



NOSOTROS LOS MERCADOS

Daniel Lacalle

Daniel Lacalle, gestor de uno de los más importantes hedge funds y reconocido analista financiero, nos ofrece un fascinante viaje al interior del mundo de las altas finanzas.

Jorge Casañ Vázquez

Santiago García Gisbert

Miguel Sempere Navarro

En el presente trabajo se va a realizar un pequeño resumen del libro “*Nosotros, los mercados*” del conocido gestor de fondos de inversión Daniel Lacalle.

En este libro se tratan varios aspectos de los mercados financieros. Explica cómo funcionan a nivel divulgativo para que cualquier persona con un mínimo de interés por las finanzas pueda leerlo y comprenderlo, a la vez de servir de gran ayuda para forjar una propia opinión; pues Lacalle hace profundas reflexiones en las que anima a cualquier lector a ser crítico con la forma de entender las inversiones. Además, se trata con mucho rigor y detalle uno de los grandes problemas económicos de España, nuestro país, y es el problema del déficit e incremento de la deuda. Por último, Lacalle explica qué son los Hedge Funds y su experiencia con ellos.

Nosotros, aparte de realizar un pequeño resumen introductorio del libro, hemos ido un paso más allá y hemos intentado ser –en medida de lo posible- críticos con Lacalle.

1. Los mercados financieros, qué son, quiénes son y cómo funcionan.

Como ya se ha mencionado, en la primera parte del libro Lacalle explica qué son, cómo funcionan y porqué resultan imprescindibles los mercados financieros.

El autor del libro comenzó su carrera profesional en Repsol en el departamento de inversiones. Ahí empezó a destacar tanto por su conocimiento teórico y su eficacia en el trabajo como por las relaciones que estar en un trabajo así le otorgaba. Esto hizo que un día recibiese una llamada de un fondo de inversión norteamericano con una invitación a una entrevista de trabajo. Cuando Lacalle llegó a Nueva York, tuvo varias pruebas antes de recibir una oferta y, en estas pruebas, el autor destacó exclusivamente por un factor: era diferente al resto con un espíritu muy crítico y renovador.

Básicamente, lo que la gran masa de los trabajadores del sector comparte con Lacalle es la pasión por la economía, pero no la ortodoxia ni el análisis tradicional, y mucho menos estar de acuerdo con la opinión mayoritaria. El autor exige ver las cosas desde un punto de vista único, y cuestionar el status quo, es decir, no creerse la opinión mayoritaria porque “las cosas son así”. De esta forma defiende que es como se descubren crisis “subprime” o la burbuja de la deuda soberana, la sobrevalorización de las puntocom o las constructoras. No es pensar out of the box sino pensar “**against the box**”.

Lo importante, según él, es el balance y la deuda, algo que a muchos no les importaba por aquella época porque siempre había alguien dispuesto a comprar y por ende siempre había parte compradora, es la llamada “greater fool theory”. Esto que el autor critica tiene toda la razón del mundo, pues no ha sido necesario irse a EEUU para comprobarlo al estallar la burbuja del ladrillo en nuestro país.

Posteriormente y ya cuando volvió de más de un año en EEUU a Madrid, a Daniel le ofrecieron un puesto en un hedge fund en la City de Londres y estuvo dispuesto a renunciar en su puesto directivo para irse a un puesto de trabajo extranjero en donde la volatilidad en su puesto era lo normal. Pero tanto su mujer como Daniel tenían una idea

clara, hay que arriesgar y estar dispuestos en sacrificarse, pese a que su mujer y sus trillizos estuvieran en Madrid y él en Londres haciendo el “Commuting”¹.

Cuando Lacalle por fin llegó a Londres, el pensamiento que forjó anteriormente y regía su forma de actuar, es decir, el “think against the box” fue lo que le hizo triunfar en su estancia allí. Durante esta, Daniel vivió los “años de oro” en los que todo el mundo se hacía rico siguiendo las mismas pautas y vio también como compañeros suyos entraban a la empresa y al tiempo se encontraban sus pertenencias en una caja en la secretaría, pues habían sido despedidos. Se respiraba el clásico “si va bien es mérito mío, pero si va mal es culpa del mercado”.

El autor explica que una forma sutil de culpar al mercado es decir que la bolsa sube gracias a los inversores y cuando bajaba era por los especuladores. La prensa solo se acuerda cuando los mercados van mal. Seguimos sin valorar la liquidez, el acceso al capital y la interconectividad. El mercado no ataca, se defiende, porque intenta proteger su capital, ante una política global de represión financiera. El mercado es una oportunidad de inversión. La caída de Lehman en sí misma no es lo que generó desconfianza, sino la decisión arbitraria de rescatar a unos y a otros no.

No valen excusas como el mercado se equivoca. Se equivoca el gestor. No existe un sistema más democrático, claro, preciso y darwiniano. Los algoritmos no se diseñan pensando en lo que sucede en bolsa, se diseñan pensando en lo que harán los valores sobre la base de las cifras que se publican; la combinación óptima de datos que pueden hacer que suba o baje. Los algoritmos eran interesantes por su limpieza y análisis detallado y porque crean liquidez y reducen los costes de transacción. No se mueven por impulsos emocionales. El comportamiento de los productores de petróleo es pro cíclico, es decir, incrementan la producción cuando baja el precio para compensar los ingresos perdidos, y la reducen a niveles suficientes cuando el precio es adecuado. Por eso se reúnen como cartel y fijan cuotas, para evitar episodios de exceso de suministro y shocks de demanda. Todos los análisis se basan en la demanda, sobre todo para los traders, en mantener el precio del petróleo u otras materias primas. Los traders son operadores que generan liquidez, son operadores esenciales para desinflar burbujas causadas por elementos no fundamentales.

2. La crisis de deuda y la gran mentira del dinero gratis.

La deuda de un país se paga con impuestos, recortes y menos crecimiento.² Los indicadores de liquidez 2007 mostraban un altísimo riesgo en donde la espiral de gasto crea un círculo vicioso similar al de una familia que vive de la tarjeta de crédito, lo cual es un ritmo de vida simplemente insostenible.

El capital, el balance y la caja lo dicen todo.³ La renta fija, los bonos soberanos y corporativos, tienen riesgo, y cuanto mayor la deuda, mayor el riesgo. Esta falta de educación financiera es en parte lo que llevó a nuestro país a lanzarse a los bonos de

¹ Ir y venir de Londres a Madrid semanalmente

² <https://www.dlacalle.com/el-tsunami-de-deuda/>

³ Esta es la idea central del libro. Daniel la repite constantemente, en cada una de sus partes.

Nueva Rumasa y similares. Hay que aprender y sobre todo darse cuenta que la culpa no es de los mercados, sino de las personas que no saben gestionar sus impulsos. Cuando entran los rescates y se destruye el principio de responsabilidad crediticia, se generan incentivos perversos, se toman riesgos exagerados ante promesas de rescate y se hunde la credibilidad de todo el sistema.

España, con el origen de la deuda soberana, incrementó el gasto público en 67.264 millones de euros entre 2007 y 2011, un 6,4% del PIB, para generar una caída del PIB del 3,3% y una caída de la producción industrial del 12,7%, con un aumento del desempleo brutal. El FMI mostró recientemente que si se ajusta el efecto de la deuda, España prácticamente no ha crecido en los últimos diez años. La solución es volver a la moderación, a lo que hizo este país un modelo, no de deuda, sino de creación de empresas bien gestionadas y poco endeudadas. Volver a pensar en la rentabilidad adecuada al riesgo. Sin embargo, no se quieren poner soluciones internas dolorosas, se buscan culpables externos.

Cuando estalló la crisis de las hipotecas en Estados Unidos, se puso en marcha inmediatamente la máquina de buscar la culpa a culpables externos, y rápidamente aparecieron las agencias de calificación crediticia, encargadas de analizar la deuda soberana y corporativa. Las agencias se han equivocado y mucho. Todos los países se sienten con el derecho de ser aprobados. Standar&Poor's, Moody's y Fitch⁴ han sido extremadamente benignas porque sólo pueden utilizar datos documentados, y nunca hacen previsiones de futuro que difieran agresivamente de los emisores. Eso es lo que explica también que reaccionaran tarde con las hipotecas subprime.

Lo que hace falta en Europa y en España es que se centren en recobrar la credibilidad, atraigan capital en vez de espantarlo y dejen de vivir en la fantasía del gasto público, el crédito fácil, la sopa boba del subsidio y los derechos adquiridos que negamos a los demás.

En Noviembre de 2012, el Eurogrupo y el FMI decidieron desbloquear 43.000 millones de euros⁵ para que Grecia pudiera hacer frente a sus pagos. Grecia puso de manifiesto la fragilidad europea y el riesgo de tapar deuda con más deuda. Ante la enorme bola de nieve, en Europa se pusieron en marcha enormes inyecciones de liquidez del BCE, las cuales generaron sin embargo un riesgo considerable. Al usarse la mayor parte de esa liquidez para que los bancos compraran deuda soberana, se generó un círculo vicioso. Por un lado, esa liquidez no llegaba a la economía productiva, y por otro lado, se doblaba el riesgo porque cuando subía la prima de riesgo del Estado la cartera de bonos soberanos de los bancos se convertía en un riesgo inaceptable. La pérdida de capital inversor y la desindustrialización del continente se compensaron con más gasto público y político. En Europa hubo un proceso de intervencionismo gubernamental y voracidad recaudatoria que provocaron la salida del capital inversor extranjero y la aceleración de la desindustrialización de la Eurozona.

En 2007, el sector financiero suponía un 89% del PIB en EEUU, mientras que Europa era del 320%. En 2010 el capital privado suponía más de un 25% de la financiación en EEUU,

⁴ <https://www.universidadviu.es/agencias-calificacion-rating/>

⁵ <https://www.20minutos.es/noticia/1088390/0/crisis/grecia/cronologia/>

en Europa menos del 4%. Esa caída fue el resultado de las políticas intervencionistas, la elevada fiscalidad, la inseguridad jurídica y de unos costes energéticos desproporcionados.

En nuestra opinión y coincidiendo con Daniel, el rescate es más caro que la posibilidad de dejar que suba la prima de riesgo del resto de los países europeos. Por ejemplo, el coste de dejar quebrar a Grecia es menor que el de rescatarla. Todo ello llevó a que se empezase a temer la ruptura del euro por la imposibilidad de rescatar a todos los países problemáticos.

Los que temían la ruptura argumentaban tres cuestiones:

- ✓ La necesidad de refinanciación de los países europeos, sumadas a la inevitable contracción del PIB.
- ✓ Un par de países no pueden rescatar a todos los demás. Decir que se trata de un problema de los países periféricos no es correcto. El problema de la deuda incluía a Francia y otros países centroeuropeos.
- ✓ El único efecto positivo de mantenerse en el euro es poder financiarse a tipos atractivos y contar con una moneda fuerte en un entorno comercial y financiero protector. Es decir, el coste financiero de mantener la moneda única no compensa la ruina económica y social de cargar a los ciudadanos con su coste.

Aportar liquidez debe de ser una medida temporal, no estructural, se impone la solución evidente que es la prudencia presupuestaria, atajar la espiral de gasto político, limpiar los balances de la banca y atraer capital.

La necesidad de cuadrar cuentas, de dejar de despilfarrar y moderar la deuda guarda una relación directa con los derechos sociales. En nuestra opinión y de acuerdo con Leopoldo Abadía, el eterno problema de nuestro país es ignorar el riesgo por acumulación y concentración.

La prima de riesgo por encima de 100 puntos básicos es un problema que demuestra que las inyecciones de liquidez no funcionan, incentivan y rescatan a los que han hecho mal y encima el efecto placebo dura cada vez menos. Mientras España no publique cifras de mejora de su calidad crediticia que sean claras, inequívoca y sostenible va a ser difícil ver la prima de riesgo bajar a niveles de los 50 puntos.⁶

El error global de los bancos a apalancarse hasta el infinito⁷. Desde hace ya unos años, el modelo de toda la banca de inversión es simplemente no rentable, y eso ha hecho que se pase a un modelo bancario a un modelo de trading.

Según decían algunos, la deuda no es un problema ya que podemos bajar los tipos e imprimir más moneda. Pero los riesgos del QE son los siguientes:

- ✓ Genera inflación de materias primas, sobre todo agrícolas y energéticas. No se genera riqueza empresarial ni empleos, solo inflación bursátil y de activos.

⁶ Leopoldo Abadía: <http://blogs.lavanguardia.com/el-jardin-de-los-sensatos/2018/02/21/deuda-a-perpetuidad-46915/>

⁷ Enrique Bujidos, Socio Responsable de Reestructuraciones en PWC, en su artículo: "Las reestructuraciones que vienen: ojo con la deuda de las empresas"

- ✓ No genera el famoso efecto riqueza. La gente no se lanza a consumir cuando ha perdido la confianza en el sistema institucional.
- ✓ No apoya al crecimiento económico

En Septiembre de 2012 se anunció la tercera ronda de expansión cuantitativa QE3, y apenas se apreció ningún cambio ya.

La deuda importa y mucho. Ante todo por su volumen. 3,2 billones de euros de deuda adicional en el Eurozona e'n 2012, y un BCE cuyo balance ya supera los 3 trillones de euros. Nos olvidamos que cuando pagamos gastos corrientes con deuda, son nuestros hijos los que reciben la factura, con intereses.

Estas son las ideas centrales de nuestro análisis:

- ✓ El BCE debe inyectar fondos a la banca para reducir el riesgo.
- ✓ Si reducimos el déficit bajará la prima de riesgo
- ✓ La intervención sobre el mercado de deuda hunde el acceso al crédito de las empresas
- ✓ Detrás de todo banco central hay inversores privados e impuestos para los contribuyentes
- ✓ El déficit no es un derecho y la deuda no es un beneficio

Trata de mostrar que los que defienden el aumento del gasto público para estimular la demanda interna parten de varios erroresⁱⁱ:

- ✓ La caída de la inversión privada es una anomalía injustificada.
- ✓ Que los gobiernos europeos gastarían el dinero de los contribuyentes de manera más eficiente y prudente que el sector privado.
- ✓ Que los gobiernos centrarán su criterio inversor en buscar una rentabilidad adecuada, unos costes controlados, y una buena gestión.
- ✓ Que las decisiones de inversión y de gasto de los gobiernos son compatibles con la iniciativa privada y el mercado libre.
- ✓ Que si se toman malas decisiones de inversión pública, siempre se pueden compensar con más impuestos y crecimiento.

Las razones por las cuales funciona la austeridad⁸ son las siguientes:

- ✓ Libera recursos financieros de actividades improductivas a actividades más eficientes
- ✓ Acelera la transición hacia una economía de mayor productividad. Cuando aumenta el gasto público, la productividad cae porque la mayor parte de esos planes de estímulo se envía a subsidios y rescates a industrias en decadencia y acaparan unos recursos financieros que imposibilitan la inversión en alta productividad.
- ✓ Crea empleo, no lo subvenciona
- ✓ En vez de cercenar el PIB se crea PIB.

⁸ Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart (Profesores de Harvard) y el comisario de Economía en Bruselas, Olli Rehn, junto con Daniel, son grandes defensores de políticas de austeridad en momentos necesarios.

Tenemos que salir de la espiral de gasto, de los favores debidos, del proteccionismo y las subvenciones que rescatan a los improductivos y taponan la innovación y la inversión en crecimiento.

El primer error es pensar que el acceso al crédito o al BCE es ilimitado, olvidando que la capacidad de endeudamiento no es exponencial y que detrás siempre hay capital privado. El segundo error es pensar que el rescate de España atraería inversores al calor del BCE.

Habría que bajar impuestos, cercenar la burocracia, y atraer capital genera empleo e ingresos fiscales en lugar de consumirlos.

Las principales medidas que recuperarían la competitividad de España son las siguientes:

- ✓ Atraer capital⁹
- ✓ Reducir impuestos, especialmente los de renta y sociedades
- ✓ Reforma estructural de las AAPP
- ✓ Cercenar las subvenciones

La única solución para España es la reducción de la deuda, no del déficit, y eso sólo se hace desde el gasto público. El proceso de consolidación fiscal español no va a ser creíble, ni factible, si no se reducen estructuralmente las partidas de gasto más grandes, recortando en los salarios públicos, asesores y administraciones duplicadas, inversiones improductivas y en las subvenciones.

3. Hedge funds y mercado bursátil.

Los Hedge Funds nacieron en 1949, de la mano de Alfred Winslow Jones, sociólogo y periodista financiero, el cual combinó dos técnicas inversoras que, por separado, pueden considerarse arriesgadas pero que, combinadas, y según defendía el mismo Jones, permitirían reducir el riesgo de la cartera y maximizar su rentabilidad. Por un lado, ventas al descubierto –pedir prestado un título, venderlo y recomprarlo más tarde, a un precio que se anticipa menor, para devolverlo a su propietario al vencer el préstamo– y, por otro, apalancamiento –emplear fondos prestados en las inversiones–.

Hedge se traduce literalmente como «cobertura» y, en el contexto financiero, una operación de cobertura se emprende con el objetivo de reducir o cancelar el riesgo acarreado por otra inversión. Así pues, hedging es una estrategia que tiene como objetivo principal minimizar la exposición de una cartera a determinados tipos de riesgo. De ahí que, tradicionalmente, se entienda por hedge fund un tipo de fondo que, combinando posiciones largas (compras), cortas (ventas al descubierto) y otras herramientas que veremos más adelante, pretende aislar sus apuestas de las oscilaciones generales del

⁹ Informe de PWC. Diciembre 2014. “Información corporativa. ¿Qué quieren saber los inversores?”
<https://www.pwc.es/es/publicaciones/auditoria/assets/informacion-corporativa-que-quieren-saber-los-inversores.pdf>

mercado. Este enfoque tendería a otorgar, a largo plazo, neutralidad de mercado a los HF (en promedio, se espera que los HF obtengan un retorno promedio independientemente de la evolución general del mercado —es decir, tanto si el mercado sube como si el mercado baja—).

La mayoría de HF persiguen aprovechar oportunidades de arbitraje en los mercados, es decir, diferenciales en los precios de distintos valores que no se consideran sostenibles. Estas oportunidades surgen de la discrepancia entre el precio de mercado de un activo y el que se considera su valor fundamental. Además, con el fin de minimizar riesgos, los HF acostumbran a diseñar una cobertura para proteger sus carteras de las oscilaciones del mercado. Dicho enfoque es el que conlleva a largo plazo la neutralidad de mercado que se asocia a la industria de los HF aunque, actualmente, no todos los HF utilizan este tipo de estrategia. Antes de abordar las estrategias más habituales del HF actual, es necesario entender primero cuáles son las herramientas o acciones básicas que utilizan en sus operaciones financieras.

Así pues, Daniel Lacalle defiende a los HF desde un punto de vista de protección frente a dicha volatilidad, ya que, con ellos busca defenderse ante posibles shocks del mercado. Como se extrajo de su entrevista con Uxío Fraga: *Si la bolsa sube somos todos genios. “Bull market Buffetts” los llamo yo. El problema es cuando baja, y, sobre todo, lo que pagamos por esa volatilidad. Si yo pago en un fondo tradicional un 1,5% o un 2% de comisión de gestión por una volatilidad del 25%, no tengo ningún tipo de protección ante shocks bajistas que cada vez son más frecuentes.*¹⁰

Pero, por supuesto, lo más importante y realmente fundamental en los HF es el gestor que los esté administrando. Es imprescindible cerciorarse de que sea competente y brillante para poder maximizar sus niveles *alfa* -ventaja competitiva sobre el mercado-, sin aumentar los niveles *beta* -riesgo sistemático-.

Esta es la principal baza de buenos managers, que los lleva a diferenciarse de otros mediocres o comerciales, los cuales solo intentan vender HF a toda costa, sin importar la calidad del producto que estén vendiendo, para generar comisiones y conseguir sus bonus. Hace poco salió la noticia del bróker Seth Klarman- Baupost Group, cuyo HF reintegra capital a sus inversores ante la imposibilidad de encontrar activos atractivos que se ajusten a sus requisitos de ‘distressed assets’ y mantiene un 42% de liquidez.¹¹ Existen otros grupos que, según Lacalle, están pecando de exceso de confianza y HF’s como el de Bank of America Merryll Lynch eleva la inversión hasta el 90%, dejando solo un 10% de liquidez en el mismo tiempo.

Queremos hacer hincapié en la importancia de HF que, como inversiones alternativas no sometan a los inversores a la presión de vender como sea y a quien sea, sino la

¹⁰ Entrevista de Uxío Fraga en www.novatostradingclub.com

¹¹ El Confidencial : ‘Toma tu dinero y vete’ https://blogs.elconfidencial.com/mercados/aprender-a-invertir/2017-09-15/fondos-inversion-reintegrar-dinero_1443503/

importancia de gestores especializados que maximicen los 'alfas' para obtener buenos niveles de rentabilidad.

También conviene resaltar el período cuando el Gobierno de España prohibió las posiciones cortas, único país de la OCDE en hacerlo.

Aquí estamos de acuerdo con la gran crítica que llevó a cabo en autor a esta medida, que consideramos inapropiada y que jamás sirvió para atajar el problema por la que fue aprobada.

La decisión de prohibir cortos denota debilidad y transmite falta de confianza. Pero, sobre todo, cuando se mantiene durante mucho tiempo empieza a generar efectos negativos, como el propio Julio Segura, ex-presidente de la CNMV, comentó recientemente.

Además, la Reserva Federal en su informe *"Market declines: what is accomplished by banning short selling"* recoge el escaso impacto de las posiciones cortas en el mercado, lo que aún justificaría en mayor medida la inutilidad de dicha prohibición.

En 2008 la prohibición de cortos no hizo nada sobre los valores sujetos a la intervención igual que en esta ocasión no ha hecho nada, al alza, comparado con valores tan endeudados como los españoles. Pero, desde luego, si se hizo algo fue acrecentar el riesgo sistémico y la volatilidad. Con volúmenes tan bajos, y mala liquidez, las caídas son exageradas y las subidas también.

ⁱⁱ Para Daniel, lo más importante de la escuela austriaca es que defiende la importancia de la libertad como elemento de control en la formación de precios, la no neutralidad del dinero y la determinación de los tipos de interés y los beneficios por la interacción de distintos operadores con productividades marginales distintas. Su acercamiento por la escuela austriaca vino por la constatación de los efectos dañinos de las políticas de intervención, a pesar de su formación neoclásica y Keynesiana, la cual por lo demás tiene aspectos absolutamente válidos.