

No hay razón alguna para esperar un crash financiero

Una vez más, Howard Marks publicó un excelente memo que no debe de tomarse por alto. En [Yet Again?](#), el *superinvestor* y autor de [The Most Important Thing](#), discutió sobre el Bitcoin, los FAANGs (Facebook, Amazon, Apple, Netflix & Google), la inversión pasiva, las razones por las cuales no estamos en una burbuja financiera e invertir en un mundo con rendimientos bajos.

Trabajando en su nuevo libro, Marks afirma que el inversor puede obtener un rendimiento por encima del promedio haciendo dos cosas:

1. Selección: tratando de mantener más las cosas que les irá mejor y menos las cosas que les irá peor.

2. Ajuste del ciclo: tratando de tener una mayor exposición al riesgo cuando los mercados suben y menos cuando bajan.

Howard también asegura que es posible que los resultados de inversión mejoren cuando los inversores tengan la capacidad de ajustar su posición para adaptarse al mercado. Esto lo hizo con Oaktree en 2001, durante la Burbuja Punto Com, y durante el colapso financiero de 2008. Entonces, para adaptarse al mercado el inversor debe:

- Conocer como están actuando los mercados.
- Conocer el nivel de las valuaciones.
- Conocer la facilidad de ejecución de los financiamientos de riesgo.
- Conocer el estatus de la psicología y comportamiento del inversor.
- Conocer la presencia de la codicia versus el miedo.
- Conocer en qué parte del ciclo se encuentran los mercados.

Las observaciones respecto a las valuaciones y al comportamiento del inversor no te pueden decir qué sucederá mañana, pero dicen mucho de dónde estamos parados actualmente, y por lo tanto sobre las probabilidades que regirán el plazo intermedio. Pueden decirte si debes ser más agresivo o más defensivo; simplemente no se puede esperar siempre estar en lo correcto, y ciertamente no estar en lo correcto inmediatamente.

Los ciclos que suben y bajan suelen ser provocados por cambios en los fundamentales y empujados hacia sus extremos por los cambios en las emociones. Todo el mundo está expuesto a la misma información fundamental e influencias emocionales, y si tú respondes a ellos de una manera típica, tu comportamiento será típico: procíclico y dolorosamente equivocado en los extremos. Para hacerlo mejor -para tener éxito al ser un contrarian y anticíclico- tienes que: (a) comprender los ciclos del mercado, conocimiento que se puede obtener a través de la experiencia o al estudiar historia, y (b) tener la capacidad de controlar tus reacciones emocionales a los estímulos externos.

Cuando la euforia generalizada y el optimismo causan que los precios de los activos excedan significativamente los valores intrínsecos y las métricas comunes de valuación, en algún punto debemos tomar nota y aumentar la prudencia. Y sin embargo, invariablemente, el mercado continuará subiendo durante un tiempo hasta excesos aún mayores, haciéndonos quedar mal. Esta es una consecuencia ineludible al tratar de

saber dónde estamos parados y tomar las medidas adecuadas.

Sobre los FAANGS

Se ha hablado mucho sobre las críticas que hace Marks a los FAANGs. En el memo, el inversor explica lo siguiente:

Mi punto sobre los FAANGs no era que fueran malas inversiones individualmente, o que están sobrevalorados. Fue que el ungimiento de un grupo de super acciones es indicativo de un mercado alcista. No puedes tener un grupo tratado como los FAANGs han sido tratados en un mercado cauteloso, pesimista o sobrio. Así que no debe ser leído como una queja sobre ese grupo, sino más bien indicativo [del estado del mercado].

Sobre el Bitcoin

Howard confiesa que ha estado viendo de manera incorrecta al Bitcoin y otras monedas digitales. Además, da una lista de por qué piensa que eventualmente este tipo de moneda digital será legal y por qué sus defensores están en lo cierto:

1. Es algo que las personas están de acuerdo utilizar como moneda corriente; para pagar cosas, deudas, utilizarla como reserva de valor e intercambiarla por otras monedas.
2. Ahora que el dinero está respaldado por promesas y crédito de los gobiernos, el Bitcoin no es muy diferente.
3. “Las monedas cambian de valor entre sí, en teoría basado en el poder adquisitivo diferencial, y en la práctica basado en los cambios de la oferta y demanda (que puede derivarse, entre otras cosas, en los cambios del poder adquisitivo.)”

Cuando dije que el Bitcoin “no es real” es porque no tiene valor intrínseco o subyacente, eso es ciertamente verdad en el dólar y otras monedas fiduciarias: no hay nada detrás de ellas tampoco. Ya no las puedes intercambiar por oro.

Howard también afirma que el efecto red (*network effect*) del Bitcoin, también lo ayudará a ser aceptado como una moneda de curso legal:

Cuantas más personas se unan al movimiento del Bitcoin, más se aceptará como moneda de curso legal, más útil será y más demanda aumentará. Ignorando el uso de Bitcoin como una moneda, mucha gente va a comprar sólo porque alguien más les pagará más por ello. (Esta vez la honorada “Teoría del Más Tonto” está en el corazón de todas las manías especulativas). Del mismo modo, la gente lo comprará por miedo a perderse otro patrón de un mercado alcista.

El inversor también advierte de las precauciones que debe tener el inversor en Bitcoin, pues “estar de acuerdo en que el Bitcoin podría convertirse en un medio de intercambio aceptado, no es lo mismo

que decir que deberías de comprarlo ahora para hacer dinero.” Además concluye:

La oleada de Bitcoin: (a) hay un grano de verdad subyacente en lo expuesto arriba; (b) Existe la posibilidad de un círculo vicioso: la demanda generalizada dará lugar a una aceptación más amplia como moneda de curso legal, que conducirá a una demanda generalizada; y (c) por lo tanto, estos tres pueden llegar al cielo, ya que no hay un límite obvio a esta lógica. Ninguna de estas cosas necesariamente hace que el Bitcoin sea un error. Se limitan a decir que los elementos que contribuyeron a burbujas pasadas, pueden ser detectados hoy con respecto al Bitcoin. No siento que deba poner mi dinero en él, porque considero que es una burbuja especulativa. Estoy dispuesto a estar equivocado.

Sobre la inversión pasiva

Howard comenta cómo ha crecido la inversión pasiva, alegando que los inversores también pueden replicar a los índices al comprar una acción de cada empresa que cotiza en los índices. “De esta manera invertirás en acciones del índice en proporción a su representación, lo cual se presume que es lo “correcto” ya que es fijado por los inversores que evalúan sus fundamentales.”

La inversión pasiva se lleva a cabo en vehículos que no emiten juicios sobre la solvencia de las compañías y de la equidad de precios. Siempre he visto a los fondos índice como unos “aprovechados” que hacen uso de las decisiones concluidas de los inversores activos de forma gratuita. ¿Qué tan cómodos pueden ser los inversores estos días, ahora que cada vez se toman menos decisiones activas?

Si todo el capital de renta variable se va a los fondos índice por su fiabilidad y bajo coste, entonces las acciones en los índices serán caras en relación con las que están afuera de ellos. Esto creará extensas oportunidades para que los gestores activos encuentren gangas entre estos últimos. No digo que el proceso de la inversión pasiva sea defectuoso, solo que merece más escrutinio de lo que está recibiendo hoy.

¿Estamos en una burbuja?

Howard explica sus razones de por qué no estamos en una burbuja en el entorno general de las inversiones:

1. Puesto que no ha habido un auge económico en esta fase de recuperación, no tiene por qué haber un estallido mayor.
2. El apalancamiento en los bancos es una fracción de los niveles alcanzados en 2007, y fueron estos niveles que dieron lugar a los colapsos financieros que presenciamos.
3. Muy importante, las hipotecas supprime y los valores respaldados por hipotecas supprime fueron los ingredientes clave cuyo fracaso causó la Crisis Global Financiera, y no veo algo parecido actualmente, ya sea en magnitud o grado de duda.

No hay razón alguna para esperar un crash financiero. Puede haber una corrección

desagradable, o en teoría los mercados podrían bajar a niveles más razonables -o mantenerse planos en medida que las ganancias aumenten- durante un largo periodo.

¿Cómo invertir en un mundo con rendimientos bajos?

1. Invierte como siempre lo has hecho y espera tus rendimientos históricos. “Sería una locura esperar obtener rendimientos tradicionales en la actualidad al invertir de la manera tradicional en que lo has hecho”.

2. Invierte como siempre lo has hecho y confórmate con los bajos rendimientos de hoy. “Este punto es muy difícil.”

3. Reduce el riesgo para prepararte para una corrección y sigue aceptando bajos rendimientos. “Si crees lo que he dicho en este memo, deberás optar por esta opción.”

4. Mantente en efectivo con un rendimiento cercano a cero y espera por un entorno mejor. “Un gran ejemplo de reducir el riesgo. ¿Estás dispuesto a aceptar un rendimiento de cero como el precio a pagar para asegurarte que estás evitando una posible corrección? La mayoría de los inversores no pueden o no estarán dispuestos a obtener rendimientos de cero.”

5. Incrementa el riesgo al buscar rendimientos más grandes. “Incrementar el riesgo es una manera para obtener grandes rendimientos en un mundo con bajos rendimientos. Pero si la presencia de riesgo elevado en el entorno verdaderamente significa que una corrección está por venir en algún momento, el riesgo debe ser incrementado únicamente con cuidado.”

6. Pon más en nichos especiales y en gestores de inversión especiales. “Si pueden ser identificados, pueden ofrecer mayores rendimientos sin proporcionalmente más riesgo. Eso es lo que ‘especial’ significa para mí, y parece ser que es la solución ideal. Pero no es sencillo. Perseguir este rumbo debe ser basado en la creencia que (a) existen los mercados ineficientes y (b) tú o tus gestores tienen las habilidades excepcionales para explotarlos.”

Yo haría las cosas que siempre he hecho y aceptar que los rendimientos serán menores de lo que tradicionalmente han sido (2.) Mientras se hace lo habitual, incrementaría la precaución con lo que hago (3.), incluso a costa de la reducción de los rendimientos esperados. Y quisiera enfatizar que los “mercados alfa” donde el trabajo duro y la habilidad podrían aumentar los rendimientos (6.) ya que no hay “mercados beta” que ofrezcan rendimientos generosos en la actualidad.