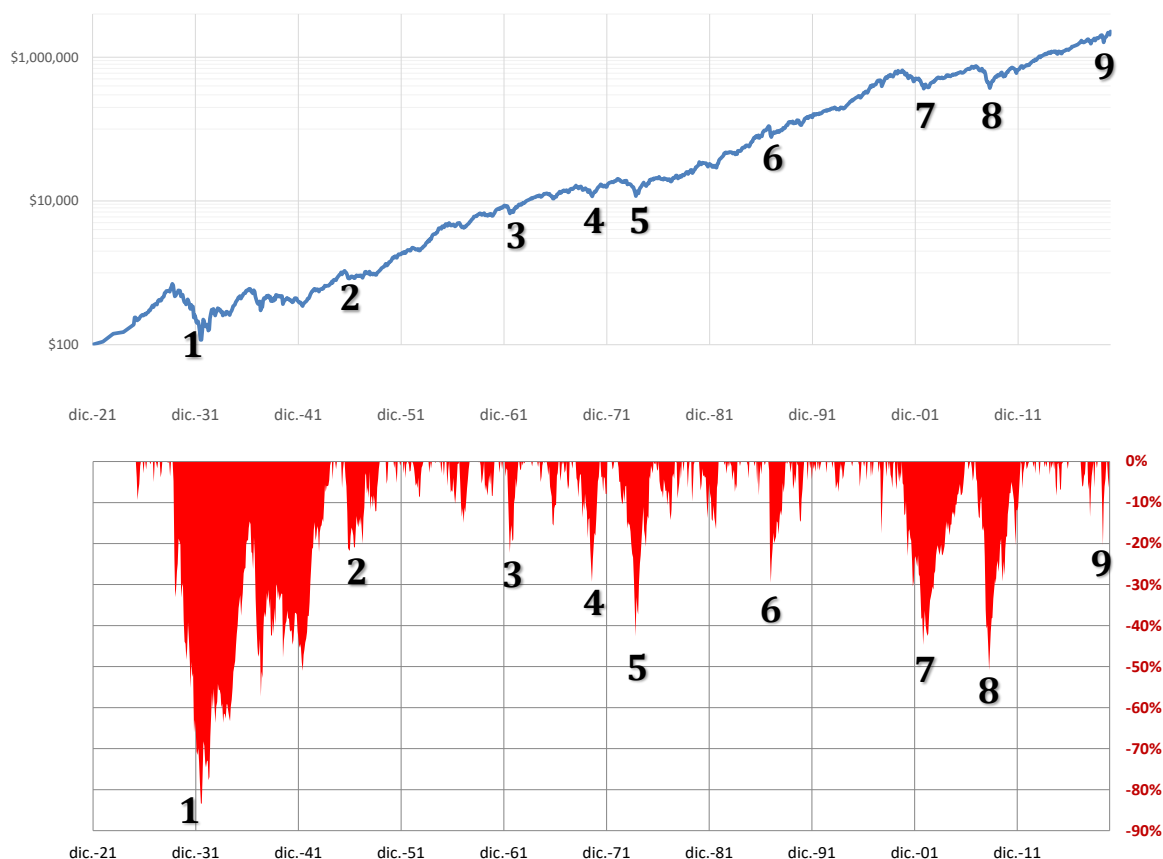
Un siglo de Historia nos da la oportunidad de presenciar multitud de diferentes circunstancias por las que un inversor puede pasar. Periodos de inflación y deflación, recesiones, guerras, posguerras, burbujas, pandemias, depresiones y décadas que parecen no llevar a ninguna parte. Toda clase de circunstancias combinadas e inesperadas que tienen diferentes grados de impacto en una estrategia tan rentable a largo plazo como la inversión en el índice S&P-500.

Imaginemos que un inversor invierte \$100 el 31 de diciembre de 1920 en el índice S&P-500 y mantiene la inversión estoicamente durante un siglo. En total habrá acumulado a diciembre de 2020 un patrimonio de \$2.373.552

Pero el tema que nos ocupa ahora no es cuánto ha llegado a acumular, sino: **¿Qué habría experimentado dicho inversor por el camino?** En un siglo da tiempo a que pasen muchas cosas. A continuación se puede observar en la gráfica superior la evolución del patrimonio acumulado (línea azul), en escala logarítmica para hacer las proporciones de variación del patrimonio equivalentes a lo largo del siglo. Y en la gráfica inferior el tamaño en porcentaje de todos los *drawdowns* (en rojo) durante el mismo periodo de un siglo. Hemos señalado con números los *drawdowns* iguales o peores a un -20%:

² A efectos de ilustrar el mensaje del presente memo, serviría también un índice mundial bien diversificado y llegaríamos a las mismas conclusiones. Sólo hay históricos para índices mundiales desde hace aproximadamente medio siglo, por lo que hemos preferido utilizar el ejemplo estadísticamente más significativo de un siglo de duración.

Retorno total de \$100 invertidos en S&P-500 TR desde Dic1920 hasta Dic2020



—Gráficos: Elaboración propia—

Nuestro inversor empieza por capitalizar los felices años '20 del siglo pasado al acumular una rentabilidad o *run-up* del 602%, justo antes de iniciarse en septiembre de 1929 el gran *drawdown* que desencadenaría la Gran Depresión. Prácticamente una década “ganando dinero sin parar”.

Pero llega la Gran Depresión y el S&P-500 cae hasta un suelo o punto más profundo de *drawdown* en junio de 1932, durante casi tres años, un -83% (Punto 1 en el gráfico). Este *drawdown* destruye la gran parte de los \$702 acumulados hasta septiembre 1929, y deja el patrimonio o Valor Liquidativo (VL) de la inversión en suelo o punto más profundo de *drawdown* de \$116 (ver tabla en página 5).

Con una caída del -83%, es necesaria una revalorización subsiguiente del 588% para recuperar el nivel previo a la caída³. Nos podemos imaginar el ánimo de nuestro inversor... A pesar de invertir en

una de las estrategias más rentables de la historia, **los *drawdowns* hay que vivirlos para saber lo que personalmente implican.**

Sin embargo, nótese que nuestra inversión, a pesar de **sufrir el mayor *drawdown*** conocido de la historia de la bolsa estadounidense, estrictamente hablando **no ha perdido dinero nominalmente** con su inversión. En el peor momento del *drawdown*, gracias al *run-up* previo, todavía está en beneficios nominales de un 16%.

Pasan los años y en enero de 1945 se recupera el nivel de VL que se tenía en septiembre de 1929. La duración del *drawdown* ha sido mayor a 15 años, la mayor en el último siglo. Este primer ejemplo (punto 1) de primer gran *drawdown* se puede ver en la siguiente tabla, en la que se exponen también los 9 *drawdowns* iguales o peores a un -20% desde 1920:

³ Téngase siempre presente la asimetría en la recuperación tras una pérdida. Para pequeñas caídas de un dígito dicha asimetría apenas es perceptible. Pero ya para una caída de un -20% es necesaria una revalorización del +25% para recuperar el nivel inicial. Si la caída se

profundiza hasta un -50%, es necesaria una revalorización del 100%. Si la caída es del -70%, una subida del 233%. Como se observa, la asimetría crece exponencialmente cuanto mayor es el porcentaje de caída.

DRAWDOWNS del índice S&P 500 TOTAL RETURN (TR) DIC 1920 - DIC 2020														
Inicio Drawdown	Suelo del Drawdown	Nº de Drawdown	Máximo Drawdown hasta suelo	Valor Liquidativo (VL) Inicial	VL Máximo previo al Drawdown	Run-Up previo al Drawdown desde anterior suelo	Mínimo VL en el suelo del Drawdown	Retorno Total acumulado hasta VL del suelo del Drawdown	Recuperación y final del Drawdown	Duración en meses del Drawdown	Nuevo Máximo del VL Post Drawdown	VL del nuevo máximo post Drawdown	Máximo Run-Up desde el suelo del anterior Drawdown	Retorno total acumulado hasta nuevo máximo del VL
sep-1929	jun-1932	1	-83%	\$100	\$702	602%	\$116	16%	ene-1945	184	may-1946	\$1,066	815%	966%
jun-1946	nov-1946	2	-22%		\$1,066	815%	\$834	734%	oct-1949	40	dic-1961	\$8,638	936%	8,538%
ene-1962	jun-1962	3	-22%		\$8,638	936%	\$6,713	6,613%	abr-1963	15	nov-1968	\$16,369	144%	16,269%
dic-1968	jun-1970	4	-29%		\$16,369	144%	\$11,568	11,468%	mar-1971	27	dic-1972	\$20,318	76%	20,218%
ene-1973	sep-1974	5	-43%		\$20,318	76%	\$11,653	11,553%	jun-1976	41	ago-1987	\$110,142	845%	110,042%
sep-1987	nov-1987	6	-30%		\$110,142	845%	\$77,560	77,460%	may-1989	20	ago-2000	\$660,154	751%	660,054%
sep-2000	sep-2002	7	-45%		\$660,154	751%	\$364,867	364,767%	oct-2006	73	oct-2007	\$757,434	108%	757,334%
nov-2007	feb-2009	8	-51%		\$757,434	108%	\$371,939	371,839%	mar-2012	52	dic-2019	\$2,028,482	445%	2,028,382%
ene-2020	mar-2020	9	-21%		\$2,028,482	445%	\$1,612,104	1,612,004%	jul-2020	6	dic-2020	\$2,373,552	47%	2,373,452%

—Tabla: Elaboración propia—

Lo esencial de este recorrido por un siglo de inversión en una estrategia rentable es recordar que **un drawdown no equivale necesariamente a una pérdida nominal, pues dependerá de**

- (i) **Cuánto ha acumulado el inversor del run-up previo y**
- (ii) **Cuánto tiempo permanece invertido tras el actual drawdown para capitalizar también el siguiente run-up.**

Esto es válido tanto para el S&P-500, como para un índice mundial amplio y bien diversificado, como para otra estrategia de inversión rentable.

Siguiendo la analogía inicial del partido de fútbol, un par de goles en contra (*drawdown*) se convierten en pérdida en función de cuántos goles se marcaron anteriormente (*run-up* previo) y cuánto tiempo de juego queda (*run-up* posterior dentro del horizonte de inversión).

¿De dónde viene la actual obsesión por los drawdowns?

Toda caída en nuestro nivel de patrimonio, por temporal y pasajera que sea, produce una angustia, ansiedad o dolor que, como seres humanos, no podemos evitar sufrir. Se trata de nuestro dinero, de nuestro esfuerzo y tiempo dedicados a ahorrar e invertirlo. La inversión es un campo en el que el conocimiento —saber o ser conscientes de algo—, no evita necesariamente el sufrimiento.

De hecho, los Premios Nobel Kahneman y Tversky midieron cuidadosamente la intensidad de esa “angustia” y llegaron a la conclusión de que para un mismo porcentaje de variación al alza o a la baja en nuestro patrimonio, nos duele al menos el doble cuando es negativo que alegría nos produce ese mismo porcentaje cuando es positivo. A esta asimetría en la percepción de las variaciones en los precios la llamaremos Factor de Kahneman-Tversky o FKV para abreviar.

Esto hace que, si se observa con mucha frecuencia la variación de nuestras inversiones, se acumule mucho más sufrimiento que alegría; incluso si la rentabilidad al final resulta positiva (ver **Apéndice A**).

Esto lleva a muchos inversores a intentar no exponerse a *drawdowns* o por lo menos que sean lo más pequeños posible. Evitan así estrategias de inversión que, aún siendo rentables en sus horizontes de inversión, les puedan hacer pasar por malos momentos que les hagan sufrir. Renuncian de esta manera a la mayor rentabilidad que pueden ofrecer otras estrategias con más variabilidad en sus precios.

¿Qué sucede en la mente del inversor durante un drawdown y un run-up?

Cuando llega un *drawdown* a nuestra inversión nos produce angustia y sufrimiento. Este dolor ante la aparente pérdida hace que nuestra capacidad de juzgar y evaluar, objetiva y serenamente, la estrategia de inversión se vea peligrosamente disminuida:

- En primer lugar, la angustia al contemplar las pérdidas hace que nos centremos sólo en el momento presente y dejemos de contemplar las propiedades de la estrategia en su adecuado horizonte temporal. Nos volvemos **miopes**. Dejamos de tener en cuenta tanto el *run-up* previo como el que ocurrirá tras el actual *drawdown*.
- En segundo lugar, nos empuja a juzgar y evaluar de nuevo la estrategia o fondo sólo en función lo que está ocurriendo ahora y en cómo nos sentimos por ello. De repente, lo que nos parecía razonable, lógico y sensato empieza a tambalearse y **nos llenamos de dudas**.
- En tercer lugar, tendemos a **proyectar las rentabilidades recientes de manera**

lineal. De manera que si estamos sufriendo un *drawdown* —por definición una serie continuada de caídas— tendemos a proyectar linealmente hacia el futuro una continuación de dichas caídas, lo que acrecienta el nivel de ansiedad al percibir esas proyecciones a la baja como muy probables y nos puede llevar al **pánico**.

En muchos inversores, el nivel de angustia es tal y las dudas son tantas durante el *drawdown*, que abandonan la estrategia “a mitad de partido”. Esto es, abandonan la estrategia sin darle la oportunidad de converger a sus resultados esperados en el horizonte temporal apropiado.

*

Un tipo de sufrimiento diferente —porque también es un tipo de ‘dolor’— es la **ansiedad** experimentada por el inversor que observa cómo un activo, estrategia o fondo sube de precio en un importante *run-up*, mientras él se ha quedado fuera y no ha invertido. Este inversor experimenta dichas subidas con la **ansiedad por lo que hubiera podido ganar si hubiera invertido** antes.

Esta ansiedad puede llegar a hacerse tan insoportable para el inversor que puede llevarle a comprar tras un considerable *run-up*. Se trata del conocido efecto FOMO, por sus siglas en inglés *Fear Of Missing Out* (miedo a perderse la subida).

El inversor que invierte por FOMO, al igual que el movido por la angustia del *drawdown*, también comete el error de estar dominado por las emociones a la hora de juzgar la estrategia o producto en el que invierte. Un inversor presa del FOMO sólo percibe las rentabilidades que se está perdiendo (lo que hubiera podido ganar) y tiende a proyectarlas también de manera lineal en el futuro. Deja así en segundo plano la evaluación racional y cabal de dicha inversión, su ajuste —o no— a su personalidad y circunstancias, así como el horizonte de inversión apropiado.

Los inversores que invierten por FOMO son los que luego más rápidamente desinvierten en cuanto aparece un *drawdown*. Pues si fueron incapaces de evaluar con la perspectiva necesaria su inversión —ebrios por las rentabilidades recientes—, tienden también a tener mayores dificultades para mantener la inversión cuando sufren un *drawdown*.

¿Se pueden evitar los *drawdowns*?

Si no es posible anticipar cuándo se va a iniciar un *drawdown*, al invertir sólo hay dos maneras de evitarlos:

- La primera es invertir en activos que nunca muestran rentabilidades negativas a lo largo del tiempo.
- Y la segunda es invertir en activos cuyas rentabilidades no sean observables o no estén disponibles durante (muy) largos periodos de tiempo.

En España, las dos inversiones más populares son por un lado los depósitos: Productos sin variaciones en sus precios observables a lo largo del tiempo (y sin rentabilidad, hay que añadir). Y por otro la inversión inmobiliaria directa: Habitualmente no se observa el precio entre el tiempo transcurrido desde su compra hasta su venta. Un periodo que puede llegar a ser de varias décadas y que al inversor en ladrillo percibe “sin variaciones en el precio” (y por lo tanto sin aparentes *drawdowns*. Como dice el refrán, ‘ojos que no ven, corazón que no siente’).

Sin embargo, **todo activo líquido experimenta inevitable y necesariamente variaciones en su precio** en diferentes escalas de tiempo. Esto es debido a que no existe un único precio constante, perenne o “definitivo” para ningún activo que se negocie en un mercado libre. Efectivamente, los participantes en el mercado de dicho activo están cambiando de opinión a lo largo del tiempo de manera compleja e impredecible, lo que a su vez hace impredecible la futura evolución del precio del activo e inevitables sus constantes movimientos.

En otras palabras, cualquier inversión líquida en mercados abiertos experimentará, por la simple variación a lo largo del tiempo de su precio, *drawdowns*. Esto es; los *drawdowns* son necesariamente inevitables.

Si los *drawdowns* son inevitables, ¿por qué no “salir” de la inversión tras una fuerte subida o *run-up*?

En estrategias rentables como la analizada, los *run-ups* superan en rentabilidad agregada a los *drawdowns* (si no, no serían estrategias rentables) y podríamos especular con que, tras una fuerte subida en el Valor Liquidativo, podría ser inteligente “salirse” y así evitar el siguiente *drawdown*.

Desgraciadamente hacer esto con una estrategia rentable suele convertir la inversión en perdedora. Es precisamente la extensión impredecible de los *run-ups* la que hace a la estrategia en su conjunto y el largo plazo ganadora. Si truncamos prematuramente esas subidas en nuestra inversión (saliéndonos prematuramente), cuando suframos los siguientes *drawdowns* (pues al no poder predecirlos, ‘nos los tragaremos’) el agregado de

rentabilidades positivas será insuficiente para compensarlos.

Debemos interiorizar que toda estrategia produce de manera natural sus característicos *drawdowns* y *run-ups* como subproducto del inevitable movimiento en los precios de los activos en los que invierte. Si queremos que nuestra inversión pueda converger a sus resultados de medio y largo plazo, no nos queda otra opción que permanecer invertidos tanto durante sus *run-ups* como durante sus *drawdowns*.

¿Cómo aguantar “el partido entero” de los *drawdowns* y los *run-ups*?

El “partido entero” es el horizonte de inversión con el que iniciamos una inversión en una estrategia o fondo. Es el horizonte temporal que nos marcamos como deseable para estar invertidos, y que tiene que ser al menos lo suficientemente extenso para permitir a la estrategia o activo converger a su rentabilidad esperada.

¿Cómo podremos soportar el dolor de los inevitables *drawdowns* o la tentación de vender tras un *run-up*?

Sólo cuando entendemos una estrategia y la hemos interiorizado lo suficiente como para percibir como perfectamente normal sus variaciones de precio a lo largo del tiempo. Sólo cuando entendemos que los *drawdowns* son inevitables y parte consustancial de toda estrategia. Sólo entonces tendremos la confianza suficiente para permanecer invertidos el tiempo suficiente para dejar que converja a su rentabilidad esperada.

Además de interiorizar la estrategia de inversión y comprender que sus variaciones son inevitables y naturales, debemos también hacer coincidir nuestro horizonte de inversión con un periodo de inversión suficientemente amplio que permita a la estrategia converger a su rentabilidad. Si nuestro horizonte de inversión es demasiado corto comparado con el tiempo que necesita la estrategia para converger a su rentabilidad, entonces estaremos especulando y no invirtiendo.

También, debemos hacer un ejercicio de honesta introspección y evaluar cómo respondemos a las inevitables variaciones de precio de las inversiones. Incluso sabiendo que una estrategia ganadora como la expuesta de invertir en el índice S&P-500 (o un índice mundial bien diversificado) va a resultar rentable en el largo plazo; quizá por nuestro propio carácter y personalidad, o por nuestras circunstancias personales, nos va a resultar imposible

soportar sus variaciones constantes y sus *drawdowns*.

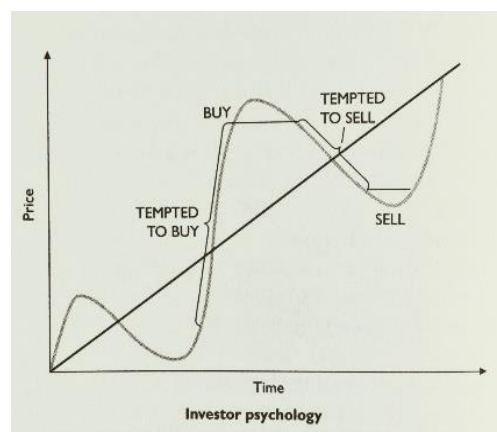
No debemos olvidar que no existe la estrategia o inversión perfecta; sino que hay estrategias más o menos apropiadas para cada persona según su personalidad, preferencias, horizonte y circunstancias.

El enemigo son las pérdidas desproporcionadas

Como se observa en la tabla de los *drawdowns* del S&P-500 durante el último siglo, las pérdidas desproporcionadas son el enemigo de toda inversión por tres motivos:

- Por la **rentabilidad exponencialmente creciente y asimétrica que se necesita** para recuperar el nivel previo alcanzado.
- Por la posibilidad de **destruir el esfuerzo inversor de muchos años**; como casi le ocurrió a nuestro inversor durante el *drawdown* de la Gran Depresión.
- Por el **sufrimiento emocional** que el inversor experimenta frente a un *drawdown* desproporcionado, que puede llevarle a abandonar la inversión antes de tiempo, impidiendo que su inversión pueda converger a la rentabilidad esperada de la estrategia o el activo en el medio y largo plazo.

Un ejemplo paradigmático de cómo los *drawdowns*, el FKT y el FOMO llevan a la mayoría de los inversores a hacerse daño a sí mismos, es el de los partícipes en el fondo *Magellan* gestionado por Peter Lynch entre 1977 y 1990. A pesar de obtener una rentabilidad anualizada en torno al 29%, ninguno de sus partícipes consiguió dicha rentabilidad (!) porque la inmensa mayoría reembolsaba cuando sufría un (normal e inevitable) *drawdown* (FKT), y volvía a suscribir el fondo tras un *run-up* (FOMO), en un comportamiento repetitivo ilustrado en el siguiente esquema:



Creemos que *drawdowns* más reducidos pueden ayudar al inversor a “mantener el rumbo” y permanecer invertido al experimentar un menor sufrimiento emocional a lo largo del camino.

Pero la eliminación de los *drawdowns*, como se ha comentado, es intrínsecamente imposible. Por ello **siempre habrá una parte del esfuerzo que recae**

sobre los hombros del inversor: Ser capaz de no hacer nada cuando efectivamente la mejor opción es no hacer nada. Esto es, seguir el plan previsto y como dicen en inglés, “sit on your hands”⁴; pues si bien no podemos evitar cómo sentimos, sí que podemos controlar cómo actuamos.

En resumen:

- **Los *drawdowns* son inevitables en cualquier inversión, incluso en excelentes estrategias rentables.**
- En estrategias rentables, ***drawdown* no equivale necesariamente a pérdida** cuando se toma en cuenta el retorno total al final del horizonte de inversión. Como en la analogía inicial de partido de fútbol a medias, depende de en qué punto empezamos a invertir y de si nuestro horizonte de inversión permite a la estrategia converger a su rentabilidad.
- Debemos ser **preventivamente conscientes** de que nuestras emociones — como seres humanos que somos y no podemos cambiar—, harán que inevitablemente **nos angustie** cualquier caída temporal cuando estamos invertidos (FKT), así como **ansiedad** nos producirá cualquier subida cuando estemos desinvertidos (FOMO). Pero **si bien no podemos evitar cómo sentimos, sí que podemos controlar cómo actuamos.**
- Antes de comprometernos a invertir en una estrategia es conveniente **comprender e interiorizar la estrategia** lo suficiente para generar la **confianza** que necesitaremos a la hora de navegar las emociones que nos producirán sus subidas y bajadas. De este modo evitaremos que los inevitables *drawdowns* nos empujen a actuar en sentido contrario a como sería más rentable: Estos es, a vender tras una caída y comprar tras una subida, en lugar de quizá aprovechar los *drawdowns* como oportunidades de compra y actuar a la inversa de como nos empujan nuestras emociones.

⁴ “Sentarse encima de las propias manos” y así evitar la tentación de cometer errores movido por la emociones.

Apéndice A: Contabilidad emocional y financiera

Para comprender verdaderamente el sufrimiento que los inevitables movimientos y *drawdowns* en nuestras inversiones producen, hay que vivirlos en carne propia. Una cosa es *conocer o hablar del camino*, y otra *hacer el camino*. Esto es algo que quizá los inversores noveles que nunca han sufrido un *drawdown* con su dinero no pueden llegar a comprender en toda su profundidad y alcance, hasta que un *drawdown* no ‘ataque’ sus ahorros y sientan la amenaza como real e inmediata.

Aún así, vamos a intentar explicar el proceso que lleva al sufrimiento y éste a cometer errores. Para ello, recurriremos de nuevo a Paco —el mismo que llegó tarde al partido de su equipo y no sabe si con dos goles en contra está perdiendo o no el partido— para intentar meternos en su piel.

Paco es un inversor típico cuyo factor de asimetría de Kahneman-Tversky o FKT es de por ejemplo un 2.5. Esto es, un mismo porcentaje de variación en su patrimonio le agobia o hace sufrir con una intensidad 2.5 veces mayor si es negativo, que intensa es la alegría que le produce cuando es positivo.

Paco es un empresario ocupado al 100% en gestionar desde hace años su empresa. Con los agobios de del día a día de la empresa, apenas le queda tiempo de ocuparse de su cartera de inversión en la que está ahorrando para su jubilación desde hace un par de décadas. Por ello ha delegado sus inversiones en un asesor de confianza con el que está muy satisfecho. Así, cuando llegan los informes mensuales, “pasa de ellos” y no los lee. Para seguir la evolución de sus inversiones, Paco se limita a evaluar su inversión una vez al año en una reunión con su asesor.

Imaginemos también que Paco está invirtiendo muy bien y su estrategia produce de media solo 1 año perdedor de cada 10, con una rentabilidad media anual del 6% y volatilidad media del 8% (“media” significa que unos años estarán por encima y otros por debajo de esa media). Como Paco se expone sólo a un único resultado al año (por

puras razones prácticas), el impacto emocional de estar expuesto a un resultado al final de cada año coincidirá muy probablemente con una cifra de rentabilidad financiera positiva (recordemos que su estrategia en promedio produce 1 año de cada diez en negativo), con lo que no se expondrá al “sufrimiento” de ver rentabilidades negativas con mucha frecuencia.

Pero un día Paco se cansa de tanto estrés en su negocio y, viendo lo bien que va su inversión financiera de largo plazo, considera que ya puede “vivir de las rentas” y retirarse habiendo alcanzado ese concepto tan de moda hoy llamado libertad financiera. Podrá entonces seguir con más atención la evolución del equipo de fútbol de su pueblo y no llegar tarde a los partidos, así como seguir más de cerca sus inversiones a las que sólo evaluaba anualmente.

Vende entonces la participación que tiene en su empresa e invierte el dinero en la estrategia que tan buenos resultados le está dando desde hace tanto tiempo. Paco toma una bienintencionada decisión, aparentemente útil y práctica, pero de grandes e inesperadas consecuencias para su ahorro a largo plazo.

Como ahora tiene mucho tiempo libre, va a prestar una especial atención a sus inversiones y “seguir de cerca” su evolución. Siente curiosidad (algo bueno) y piensa llamar más a menudo a su asesor para “comentar cada jugada del mercado” con “el experto”. Es decir, Paco va a **umentar la frecuencia de exposición a la inevitable variabilidad en los precios** en su cartera y en los mercados.

Transcurre el primer año de seguimiento y la cartera de Paco casualmente ha obtenido un retorno total ligeramente por encima de la media esperada, obteniendo un 7.3% de rentabilidad acumulada en el año. En el camino, se han producido 6 meses negativos y 6 meses positivos con un poco más de volatilidad de lo habitual. Por ejemplo (elaboración propia sólo a efectos ilustrativos):

Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Total:
3.42%	1.46%	-0.26%	-2.45%	-0.49%	1.60%	-0.15%	-1.11%	1.97%	-3.37%	3.77%	2.99%	7.33%

Pero si la rentabilidad financiera de ese primer año de seguimiento ha sido del +7.3%, **¿cuál ha sido entonces la “rentabilidad emocional” para Paco?**

Para un inversor racional —que no existe, pues todos los seres humanos nacemos con el cerebro

sesgado que nos ha permitido sobrevivir como especie durante millones de años hasta llegar aquí—, ambas deberían coincidir, pues ha superado su objetivo de rentabilidad del 6% anual. Pero **la experiencia subjetiva de Paco es ahora muy distinta** a sus años de seguimiento anualizado. **Mes a mes ha ido acumulando el efecto de la asimetría**

de **Kahneman** en su percepción de las rentabilidades que ha ido recibiendo. Es decir, aunque el acumulado neto en rentabilidad financiera a fin de año es positivo, el hecho de que cada mes en negativo le produce un sufrimiento emocional 2.5 veces mayor que los positivos, **ha terminado acumulando una ‘rentabilidad emocional’ neta negativa de ‘-4.4%’ a fin de año** (multiplicando x2.5 cada mes en negativo).

Nos encontramos pues con el **resultado sorprendente y paradójico** de que, aunque la rentabilidad financiera ha sido incluso mayor a la media y la estrategia ha seguido funcionando perfectamente como en años anteriores según lo esperado, el 7.3% de rentabilidad financiera final **no compensa el sufrimiento emocional acumulado** por Paco durante el año de ‘-4.4%’.

En resumen, cuando Paco se limitaba a seguir la evolución de su cartera **anualmente** teníamos coincidencia entre rentabilidad financiera y emocional:

- Rentabilidad anual financiera: **+7.3%**
- Rentabilidad anual ‘emocional’: **+7.3%**

Y ahora que **consulta su cartera una vez al mes, ya no coinciden:**

- Rentabilidad anual financiera: **+7.3%**
- Rentabilidad anual ‘emocional’: **-4.4% (!)**

Las cosas se hubieran puesto aún más cuesta arriba para Paco si el resultado financiero a fin de año hubiera quedado por debajo de la media, por ejemplo un +3%. Fácilmente podemos encontrarnos años más volátiles con rentabilidades ‘emocionales’ acumuladas peores al -10%. Paco no pierde dinero nominalmente, pero **empieza a acumular unas dosis de dolor** importante. Cuando antes sólo veía un resultado malo al final del año encajaba el golpe pensando “bueno, ha sido un año flojo, ya vendrán años mejores”. Pero ahora que sigue mes a mes la evolución de las rentabilidades, acumula un dolor tal que difícilmente puede compensar el terminar el año con rentabilidad financiera positiva. La consecuencia inmediata es que Paco **empieza a tener dudas de su estrategia de inversión, ¡incluso cumpliendo las expectativas!**

Pero vayamos aún más allá en esta **montaña rusa emocional**. Si en vez de consultar los resultados mensuales Paco decide “tomarse aún más en serio sus inversiones” y seguir su cartera **día a día**, ese mismo año pasaría de tener 6 punzadas de dolor a sufrir unas 110 punzadas (número de días promedio al año de rentabilidad negativa), ¡acumulando una ‘rentabilidad emocional’ neta del -90%! (diferencia entre los días positivos y multiplicar los días negativos x2.5). El sufrimiento empieza a resultar insoportable:

- Rentabilidad anual financiera: **+7.3%**
- Rentabilidad anual ‘emocional’ al observar su inversión todos los días: **-90% (!)**

Esta espiral de dolor le lleva a **consultar aún con más frecuencia las rentabilidades** de sus inversiones. Cuando los mercados caen por la mañana o sufren un fuerte movimiento por culpa de alguna noticia imprevista o dato macro fuera de rango, Paco los revisa con más frecuencia. Como si aumentar el tiempo que pasa viendo los precios fuera a darle más información, o sus esperanzas y miedos influir en los precios. Paco alcanza así el **límite del masoquismo inversor**; haciendo prácticamente **imposible para nadie soportar tal sufrimiento, por buena que sea la estrategia de inversión en el medio y largo plazo.**

El proceso de verse expuesto con frecuencia a las rentabilidades dispara artificialmente el FKT y las emociones que sufre serán tan intensas que impulsará a Paco a **poner en duda una y otra vez su inversión**. Cada vez que atravesase una *drawdown* (algo inevitable en cualquier inversión líquida debido al movimiento natural de los precios a lo largo del tiempo) o el último resultado consultado sea negativo, la punzada de dolor le llevará a dudar si la estrategia ha dejado de funcionar, torturándole y empujándole a abandonar, si no hoy, mañana cuando vuelva a sentir el dolor que le produce el *drawdown*. A la inversa, si el último resultado parcial consultado es positivo, apenas aliviará el inmenso dolor acumulado por su exposición previa y continua a las variaciones de precios.

Lo que le ocurre a Paco —y por extensión, a todos los humanos cuando invertimos—, es que **cada resultado parcial es considerando por nuestro cerebro emocional como una importante señal a interpretar, cuando en realidad se trata del ruido típico y esquizoide de los movimientos de los precios en el corto plazo**. Cuanto mayor sea la frecuencia de exposición a los precios, menos significativos estadísticamente se vuelven —a más ruido, menos señal—, por lo que se hace imposible sacar conclusiones a partir de los resultados del corto plazo.

Pero eso resulta indiferente a nuestras emociones, porque no entienden de estadística y menos de la diferencia entre ruido y señal. La tortura de estar constantemente expuesto al ruido empujará a Paco —quien paradójicamente decidió jubilarse con el bienintencionado doble objetivo de escapar del estrés y mejorar sus inversiones— a **estropear su plan de inversión y abandonar una estrategia ganadora**, traspasando sus ahorros quizá hacia alguna inversión sin variaciones en los precios (es decir, a renunciar a la rentabilidad a largo plazo), o apuntándose a la estrategia perdedora de invertir en el fondo “de moda” que triunfó el año pasado.

* * *