

Nota a: Clientes de Oaktree

De: Howard Marks

Re: Riesgo revisitado

In April I had good results with *Dare to Be Great II*, starting from the base established in an earlier memo (*Dare to Be Great*, September 2006) and adding new thoughts that had occurred to me in the intervening years. Also in 2006 I wrote *Risk*, my first memo devoted entirely to this key subject. My thinking continued to develop, causing me to dedicate three chapters to risk among the twenty in my book *The Most Important Thing*. This memo adds to what I've previously written on the topic.

En abril tuve buenos resultados con *Dare to Be Great II*, partiendo de la base establecida en una nota anterior (*Dare to Be Great*, septiembre de 2006) y añadiendo nuevos pensamientos que se me habían ocurrido en los años intermedios. También en 2006 escribí *Risk*, mi primer memo dedicado íntegramente a este clave tema. Mi pensamiento siguió desarrollándose, lo que me provocó dedicar tres capítulos al riesgo entre los veinte capítulos de mi libro *La cosa más importante*. **Este memorando se suma a lo que he escrito anteriormente sobre el tema.**

Lo que realmente significa el riesgo

In the 2006 memo and in the book, I argued against the purported identity between volatility and risk. Volatility is the academic's choice for defining and measuring risk. I think this is the case largely because volatility is quantifiable and thus usable in the calculations and models of modern finance theory. In the book I called it "machinable," and there is no substitute for the purposes of the calculations.

En la nota de 2006 y en el libro, argumenté en contra de la supuesta identidad entre volatilidad y riesgo. La volatilidad es la elección del académico para definir y medir el riesgo. Creo que este es el caso en gran parte porque la volatilidad es cuantificable y, por lo tanto, utilizable en los cálculos y modelos de la teoría financiera moderna. En el libro lo llamé "automatizable", y no hay sustituto para los propósitos de los cálculos.

However, while volatility is quantifiable and machinable – and can also be an indicator or symptom of riskiness and even a specific form of risk – I think it falls far short as "the" definition of investment risk. In thinking about risk, we want to identify the thing that investors worry about and thus demand compensation for bearing. I don't think most investors fear volatility. In fact, I've never heard anyone say, "The prospective return isn't high enough to warrant bearing all that volatility." What they fear is the possibility of permanent loss.

Sin embargo, si bien la volatilidad es cuantificable y automatizable, y también puede ser un indicador o síntoma de riesgo e incluso una forma específica de riesgo, creo que se queda muy corta como "la" definición de riesgo de inversión. Al pensar en el riesgo, queremos identificar lo que preocupa a los inversores y, por lo tanto, exigir una compensación por el porte. No creo que la mayoría de los inversores teman a la volatilidad. De hecho, nunca he escuchado a nadie decir: "El rendimiento prospectivo no es lo suficientemente alto como para justificar toda esa volatilidad". **Lo que temen es la posibilidad de una pérdida permanente.**

Permanent loss is very different from volatility or fluctuation. A downward fluctuation – which by definition is temporary – doesn't present a big problem if the investor is able to hold on and come out the other side. A permanent loss – from which there won't be a rebound – can occur for either of two reasons: (a) an otherwise-temporary dip is locked in when the investor sells during a downswing – whether because of a loss of conviction; requirements stemming from his timeframe; financial exigency; or emotional pressures, or (b) the investment itself is unable to recover for fundamental reasons. We can ride out volatility, but we never get a chance to undo a permanent loss.

La pérdida permanente es muy diferente de la volatilidad o la fluctuación. Una fluctuación a la baja, que por definición es temporal, no presenta un gran problema si el inversor es capaz de mantenerse y salir del otro lado. **Una pérdida permanente – de la cual no habrá un rebote – puede ocurrir por cualquiera de dos razones: (a) una caída de otra manera temporal está bloqueada cuando el inversionista vende durante una caída – ya sea debido a una pérdida de convicción; requisitos derivados de su plazo; la urgencia financiera; o presiones emocionales, o (b) la inversión en sí no puede recuperarse por razones fundamentales. Podemos sortear la volatilidad, pero nunca tenemos la oportunidad de deshacer una pérdida permanente.**

Of course, the problem with defining risk as the possibility of permanent loss is that it lacks the very thing volatility offers: quantifiability. The probability of loss is no more measurable than the probability of rain. It can be modeled, and it can be estimated (and by experts pretty well), but it cannot be known.

Por supuesto, el problema de definir el riesgo como la posibilidad de pérdida permanente es que carece de lo que ofrece la volatilidad: que es cuantificable. **La probabilidad de pérdida no es más medible que la probabilidad de lluvia. Se puede modelar, y se puede estimar (y por los expertos bastante bien), pero no se puede saber.**

In *Dare to Be Great II*, I described the time I spent advising a sovereign wealth fund about how to organize for the next thirty years. My presentation was built significantly around my conviction that risk can't be quantified a priori. Another of their advisors, a professor from a business school north of New York, insisted it can. This is something I prefer not to debate, especially with people who're sure they have the answer but haven't bet much money on it.

En *Dare to Be Great II*, describí el tiempo que pasé asesorando a un fondo soberano sobre cómo organizarse durante los próximos treinta años. Mi presentación se construyó significativamente en torno a mi convicción de que el riesgo no se puede cuantificar *a priori*. Otro de sus asesores, un profesor de una escuela de negocios al norte de Nueva York, insistió en que sí. **Esto es algo que prefiero no debatir, especialmente con personas que están seguras de que tienen la respuesta, pero no han apostado mucho dinero en ella.**

One of the things the professor was sure could be quantified was the maximum a portfolio could fall under adverse circumstances. But how can this be so if we don't know how adverse circumstances can be or how they will influence returns? We might say "the market probably won't fall more than x% as long as things aren't worse than y and z," but how can an absolute limit be specified? I wonder if the professor had anticipated that the S&P 500 could fall 57% in the global crisis.

Una de las cosas que el profesor estaba seguro de que se podía cuantificar era el máximo que podía caer una cartera en circunstancias adversas. Pero, ¿cómo puede ser esto así si no sabemos cuán adversas pueden ser las circunstancias o cómo influirán en los rendimientos? Podríamos decir que "el mercado probablemente no caerá más de x% mientras ya que las cosas no son peores que y y z", pero ¿cómo se puede especificar un límite absoluto? Me pregunto si el profesor había anticipado que el S&P 500 podría caer un 57% en la crisis global.

While writing the original memo on risk in 2006, an important thought came to me for the first time. Forget about *a priori*; if you define risk as anything other than volatility, it can't be measured even after the fact. If you buy something for \$10 and sell it a year later for \$20, was it risky or not? The novice would say the profit proves it was safe, while the academic would say it was clearly risky, since the only way to make 100% in a year is by taking a lot of risk. I'd say it might have been a brilliant, safe investment that was sure to double or a risky dart throw that got lucky.

Mientras escribía el memorando original sobre el riesgo en 2006, un pensamiento importante me llegó por primera vez. Olvídate *de a priori*; **si define el riesgo como algo que no sea volatilidad, no se puede medir incluso después del hecho**. Si compras algo por \$10 y lo vendes un año después por \$20, ¿era arriesgado o no? El novato diría que el beneficio demuestra que era seguro, mientras que el académico diría que era claramente arriesgado, ya que la única manera de hacer el 100% en un año es tomando mucho riesgo. Yo diría que podría haber sido una inversión brillante y segura que seguramente se duplicaría o un arriesgado lanzamiento de dardos que tuvo suerte.

If you make an investment in 2012, you'll know in 2014 whether you lost money (and how much), but you won't know whether it was a risky investment – that is, what the probability of loss was at the time you made it. To continue the analogy, it may rain tomorrow, or it may not, but nothing that happens tomorrow will tell you what the probability of rain was as of today. And the risk of rain is a very good analogue (although I'm sure not perfect) for the risk of loss.

Si haces una inversión en 2012, sabrás en 2014 si perdiste dinero (y cuánto), pero no sabrás si fue una inversión arriesgada, es decir, cuál era la probabilidad de pérdida en el momento en que la hiciste. Para continuar con la analogía, **puede llover mañana, o puede que no, pero nada de lo que suceda mañana le dirá cuál era la probabilidad de lluvia a partir de hoy. Y el riesgo de lluvia es un muy buen análogo (aunque estoy seguro que no es perfecto) para el riesgo de pérdida.**

El futuro incomprensible

It seems most people in the prediction business think the future is knowable, and all they have to do is be among the ones who know it. Alternatively, they may understand (consciously or unconsciously) that it's not knowable but believe they have to act as if it is in order to make a living as an economist or investment manager.

Parece que la mayoría de las personas en el negocio de la predicción piensan que el futuro es conocible, y todo lo que tienen que hacer es estar entre los que lo saben. Alternativamente, pueden entender (consciente o inconscientemente) que no es conocible, pero creen que tienen que actuar como si lo fuera para ganarse la vida como economista o gestor de inversiones.

On the other hand, I'm solidly convinced the future isn't knowable. I side with John Kenneth Galbraith who said, "We have two classes of forecasters: Those who don't know – and those who don't know they don't know." There are several reasons for this inability to predict:

Por otro lado, estoy firmemente convencido de que el futuro no es conocible. Me abrogo a John Kenneth Galbraith, quien dijo: "Tenemos dos clases de pronosticadores: los que no saben y los que no saben que no saben". Hay varias razones para esta incapacidad para predecir:

- We're well aware of many factors that can influence future events, such as governmental

actions, individuals' spending decisions and changes in commodity prices. But these things are hard to predict, and I doubt anyone is capable of taking all of them into account at once. (People have suggested a parallel between this categorization and that of Donald Rumsfeld, who might have called these things "known unknowns": the things we know we don't know.)

- Somos muy conscientes de muchos factores que pueden influir en eventos futuros, como las acciones gubernamentales, las decisiones de gasto de las personas y los cambios en los precios de las materias primas. Pero estas cosas son difíciles de predecir, y dudo que alguien sea capaz de tenerlas todas en cuenta a la vez. (La gente ha sugerido un paralelismo entre esta categorización y la de Donald Rumsfeld, quien podría haber llamado a estas cosas "incógnitas conocidas": **las cosas que sabemos que no sabemos**).
- The future can also be influenced by events that aren't on anyone's radar today, such as calamities – natural or man-made – that can have great impact. The 9/11 attacks and the Fukushima disaster are two examples of things no one knew to think about. (These would be "unknown unknowns": the things we don't know we don't know.)
- El futuro también puede verse influenciado por eventos que no están en el radar de nadie hoy en día, como las calamidades – naturales o artificiales – que pueden tener un gran impacto. Los ataques del 9/11 y el desastre de Fukushima son dos ejemplos de cosas en las que nadie sabía pensar. (Estas serían "incógnitas desconocidas": **las cosas que no sabemos que no sabemos**).
- There's far too much randomness at work in the world for future events to be predictable. As 2014 began, forecasters were sure the U.S. economy was gaining steam, but they were confounded when record cold weather caused GDP to fall 2.9% in the first quarter.
- Hay demasiada aleatoriedad en el trabajo en el mundo para que los eventos futuros sean predecibles. Cuando comenzó 2014, los pronosticadores estaban seguros de que la economía de Estados Unidos estaba ganando fuerza, pero se confundieron cuando el clima registro un frío récord que hizo que el PIB cayera un 2,9% en el primer trimestre.
- And importantly, the connections between contributing influences and future outcomes are far too imprecise and variable for the results to be dependable.
- Y lo que es más importante, las conexiones entre las influencias contribuyentes y los resultados futuros son demasiado imprecisas y variables para que los resultados sean confiables.

That last point deserves discussion. Physics is a science, and for that reason an electrical engineer can guarantee you that if you flip a switch over here, a light will go on over there . . . every time. But there's good reason why economics is called "the dismal science," and in fact it isn't much of a science at all. In just the last few years we've had opportunity to see – contrary to nearly

unanimous expectations – that interest rates near zero can fail to produce a strong rebound in GDP, and that a reduction of bond buying on the part of the Fed can fail to bring on higher interest rates. In economics and investments, because of the key role played by human behavior, you just can't say for sure that "if A, then B," as you can in real science. The weakness of the connection between cause and effect makes outcomes uncertain. In other words, it introduces risk.

Este último punto merece un debate. La física es una ciencia, y por esa razón un ingeniero eléctrico puede garantizarte que si giras un interruptor aquí, una luz se encenderá allí . . . cada vez. Pero hay una buena razón por la que la economía se llama "la ciencia sombría", y de hecho no es mucho de una ciencia en absoluto. En los últimos años hemos tenido la oportunidad de ver – contrariamente a casi expectativas unánimes : que las tasas de interés cercanas a cero pueden no producir un fuerte repunte del PIB, y que una reducción de la compra de bonos por parte de la Fed puede no lograr generar tasas de interés más altas. En economía e inversiones, debido al papel clave que juega el comportamiento humano, simplemente no se puede decir con certeza que "si A, entonces B", como se puede decir en la ciencia real. La debilidad de la conexión entre causa y efecto hace que los resultados sean inciertos. En otras palabras, introduce riesgos.

Given the near-infinite number of factors that influence the future, the great deal of randomness present, and the weakness of the linkages, it's my solid belief that future events cannot be predicted with any consistency. In particular, predictions of important divergences from trends and norms can't be made with anything approaching the accuracy required for them to be helpful.

Dado el número casi infinito de factores que influyen en el futuro, la gran cantidad de aleatoriedad presente y la debilidad de los vínculos, creo firmemente que los eventos futuros no se pueden predecir con ninguna consistencia. En particular, las predicciones de divergencias importantes de las tendencias y normas no se pueden hacer con nada que se acerque a la precisión requerida para que sean útiles.

Cómo hacer frente al futuro impredecible

Here's the essential conundrum: investing requires us to decide how to position a portfolio for future developments, but the future isn't knowable.

Aquí está el enigma esencial: invertir requiere que decidamos cómo posicionar una cartera para futuros desarrollos, pero el futuro no es conocible.

Taken to slightly greater detail:

Llevado a un detalle ligeramente mayor:

- **Invertir requiere la toma de posiciones que se verán afectadas por desarrollos futuros.**
- Investing requires the taking of positions that will be affected by future developments.
- **La existencia de posibilidades negativas en torno a esos acontecimientos futuros presenta un riesgo.**

- The existence of negative possibilities surrounding those future developments presents risk.
- Los inversores inteligentes persiguen rendimientos prospectivos que creen que los compensan por asumir el riesgo de desarrollos futuros.
- Intelligent investors pursue prospective returns that they think compensate them for bearing the risk of negative future developments.
- But future developments are unpredictable
- Pero los futuros son impredecibles.

How can investors deal with the limitations on their ability to know the future? The answer lies in the fact that not being able to know the future doesn't mean we can't deal with it. It's one thing to know what's going to happen and something very different to have a feeling for the range of possible outcomes and the likelihood of each one happening. Saying we can't do the former doesn't mean we can't do the latter.

¿Cómo pueden los inversores lidiar con las limitaciones de su capacidad para conocer el futuro?

La respuesta está en el hecho de que no poder conocer el futuro no significa que no podamos lidiar con él. Una cosa es saber qué va a pasar y otra muy distinta tener una idea de la gama de posibles resultados y la probabilidad de que cada uno suceda. Decir que no podemos hacer lo primero no significa que no podamos hacer lo segundo.

The information we're able to estimate – the list of events that might happen and how likely each one is – can be used to construct a probability distribution. Key point number one in this memo is that the future should be viewed not as a fixed outcome that's destined to happen and capable of being predicted, but as a range of possibilities and, hopefully on the basis of insight into their respective likelihoods, as a probability distribution.

La información que podemos estimar, la lista de eventos que podrían suceder y la probabilidad de que cada uno – se puede utilizar para construir una distribución de probabilidad. **El punto clave número uno en esta nota es que el futuro debe ser visto no como un resultado fijo que está destinado a suceder y capaz de ser predicho, sino como una gama de posibilidades y, con suerte, sobre la base de la comprensión de sus respectivas probabilidades, como una distribución de probabilidad.**

Since the future isn't fixed and future events can't be predicted, risk cannot be quantified with any precision. I made the point in Risk, and I want to emphasize it here, that risk estimation has to be the province of experienced experts, and their work product will by necessity be subjective, imprecise, and more qualitative than quantitative (even if it's expressed in numbers).

Dado que el futuro no es fijo y los eventos futuros no se pueden predecir, el riesgo no se puede cuantificar con precisión. Hice el punto en *Riesgo*, y quiero enfatizarlo aquí, que la estimación del riesgo tiene que ser competencia de expertos experimentados, y su producto de trabajo será necesariamente subjetivo, impreciso y más cualitativo que cuantitativo (incluso si se expresa en números).

There's little I believe in more than Albert Einstein's observation: "Not everything that counts can be counted, and not everything that can be counted counts." I'd rather have an order-of-magnitude approximation of risk from an expert than a precise figure from a highly educated statistician who

knows less about the underlying investments. British philosopher and logician Carveth Read put it this way: "It is better to be vaguely right than exactly wrong."

Hay poco en lo que creo más que en la observación de Albert Einstein: **"No todo lo que cuenta se puede contar, y no todo lo que se puede contar cuenta"**. Prefiero tener una aproximación de orden de magnitud del riesgo de un experto que una cifra precisa de un estadístico altamente educado que sabe menos sobre las inversiones subyacentes. **El filósofo y lógico británico Carveth Read lo dijo de esta manera: "Es mejor tener una razón vaga que estar exactamente equivocado"**.

By the way, in my personal life I tend to incorporate another of Einstein's comments: "I never think of the future – it comes soon enough." We can't take that approach as investors, however. We have to think about the future. We just shouldn't accord too much significance to our opinions.

Por cierto, en mi vida personal tiendo a incorporar otro de los comentarios de Einstein: "Nunca pienso en el futuro, llega lo suficientemente pronto". Sin embargo, no podemos adoptar ese enfoque como inversores. **Tenemos que pensar en el futuro. Simplemente no debemos dar demasiada importancia a nuestras opiniones.**

We can't know what will happen. We can know something about the possible outcomes (and how likely they are). People who have more insight into these things than others are likely to make superior investors. As I said in the last paragraph of *The Most Important Thing*:

No podemos saber qué pasará. Podemos saber algo sobre los posibles resultados (y qué tan probables son). Las personas que tienen más conocimiento de estas cosas que otros son propensos a hacer inversores superiores. Como dije en el último párrafo de *La cosa más importante*:

Only investors with unusual insight can regularly divine the probability distribution that governs future events and sense when the potential returns compensate for the risks that lurk in the distribution's negative left-hand tail.

Sólo los inversores con una visión inusual pueden adivinar regularmente la distribución de probabilidades que rige los eventos futuros y sentir cuándo los rendimientos potenciales compensan los riesgos que acechan en la cola negativa de la mano izquierda de la distribución.

In other words, in order to achieve superior results, an investor must be able – with some regularity

– to find asymmetries: instances when the upside potential exceeds the downside risk. That's what successful investing is all about.

En otras palabras, con el fin de lograr resultados superiores, un inversor debe ser capaz – con cierta regularidad

–Encontrar asimetrías: casos en los que el potencial alcista supera el riesgo a la baja. De eso se trata invertir con éxito.

Thinking in Terms of Diverse Outcomes

Pensar en términos de resultados diversos

It's the indeterminate nature of future events that creates investment risk. It goes without saying that if we knew everything that was going to happen, there wouldn't be any risk.

Es la naturaleza indeterminada de los eventos futuros lo que crea riesgo de inversión. No hace falta decir que si supiéramos todo lo que iba a pasar, no habría ningún riesgo

The return on a stock will be a function of the relationship between the price today and the cash flows (income and sale proceeds) it will produce in the future. The future cash flows, in turn, will be a function of the fundamental performance of the company and the way its stock is priced given that performance. We invest on the basis of expectations regarding these things. It's tautological to say that if the company's earnings and the valuation of those earnings meet our targets, the return will be as expected. The risk in the investment therefore comes from the possibility that one or both will come in lower than we think.

El rendimiento de una acción será una función de la relación entre el precio actual y los flujos de efectivo (ingresos y ganancias de venta) que producirá en el futuro. Los flujos de efectivo futuros, a su vez, estarán en función del desempeño fundamental de la empresa y de la forma en que se valora su acción dado ese desempeño. Invertimos sobre la base de las expectativas con respecto a estas cosas. Es tautológico decir que si las ganancias de la compañía y la valoración de esas ganancias cumplen con nuestros objetivos, el retorno será el esperado. Por lo tanto, el riesgo en la inversión proviene de la posibilidad de que uno o ambos lleguen más bajo de lo que pensamos.

To oversimplify, investors in a given company may have an expectation that if A happens, that'll make B happen, and if C and D also happen, then the result will be E. Factor A may be the pace at which a new product finds an audience. That will determine factor B, the growth of sales. If A is positive, B should be positive. Then if C (the cost of raw materials) is on target, earnings should grow as expected, and if D (investors' valuation of the earnings) also meets expectations, the result should be a rising share price, giving us the return we seek (E).

Para simplificar en exceso, los inversores en una empresa determinada pueden tener la expectativa de que si A sucede, eso hará que B suceda, y si C y D también suceden, entonces el resultado será E. Factor A puede ser el ritmo al que un nuevo producto encuentra una audiencia. Eso determinará el factor B, el crecimiento de las ventas. Si A es positivo, B debe ser positivo. Entonces, si C (el costo de las materias primas) está en el objetivo, las ganancias deberían crecer como se espera, y si D (valoración de las ganancias por parte de los inversores) también cumple con las expectativas, el resultado debería ser un aumento del precio de las acciones, dándonos el retorno que buscamos (E).

We may have a sense for the probability distributions governing future developments, and thus a feeling for the likely outcome regarding each of developments A through E. The problem is that for each of these, there can be lots of outcomes other than the ones we consider most likely. The possibility of less- good outcomes is the source of risk. That leads me to my second key point, as expressed by Elroy Dimson, a professor at the London Business School: "Risk means more things can happen than will happen." This brief, pithy sentence contains a great deal of wisdom.

Podemos tener una idea de las distribuciones de probabilidad que gobiernan los desarrollos futuros, y por lo tanto una sensación del resultado probable con respecto a cada uno de los

desarrollos de la A a la E. El problema es que para cada uno de estos, puede haber muchos resultados que no sean los que consideramos más probables. La posibilidad de resultados menos buenos es la fuente de riesgo. **Eso me lleva a mi segundo punto clave, expresado por Elroy Dimson, profesor de la London Business School: "El riesgo significa que pueden suceder más cosas de las que sucederán".** Esta breve y concisa frase contiene una gran dosis de sabiduría.

Here's how I put it in *No Different This Time – The Lessons of '07* (December 2007):

Así es como lo puse en *No Different This Time – The Lessons of '07* (Diciembre 2007):

No ambiguity is evident when we view the past. Only the things that happened happened. But that definiteness doesn't mean the process that creates outcomes is clear-cut and dependable. Many things could have happened in each case in the past, and the fact that only one did happen understates the variability that existed. What I mean to say (inspired by Nicolas Nassim Taleb's *Fooled by Randomness*) is that the history that took place is only one version of what it could have been. If you accept this, then the relevance of history to the future is much more limited than may appear to be the case.

No hay ambigüedad evidente cuando vemos el pasado. Solo sucedieron las cosas que pasaron. **Pero esa definición no significa que el proceso que crea resultados sea claro y confiable. Muchas cosas podrían haber sucedido en cada caso en el pasado, y el hecho de que solo ocurriera una subestima la variabilidad que existía.** Lo que quiero decir (inspirado en *Fooled by Randomness* de Nicolas Nassim Taleb) es que la historia que tuvo lugar es sólo una versión de lo que podría haber sido. Si se acepta esto, entonces la relevancia de la historia para el futuro es mucho más limitada de lo que puede parecer.

People who rely heavily on forecasts seem to think there's only one possibility, meaning risk can be eliminated if they just figure out which one it is. The rest of us know many possibilities exist today, and it's not knowable which of them will occur. Further, things are subject to change, meaning there will be new possibilities tomorrow. This uncertainty as to which of the possibilities will occur is the source of risk in investing.

Las personas que dependen en gran medida de los pronósticos parecen pensar que solo hay una posibilidad, lo que significa que el riesgo se puede eliminar si solo averiguan cuál es. **El resto de nosotros sabemos que existen muchas posibilidades hoy en día, y no se sabe cuál de ellas ocurrirá. Además, las cosas están sujetas a cambios, lo que significa que habrá nuevas posibilidades mañana. Esta incertidumbre sobre cuál de las posibilidades se producirá es la fuente de riesgo en la inversión.**

Even a Probability Distribution Isn't Enough

Incluso una distribución de probabilidad no es suficiente

I've stressed the importance of viewing the future as a probability distribution rather than a single predetermined outcome. It's still essential to bear in mind **key point number three: Knowing the probabilities doesn't mean you know what's going to happen.** For example, every good backgammon player knows the probabilities governing throws of the dice. They know there are 36 possible outcomes, and that six of them add up to the number seven (1-6, 2-5, 3-4, 4-3, 5-2 and 6-1). Thus the chance of throwing a seven on any toss is 6 in 36, or 16.7%. There's absolutely no doubt about that. But even though we know the probability of each number, we're far from knowing what number will come up on a given roll.

He enfatizado la importancia de ver el futuro como una distribución de probabilidad en lugar de un solo resultado predeterminado. Todavía es esencial tener en cuenta el **punto clave número tres: Conocer las probabilidades no significa que sepas lo que va a suceder.** Por ejemplo, todo buen jugador de backgammon conoce las probabilidades que rigen los lanzamientos de dados. Saben que hay 36 resultados posibles, y que seis de ellos suman el número siete (1-6, 2-5, 3-4, 4-3, 5-2 y 6-1). Por lo tanto, la probabilidad de lanzar un siete en cualquier lanzamiento es de 6 en 36, o 16.7%. No hay absolutamente ninguna duda al respecto. Pero a pesar de que sabemos la probabilidad de cada número, estamos lejos de saber qué número aparecerá en un rollo dado.

Backgammon players are usually quite happy to make a move that will enable them to win unless the opponent rolls twelve, since only one combination of the dice will produce it: 6-6. The probability of rolling twelve is thus only 1 in 36, or less than 3%. But twelve does come up from time to time, and the people it turns into losers end up complaining about having done the "right" thing but lost. As my friend Bruce Newberg says, "There's a big difference between probability and outcome." Unlikely things happen – and likely things fail to happen – all the time. Probabilities are likelihoods and very far from certainties

Los jugadores de backgammon suelen estar muy contentos de hacer un movimiento que les permitirá ganar a menos que el oponente ruede doce, ya que solo una combinación de los dados lo producirá: 6-6. La probabilidad de rodar doce es así sólo 1 en 36, o menos del 3%. Pero doce surgen de vez en cuando, y las personas que convierte en perdedores terminan quejándose de haber hecho lo "correcto" pero perdido. Como dice mi amigo Bruce Newberg, **"Hay una gran diferencia entre la probabilidad y el resultado"**. Las cosas poco probables suceden – y es probable que las cosas no sucedan – todo el tiempo. **Las probabilidades son probabilidades y muy lejos de certezas.**

It's true with dice, and it's true in investing . . . and not a bad start toward conveying the essence of risk. Think again about the quote above from Elroy Dimson: "Risk means more things can happen than will happen." I find it particularly helpful to invert Dimson's observation for key point number four: Even though many things can happen, only one will.

Es cierto con los dados, y es cierto en la inversión. . . y no es un mal comienzo para transmitir la esencia del riesgo. Piense de nuevo en la cita anterior de Elroy Dimson: "El riesgo significa que pueden suceder más cosas de las que sucederán". **Me parece particularmente útil invertir la observación de Dimson para el punto clave número cuatro: aunque pueden suceder muchas cosas, solo una lo hará.**

In Dare to Be Great II, I discussed the fact that economic decisions are usually best made on the basis of "expected value": you multiply each potential outcome by its probability, sum the results, and select the path with the highest total. But while expected value weights all of the possible outcomes on the basis of their likelihood, there may be some individual outcomes that absolutely cannot be tolerated. Even though many things can happen, only one will . . . and if something unacceptable can happen on the path with the highest expected value, we may not be

able to choose on that basis. We may have to shun that path in order to avoid the extreme negative outcome. I always say I have no interest in being a skydiver who's successful 95% of the time.

En *Dare to Be Great II*, discutí el hecho de que las decisiones económicas generalmente se toman mejor sobre la base del "valor esperado": multiplicas cada resultado potencial por su probabilidad, sumas los resultados y seleccionas el camino con el total más alto. Pero si bien el valor esperado pondera todos los resultados posibles sobre la base de su probabilidad, puede haber algunos resultados individuales que absolutamente no se pueden tolerar. A pesar de que muchas cosas pueden suceder, sólo una lo hará . . . y si algo inaceptable puede suceder en el camino con el valor esperado más alto, es posible que no podamos elegir sobre esa base. Es posible que tengamos que evitar ese camino para evitar el resultado negativo extremo. Siempre digo que no tengo ningún interés en ser un paracaidista que tiene éxito el 95% de las veces.

El rendimiento de la inversión (como la vida en general) es muy parecido a elegir un ganador de la lotería sacando un boleto de un bolo. El proceso a través del cual se elige el boleto ganador puede ser influenciado por los procesos físicos, y también por la aleatoriedad. Pero nunca equivale a nada más que un boleto elegido entre muchos. **Los inversores superiores tienen un mejor sentido de los boletos en el tazón, y por lo tanto de si vale la pena comprar un boleto en una lotería.** Los inversores menores tienen menos sentido de la distribución de probabilidades y de si la probabilidad de ganar el premio compensa el riesgo de que se pierda el costo del boleto.

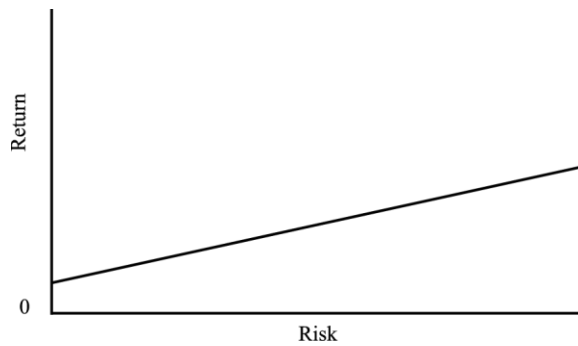
Riesgo y retorno

Both in the 2006 memo on risk and in my book, I showed two graphics that together make clear the nature of investment risk. People have told me they're the best thing in the book, and since readers of this memo might have not seen the old one or read the book, I'm going to repeat them here.

Tanto en el MEMO de 2006 sobre el riesgo como en mi libro, mostré dos gráficos que juntos dejan clara la naturaleza del riesgo de inversión. La gente me ha dicho que son mejores el del libro, y como los lectores de este memo podrían no haber visto la antigua nota o no haber leído el libro, voy a repetirlas aquí.

The first one below shows the relationship between risk and return as it is conventionally represented. The line slopes upward to the right, meaning the two are "positively correlated": as risk increases, return increases.

El primero de ellos muestra la relación entre riesgo y retorno tal y como se representa convencionalmente. La línea se inclina hacia arriba hacia la derecha, lo que significa que los dos están "correlacionados positivamente": a medida que aumenta el riesgo, el retorno aumenta.



In both the old memo and the book, I went to great lengths to clarify what this is often – but erroneously – taken to mean. We hear it all the time: “Riskier investments produce higher returns” and “If you want to make more money, take more risk

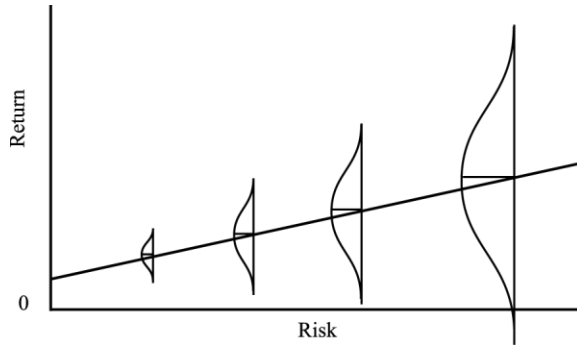
Tanto en la nota antigua como en el libro, hice todo lo posible para aclarar lo que a menudo , pero erróneamente , se considera que esto significa. Lo escuchamos todo el tiempo: "Las inversiones más arriesgadas producen mayores rendimientos" y "Si quieres ganar más dinero, toma más riesgo".

Both of these formulations are terrible. In brief, if riskier investments could be counted on to produce higher returns, they wouldn’t be riskier. Misplaced reliance on the benefits of risk bearing has led investors to some very unpleasant surprises

Ambas formulaciones son terribles. **En resumen, si se pudiera contar con inversiones más riesgosas para producir mayores rendimientos, no serían más riesgosas.** La dependencia fuera de lugar de los beneficios de asumir riesgos ha llevado a los inversores a algunas sorpresas muy desagradables.

However, there’s another, better way to describe this relationship: “Investments that seem riskier have to appear likely to deliver higher returns, or else people won’t make them.” This makes perfect sense. If the market is rational, the price of a seemingly risky asset will be set low enough that the reward for holding it seems adequate to compensate for the risk present. But note the word “appear.” We’re talking about investors’ opinions regarding future return, not facts. Risky investments are – by definition – far from certain to deliver on their promise of high returns. For that reason, I think the graphic below does a much better job of portraying reality:

Sin embargo, hay otra mejor manera de describir esta relación: "Las inversiones que parecen más riesgosas tienen que parecer probables de ofrecer mayores rendimientos, o de lo contrario la gente no los hará". Esto tiene mucho sentido. Si el mercado es racional, el precio de un activo aparentemente riesgoso se fijará lo suficientemente bajo como para que la recompensa por mantenerlo parezca adecuada para compensar el riesgo presente. Pero tenga en cuenta la palabra "aparecer". Estamos hablando de las opiniones de los inversores con respecto a la rentabilidad futura, no de los hechos. Las inversiones arriesgadas están –por definición– lejos de ser seguras de cumplir su promesa de altos rendimientos. Por esa razón, creo que el siguiente gráfico hace un trabajo mucho mejor al retratar la realidad:



Here the underlying relationship between risk and return reflects the same positive general tendency as the first graphic, but the result of each investment is shown as a range of possibilities, not the single outcome suggested by the upward-sloping line. At each point along the horizontal risk axis, an investment's prospective return is shown as a bell-shaped probability distribution turned on its side.

Aquí la relación subyacente entre riesgo y rentabilidad refleja la misma tendencia general positiva que el primer gráfico, pero el resultado de cada inversión se muestra como una gama de posibilidades, no como el único resultado sugerido por la línea de inclinación ascendente. En cada punto a lo largo del eje de riesgo horizontal, el rendimiento prospectivo de una inversión se muestra como una distribución de probabilidad en forma de campana girada de lado.

The conclusions are obvious from inspection. As you move to the right, increasing the risk:

Las conclusiones son obvias de la inspección. A medida que se mueve hacia la derecha, aumenta el riesgo:

- el retorno esperado aumenta (como con el gráfico tradicional),
- the expected return increases (as with the traditional graphic),
- la gama de resultados posibles se hace más amplia, y
- the range of possible outcomes becomes wider, and
- los resultados menos buenos empeoran.
- the less-good outcomes become worse.

This is the essence of investment risk. Riskier investments are ones where the investor is less secure regarding the eventual outcome and faces the possibility of faring worse than those who stick to safer investments, and even of losing money. These investments are undertaken because the expected return is higher. But things may happen other than that which is hoped for. Some of the possibilities are superior to the expected return, but others are decidedly unattractive.

Esta es la esencia del riesgo de inversión. Las inversiones más arriesgadas son aquellas en las que el inversor está menos seguro con respecto al resultado final y se enfrenta a la posibilidad de ir peor que aquellos que se adhieren a inversiones más seguras, e incluso de perder dinero. Estas inversiones se realizan porque la rentabilidad esperada es mayor. Pero

pueden suceder cosas distintas a las que se esperan. Algunas de las posibilidades son superiores al retorno esperado, pero otras son decididamente poco atractivas.

The first graph's upward-sloping line indicates the underlying directionality of the risk/return relationship. But there's a lot more to consider than the fact that expected returns rise along with perceived risk, and in that regard the first graph is highly misleading. The second graph shows both the underlying trend and the increasing potential for actual returns to deviate from expectations. While the expected return rises along with risk, so does the probability of lower returns . . . and even of losses. This way of looking at things reflects Professor Dimson's dictum that more than one thing can happen. That's reality in an unpredictable world

La línea inclinada hacia arriba del primer gráfico indica la direccionalidad subyacente de la relación riesgo/retorno. Pero hay mucho más que considerar que el hecho de que los rendimientos esperados aumentan junto con el riesgo percibido, y en ese sentido el primer gráfico es altamente engañoso. El segundo gráfico muestra tanto la tendencia subyacente como el creciente potencial de que los rendimientos reales se desvíen de las expectativas. Mientras que el rendimiento esperado aumenta junto con el riesgo, también lo hace la probabilidad de rendimientos más bajos . . . e incluso de pérdidas. **Esta forma de ver las cosas refleja la máxima del profesor Dimson de que más de una cosa puede suceder. Esa es la realidad en un mundo impredecible.**

The Many Forms of Risk Las muchas formas de riesgo

The possibility of permanent loss may be the main risk in investing, but it's not the only risk. I can think of lots of other risks, many of which contribute to – or are components of – that main risk.

La posibilidad de pérdida permanente puede ser el principal riesgo en la inversión, pero no es el único riesgo. Se me ocurren muchos otros riesgos, muchos de los cuales contribuyen a ese riesgo principal o son componentes de ese riesgo principal.

In the past, in addition to the risk of permanent loss, I've mentioned the risk of falling short. Some investors face return requirements in order to make necessary payouts, as in the case of pension funds, endowments and insurance companies. Others have more basic needs, like generating enough income to live on.

En el pasado, además del riesgo de pérdida permanente, he mencionado **el riesgo de quedarse corto**. Algunos inversores se enfrentan a requisitos de rentabilidad para realizar los pagos necesarios, como en el caso de los fondos de pensiones, las dotaciones y las compañías de seguros. Otros tienen necesidades más básicas, como generar suficientes ingresos para vivir.

Some investors with needs – particularly those who live on their income, and especially in today's low- return environment – face a serious conundrum. If they put their money into safe investments, their returns may be inadequate. But if they take on incremental risk in pursuit of a higher return, they face the possibility of a still-lower return, and perhaps of permanent diminution of their capital, rendering their subsequent income lower still. There's no easy way to resolve this conundrum.

Algunos inversionistas con necesidades –particularmente aquellos que viven de sus ingresos, y especialmente en el entorno actual de bajo rendimiento– se enfrentan a un grave dilema. **Si ponen su dinero en inversiones seguras, sus rendimientos pueden ser inadecuados. Pero si asumen un**

riesgo incremental en busca de un mayor rendimiento, se enfrentan a la posibilidad de un rendimiento aún más bajo, y tal vez de una disminución permanente de su capital, lo que hace que sus ingresos posteriores sean aún más bajos. No hay una manera fácil de resolver este enigma.

There are actually two possible causes of inadequate returns: (a) targeting a high return and being thwarted by negative events and (b) targeting a low return and achieving it. In other words, investors face not one but two major risks: the risk of losing money and the risk of missing opportunities. Either can be eliminated but not both. And leaning too far in order to avoid one can set you up to be victimized by the other.

En realidad, hay dos causas posibles de los rendimientos inadecuados: a) apuntar a un rendimiento alto y ser frustrado por eventos negativos y b) apuntar a un rendimiento bajo y lograrlo. En otras palabras, **los inversores se enfrentan no a uno sino a dos riesgos principales: el riesgo de perder dinero y el riesgo de perder oportunidades.** Cualquiera de los dos puede ser eliminado, pero no ambos. Y inclinarse demasiado para evitar uno puede configurarlo para ser victimizado por el otro.

Potential opportunity costs – the result of missing opportunities – usually aren’t taken as seriously as real potential losses. But they do deserve attention. Put another way, we have to consider the risk of not taking enough risk.

Los costos de oportunidad potenciales, el resultado de la pérdida de oportunidades, por lo general no se toman tan en serio como las pérdidas potenciales reales. Pero merecen atención. **Dicho de otro modo, tenemos que considerar el riesgo de no correr suficientes riesgos.**

These days, the fear of losing money seems to have receded (since the crisis is all of six years in the past), and the fear of missing opportunities is riding high, given the paltry returns available on safe, mundane investments. Thus a new risk has arisen: **FOMO risk, or the risk that comes from excessive fear of missing out.** It’s important to worry about missing opportunities, since people who don’t can invest too conservatively. But when that worry becomes excessive, FOMO can drive an investor to do things he shouldn’t do and often doesn’t understand, just because others are doing them: if he doesn’t jump on the bandwagon, he may be left behind to live with envy.

En estos días, el miedo a perder dinero parece haber disminuido (ya que la crisis es de seis años en el pasado), y el miedo a perder oportunidades es alto, dados los míseros rendimientos disponibles en inversiones seguras y mundanas. Así ha surgido un nuevo riesgo: **el riesgo FOMO, o el riesgo que proviene del miedo excesivo a perderse.** Es importante preocuparse por perder oportunidades, ya que las personas que no pueden invertir de manera demasiado conservadora. Pero cuando esa preocupación se vuelve excesiva, FOMO puede llevar a un inversionista a hacer cosas que no debería hacer y que a menudo no entiende, solo porque otros las están haciendo: si no se sube al carro, puede que se quede atrás para vivir con envidia.

Over the last three years, Oaktree’s response to the paucity of return has been to develop a suite of five credit strategies that we hope will produce a 10% return, either net or gross (we can’t claim to be more precise than that). I call them collectively the “ten percent solution,” after a Sherlock Holmes story called *The Seven-Per-Cent Solution* (we aim to do better). Talking to clients about these strategies and helping them choose between them has required me to focus on their risks.

En los últimos tres años, la respuesta de Oaktree a la escasez de rendimiento ha sido desarrollar un conjunto de cinco estrategias de crédito que esperamos produzcan un rendimiento del 10%, ya sea neto o bruto (no podemos afirmar que seamos más precisos que eso). Los llamo colectivamente la "solución del diez por ciento", después de una historia de Sherlock Holmes llamada *La solución del siete por ciento* (nuestro objetivo es hacerlo mejor). Hablar con los clientes sobre estas estrategias y ayudarlos a elegir entre ellas me ha obligado a centrarme en sus riesgos.

"Just a minute," you might say, "the ten-year Treasury is paying just 2½% and, as Jeremy Grantham says, the risk-free rate is also return-free. How, then, can you target returns in the vicinity of 10%?" The answer is that it can't be done without taking risk of some kind – and there are several candidates. I'll list below a few risks that we're consciously bearing in order to generate the returns our clients desire:

"Solo un minuto", se podría decir, "el Tesoro a diez años está pagando solo el 2½% y, como dice Jeremy Grantham, la tasa libre de riesgo también está libre de retorno. Entonces, ¿cómo se puede apuntar a rendimientos cercanos al 10%?" La respuesta es que no se puede hacer sin tomar riesgos de algún tipo, y hay varios candidatos. Voy a enumerar a continuación algunos riesgos que estamos asumiendo conscientemente con el fin de generar los rendimientos que nuestros clientes desean:

- Today's ultra-low interest rates imply low returns for anyone who invests in what are deemed safe fixed income instruments. So Oaktree's pursuit of attractive returns centers on accepting and managing **credit risk**, or the risk that a borrower will be unable to pay interest and repay principal as scheduled. Treasuries are assumed to be free of credit risk, and most high grade corporates are thought to be nearly so. **Thus those who intelligently accept incremental credit risk must do so with the expectation that the incremental return promised as compensation will prove sufficient**
Voluntarily accepting credit risk has been at the core of what Oaktree has done since its beginning in 1995 (and in fact since the seed was planted in 1978, when I initiated Citibank's high yield bond effort). But bearing credit risk will lead to attractive returns only if it's done well. Our activities are based on two beliefs: (a) that because the investing establishment is averse to credit risk, the incremental returns we receive for bearing it will compensate generously for the risk entailed and (b) that credit risk is manageable – i.e., unlike the general future, credit risk can be gauged by experts (like us) and reduced through credit selection. **It wouldn't make sense to voluntarily bear incremental credit risk if either of these two beliefs were lacking.**
- Las tasas de interés ultrabajos de hoy en día implican bajos rendimientos para cualquiera que invierta en lo que se consideran instrumentos de renta fija seguros. Por lo tanto, la búsqueda de rendimientos atractivos de Oaktree se centra en aceptar y administrar el **riesgo de crédito**, o el riesgo de que un prestatario no pueda pagar intereses y pagar el capital según lo programado. Se supone que los bonos del Tesoro están libres de riesgo crediticio, y se cree que la mayoría de las empresas de alto grado lo están casi. **Por lo tanto, aquellos que aceptan inteligentemente el riesgo de crédito incremental deben hacerlo con la expectativa de que el rendimiento incremental prometido como compensación resultará suficiente.**
Aceptar voluntariamente el riesgo de crédito ha estado en el centro de lo que Oaktree ha hecho desde sus inicios en 1995 (y de hecho desde que se plantó la semilla en 1978, cuando inicié el esfuerzo de bonos de alto rendimiento de Citibank). Pero asumir el riesgo

de crédito conducirá a rendimientos atractivos solo si se hace bien. Nuestras actividades se basan en dos creencias: (a) que debido a que el establecimiento de inversión es reactivo al riesgo de crédito, los rendimientos incrementales que recibimos por soportarlo compensarán generosamente el riesgo que implica y (b) que el riesgo de crédito es manejable, es decir, a diferencia del futuro general, el riesgo de crédito puede ser medido por expertos (como nosotros) y reducido a través de la selección de crédito. **No tendría sentido asumir voluntariamente un riesgo de crédito incremental si alguna de estas dos creencias faltara.**

- Another way to access attractive returns in today's low-rate environment is to bear **illiquidity risk** in order to take advantage of investors' normal dislike for illiquidity (superior returns often follow from investor aversion). Institutions that held a lot of illiquid assets suffered considerably in the crisis of 2008, when they couldn't sell them; thus many developed a strong aversion to them and in some cases imposed limitations on their representation in portfolios. Additionally, today the flow of retail money is playing a big part in driving up asset prices and driving down returns. Since retail money has a harder time making its way to illiquid assets, this has made the returns on the latter appear more attractive. It's noteworthy that there aren't mutual funds or ETFs for many of the things we're investing in.
- Otra forma de acceder a rendimientos atractivos en el entorno actual de tasas bajas es asumir el riesgo de **falta de liquidez** para aprovechar la aversión normal de los inversores por la falta de liquidez (los rendimientos superiores a menudo se derivan de la aversión de los inversores). Las instituciones que tenían una gran cantidad de activos ilíquidos sufrieron considerablemente en la crisis de 2008, cuando no pudieron venderlos; por lo tanto, muchos desarrollaron una fuerte aversión hacia ellos y en algunos casos impusieron limitaciones a su representación en las carteras. Además, hoy en día el flujo de dinero minorista está jugando un papel importante en el aumento de los precios de los activos y la baja de los rendimientos. Dado que el dinero minorista tiene más dificultades para llegar a los activos ilíquidos, esto ha hecho que los rendimientos de estos últimos parezcan más atractivos. Cabe destacar que no hay fondos mutuos o ETFs para muchas de las cosas en las que estamos invirtiendo.
- Some strategies introduce it voluntarily and some can't get away from it: **concentration risk**. "Everyone knows" diversification is a good thing, since it reduces the impact on results of a negative development. But some people eschew the safety that comes with diversification in favor of concentrating their investments in assets or with managers they expect to outperform.

And some investment strategies don't permit full diversification because of the limitations of their subject markets. Thus problems – if and when they occur – will be bigger *per se*.

- Algunas estrategias lo introducen voluntariamente y otras no pueden alejarse de él: riesgo de **concentración**. "Todo el mundo sabe" que la diversificación es algo bueno, ya que reduce el impacto en los resultados de un desarrollo negativo. Pero algunas personas evitan la seguridad que viene con la diversificación en favor de concentrar sus inversiones en activos o con gerentes que esperan superar.

Y algunas estrategias de inversión no permiten la diversificación total debido a las limitaciones de sus mercados sujetos. Por lo tanto, los problemas , si y cuando ocurren , serán mayores *per se*.

- Especially given today's low interest rates, borrowing additional capital to enhance returns is another way to potentially increase returns. But doing so introduces **leverage risk**. Leverage adds to risk two ways. The first is magnification: people are attracted to leverage because it will magnify gains, but under unfavorable outcomes it will magnify losses instead.

The second way in which leverage adds to risk stems from **funding risk**, one of the classic reasons for financial disaster. The stage is set when someone borrows short-term funds to make a long-term investment. If the funds have to be repaid at an awkward time – due to their maturity, a margin call, or some other reason – and the purchased assets can't be sold in a timely fashion (or can only be sold at a depressed price), an investment that might otherwise have been successful can be cut short and end in sorrow. Little or nothing may remain of the sale proceeds once the leverage has been repaid, in which case the investor's equity will be decimated. This is commonly called a meltdown. It's the primary reason for the saying, "Never forget the six-foot- tall man who drowned crossing the stream that was five feet deep on average." In times of crisis, success over the long run can become irrelevant.

- Especialmente dadas las bajas tasas de interés actuales, pedir prestado capital adicional para mejorar los rendimientos es otra forma de aumentar potencialmente los rendimientos. Pero hacerlo introduce **el riesgo de apalancamiento**. El apalancamiento se suma al riesgo de dos maneras. La primera es la magnificación: la gente se siente atraída por el apalancamiento porque magnificará las ganancias, pero bajo resultados desfavorables magnificará las pérdidas en su lugar.

La segunda forma en que el apalancamiento se suma al riesgo proviene de la financiación del **riesgo**, una de las razones clásicas del desastre financiero. El escenario se establece cuando alguien pide prestados fondos a corto plazo para hacer una inversión a largo plazo. Si los fondos tienen que ser reembolsados en un momento incómodo - debido a su vencimiento, una llamada de margen, o alguna otra razón - y los activos comprados no se pueden vender de manera oportuna (o sólo se pueden vender a un precio deprimido), una inversión que de otra manera podría haber sido exitosa puede ser cortada y terminar en pena. Poco o nada puede quedar de los ingresos de la venta una vez que el apalancamiento ha sido reembolsado, en cuyo caso el capital del inversor será diezmado. Esto se llama comúnmente un colapso. Es la razón principal del dicho: "Nunca olvides al hombre de seis pies de altura que se ahogó cruzando el arroyo que tenía cinco pies de profundidad en promedio". En tiempos de crisis, el éxito a largo plazo puede volverse irrelevante.

- **When credit risk, illiquidity risk, concentration risk and leverage risk are borne intelligently, it is in the hope that the investor's skill will be sufficient to produce success. If so, the *potential* incremental returns that appear to be offered as risk compensation will turn into *realized* incremental returns** (per the graphic at the top of page 6). That's the only reason anyone would do these things

As the graphic at the bottom of page 6 illustrates, however, investing further out on the risk curve exposes one to a broader range of investment outcomes. In an efficient market, returns are tethered to the market average; in an inefficient market, they're not.

Inefficient markets offer the possibility that an investor will escape from the “gravitational pull” of the market’s average return, but that can be either for the better or for the worse. Superior investors – those with “alpha,” or the personal skill needed to achieve outsized returns for a given level of risk – have scope to perform well above the mean return, while inferior investors can come out far below. So hiring an investment manager introduces **manager risk**: the risk of picking the wrong one. It’s possible to pay management fees but get decisions that detract from results rather than add

- **Cuando el riesgo de crédito, el riesgo de iliquidez, el riesgo de concentración y el riesgo de apalancamiento se asumen de manera inteligente, es con la esperanza de que la habilidad del inversor sea suficiente para producir éxito. Si es así, los rendimientos incrementales potenciales que parecen ofrecerse como compensación de riesgos se convertirán en rendimientos incrementales *realizados* (según el gráfico en la parte superior de la página 6). Esa es la única razón por la que alguien haría estas cosas.**

Sin embargo, como ilustra el gráfico en la parte inferior de la página 6, invertir más allá en la curva de riesgo expone a uno a una gama más amplia de resultados de inversión. En un mercado eficiente, los rendimientos están atados al promedio del mercado; en un mercado ineficiente, no lo son. **Los mercados ineficientes ofrecen la posibilidad de que un inversionista escape de la “atracción gravitacional” del rendimiento promedio del mercado, pero eso puede ser para bien o para mal.** Los inversionistas superiores – aquellos con “alfa” o la habilidad personal necesaria para lograr rendimientos desmesurados para un determinado nivel de riesgo– tienen margen para desempeñarse muy por encima del rendimiento medio, mientras que los inversores inferiores pueden salir muy por debajo. Por lo tanto, la contratación de un gestor de inversiones introduce el **riesgo** de gestor: el riesgo de elegir el equivocado. Es posible pagar las tarifas de administración, pero obtener decisiones que restan valor a los resultados en lugar de agregar.

Some or all of the above risks are potentially entailed in our new credit strategies. Parsing them allows investors to choose among the strategies and accept the risks they’re more comfortable with. The process can be quite informative.

Algunos o todos los riesgos anteriores están potencialmente relacionados con nuestras nuevas estrategias de crédito. Analizarlos permite a los inversores elegir entre las estrategias y aceptar los riesgos con los que se sienten más cómodos. El proceso puede ser bastante informativo.

Our oldest “new strategy” is Enhanced Income, where we use leverage to magnify the return from a portfolio of senior loans. We think senior loans have the lowest credit risk of anything Oaktree deals with, since they’re senior-most among their issuer’s debt and historically have produced very few credit losses. Further, they’re among our most liquid assets, meaning we face relatively little illiquidity risk, and being active in a broad public market permits us to diversify, reducing concentration risk. Given the relatively high degree of safety stemming from these loans’ seniority, returns aren’t overly dependent on the presence of alpha, meaning Enhanced Income entails less manager risk than some other strategies.

Nuestra "nueva estrategia" más antigua es Enhanced Income, donde usamos el apalancamiento para magnificar el rendimiento de una cartera de préstamos senior. Creemos que los préstamos senior tienen el riesgo de crédito más bajo de todo lo que Oaktree trata, ya que son los más veteranos entre la deuda de su emisor e históricamente han producido muy pocas pérdidas crediticias. Además, se encuentran entre nuestros activos más líquidos, lo que significa que enfrentamos relativamente poco riesgo de falta de liquidez, y estar activos en un amplio mercado público nos permite diversificarnos, reduciendo el riesgo de concentración. Dado el grado relativamente alto de seguridad derivado de la antigüedad de estos préstamos, los rendimientos no dependen demasiado de la presencia de alfa, lo que significa que Enhanced Income implica menos riesgo para el administrador que algunas otras estrategias.

But to have a chance at the healthy return we're pursuing in Enhanced Income requires us to take some risk, and what we're left with is leverage risk. The 3-to-1 leverage in Enhanced Income Fund II will magnify the negative impact of any credit losses (of course we hope there won't be many). However, we're not worried about a meltdown, since the current environment allows us to avoid funding risk; we

Pero para tener una oportunidad en el rendimiento saludable que estamos persiguiendo en enhanced income requiere que tomemos algún riesgo, y lo que nos queda es el riesgo de apalancamiento. El apalancamiento de 3 a 1 en Enhanced Income Fund II magnificará el impacto negativo de cualquier pérdida de crédito (por supuesto, esperamos que no haya muchas). Sin embargo, no nos preocupa un colapso, ya que el entorno actual nos permite evitar el riesgo de financiación; Nosotros

can (a) borrow for a term that exceeds the duration of the underlying investments and (b) do so without the threat of margin calls related to price declines.

puede (a) pedir prestado por un plazo que exceda la duración de las inversiones subyacentes y (b) hacerlo sin la amenaza de llamadas de margen relacionadas con caídas de precios.

Strategic Credit, Mezzanine Finance, European Private Debt and Real Estate Debt are the other four components of our "ten percent solution."

Strategic Credit, Mezzanine Finance, European Private Debt y Real Estate Debt son los otros cuatro componentes de nuestra "solución del diez por ciento".

- Los cuatro implican cierto grado de riesgo crediticio, riesgo de iliquidez (todos ellos invierten fuerte o totalmente en deuda privada) y riesgo de concentración (ya que sus nichos de mercado ofrecen sólo un número modesto de oportunidades de inversión, y asegurarlas en el entorno competitivo actual es un desafío).
- All four entail some degree of credit risk, illiquidity risk (they all invest heavily or entirely in private debt) and concentration risk (as their market niches offer only a modest number of investment opportunities, and securing them in today's competitive environment is a challenge).
- El Fondo de Deuda Inmobiliaria solo puede apalancar hasta 1 a 1, y los otros tres piden prestado solo pequeñas cantidades y para fines a corto plazo, por lo que ninguno de ellos implica un riesgo de apalancamiento significativo.
- The Real Estate Debt Fund can only lever up to 1-to-1, and the other three borrow only small amounts and for short-term purposes, so none of them entails significant leverage risk.

- Sin embargo, para tener éxito, todos ellos requerirán un alto nivel de habilidad de sus gerentes para identificar las perspectivas de retorno y mantener el riesgo bajo control. Por lo tanto, todos ellos conllevan el riesgo del gestor. Nuestra respuesta es confiar estas carteras solo a gerentes que han estado con nosotros durante años.
- However, in order to succeed they'll all require a high level of skill from their managers in identifying return prospects and keeping risk under control. Thus they all entail manager risk. Our response is to entrust these portfolios only to managers who've been with us for years.

It's reasonable – essential, really – to study the risk entailed in every investment and accept the amounts and types of risk that you're comfortable with (assuming this can be discerned). It's not reasonable to expect highly superior returns without bearing some incremental risk.

Es razonable – esencial, en realidad – estudiar el riesgo que implica cada inversión y aceptar las cantidades y tipos de riesgo con los que se siente cómodo (suponiendo que esto se pueda discernir). No es razonable esperar rendimientos muy superiores sin asumir algún riesgo incremental.

I touched above on concentration risk, but we should also think about the flip side: the risk of over-diversification. If you have just a few holdings in a portfolio, or if an institution employs just a few managers, one bad decision can do significant damage to results. But if you have a very large number of holdings or managers, no one of them can have much of a positive impact on performance. Nobody invests in just the one stock or manager they expect to perform best, but as the number of positions is expanded, the standards for inclusion may decline. Peter Lynch coined the term “diworstification” to describe the process through which lesser investments are added to portfolios, making the potential risk-adjusted return worse

He mencionado más arriba el riesgo de concentración, pero también deberíamos pensar en la otra cara: **el riesgo de una diversificación excesiva**. Si usted tiene sólo unas pocas participaciones en una cartera, o si una institución emplea sólo unos pocos gerentes, una mala decisión puede hacer un daño significativo a los resultados. Pero si tiene un gran número de participaciones o gerentes, nadie de ellos puede tener un gran impacto positivo en el rendimiento. Nadie invierte en la única acción o gerente que espera que tenga un mejor desempeño, pero a medida que se amplía el número de posiciones, los estándares para la inclusión pueden disminuir. Peter Lynch acuñó el término "diworstificación" para describir el proceso a través del cual se agregan menores inversiones a las carteras, lo que empeora el rendimiento potencial ajustado al riesgo.

While I don't think volatility and risk are synonymous, there's no doubt that **volatility does present risk**. If circumstances cause you to sell a volatile investment at the wrong time, you might turn a downward fluctuation into a permanent loss. Moreover, even in the absence of a need for liquidity, volatility can prey on investors' emotions, reducing the probability they'll do the right thing. **And in the short run, it can be very hard to differentiate between a downward fluctuation and a permanent loss.** Often this can really be done only in retrospect. Thus it's clear that a professional investor may have to bear consequences for a temporary downward fluctuation simply because of its resemblance to a permanent loss. When you're under pressure, the distinction between “volatility” and “loss” can seem only semantic. Volatility is not “the” definition of investment risk, as I said earlier, but it isn't irrelevant.

Si bien no creo que la volatilidad y el riesgo sean sinónimos, no hay duda de que **la volatilidad presenta riesgo**. Si las circunstancias hacen que venda una inversión volátil en el momento equivocado, podría convertir una fluctuación a la baja en una pérdida permanente. Además, incluso en ausencia de una necesidad de liquidez, la volatilidad puede presa de las emociones de los inversores, reduciendo la probabilidad de que hagan lo correcto. **Y en el corto plazo, puede ser muy difícil diferenciar entre una fluctuación a la baja y una pérdida permanente**. A menudo esto realmente se puede hacer sólo en retrospectiva. Por lo tanto, está claro que un inversor profesional puede tener que soportar consecuencias por una fluctuación descendente temporal simplemente por su parecido con una pérdida permanente. Cuando estás bajo presión, la distinción entre "volatilidad" y "pérdida" puede parecer solo semántica. La volatilidad no es "la" definición de riesgo de inversión, como dije antes, pero no es irrelevante.

One example of a risk connected with volatility – or the deviation of price from what might be intrinsic value – is **basis risk**. Arbitrageurs customarily set up positions where they're long one asset and short a related asset. The two assets are expected to move roughly in parallel, except that the one that's slightly cheaper should make more money for the investor in the long run than the other loses, producing a small net gain with little risk. Because these trades are considered so low in risk, they're often levered up to the sky. But sometimes the prices of the two assets diverge to an unexpected extent, and the equity invested in the trade evaporates. That unexpected divergence is basis risk, and it's what happened to Long-Term Capital Management in 1998, one of the most famous meltdowns of all time. As Long-Term's chairman John Meriwether said at the time, "the Fund added to its positions in anticipation of convergence, yet . . . the trades diverged dramatically." This benign-sounding explanation was behind a collapse some thought capable of bringing down the global financial system.

Un ejemplo de un riesgo relacionado con la volatilidad – o la desviación del precio de lo que podría ser el valor intrínseco – es **el riesgo base**. Los árbitros habitualmente establecen posiciones donde son largas un activo y cortas un activo relacionado. Se espera que los dos activos se muevan aproximadamente en paralelo, excepto que el que es ligeramente más barato debería hacer más dinero para el inversor a largo plazo que el otro pierde, produciendo una pequeña ganancia neta con poco riesgo. Debido a que estas operaciones se consideran tan bajas en riesgo, a menudo se apalancan hacia el cielo. Pero a veces los precios de los dos activos divergen en una medida inesperada, y el capital invertido en el comercio se evapora. Esa divergencia inesperada es el riesgo de base, y es lo que le sucedió a Long-Term Capital Management en 1998, uno de los colapsos más famosos de todos los tiempos. Como dijo en su momento el presidente de Long-Term, John Meriwether, "el Fondo añadía a sus posiciones en previsión de la convergencia, pero ... los oficios divergieron dramáticamente". Esta explicación que suena benigna estaba detrás de un colapso que algunos pensaron capaz de derribar el sistema financiero global.

Long-Term's failure was also attributable to model risk. Decisions can be turned over to quants or financial engineers who either (a) conclude wrongly that an unsystematic process can be modeled or (b) employ the wrong model. During the financial crisis, models often assumed that events would occur according to a "normal distribution," but extreme "tail events" occurred much more often than the normal distribution says they will. Not only can extreme events exceed a model's assumptions, but excessive belief in a model's efficacy can induce people to take risks they would never take on the basis of qualitative judgment. They're often disappointed to find they had put too much faith in a statistical sure thing.

El fracaso a largo plazo también fue atribuible al **riesgo del modelo**. Las decisiones pueden ser entregadas a quants o ingenieros financieros que (a) concluyen erróneamente que un proceso no sistemático puede ser modelado o (b) emplean el modelo equivocado. Durante la crisis financiera, los modelos a menudo suponían que los eventos ocurrirían de acuerdo con una "distribución normal", pero los "eventos de cola" extremos ocurrieron con mucha más frecuencia de lo que la distribución normal dice que ocurrirán. **No sólo los eventos extremos pueden exceder los supuestos de un modelo, sino que la creencia excesiva en la eficacia de un modelo puede inducir a las personas a tomar riesgos que nunca tomarían sobre la base de un juicio cualitativo.** A menudo se sienten decepcionados al descubrir que habían puesto demasiada fe en una cosa estadísticamente segura.

Model risk can arise from **black swan risk**, for which I borrow the title of Nassim Nicholas Taleb's popular second book. People tend to confuse "never been seen" with "impossible," and the consequences can be dire when something occurs for the first time. That's part of the reason why people lost so much in highly levered subprime mortgage securities. The fact that a nationwide spate of mortgage defaults **hadn't happened** convinced investors that it **couldn't happen**, and their certainty caused them to take actions so imprudent that it **had to happen**.

El riesgo modelo puede surgir del riesgo de **cisne negro**, para el que tomé prestado el título del popular segundo libro de Nassim Nicholas Taleb. La gente tiende a confundir "nunca se ha visto" con "imposible", y las consecuencias pueden ser nefastas cuando algo ocurre por primera vez. Esa es parte de la razón por la que la gente perdió tanto en valores hipotecarios de alto riesgo altamente apalancados. El hecho de que una avalancha de impagos hipotecarios a nivel nacional **no hubiera ocurrido convenció** a los inversores de que **no podía suceder**, y su certeza los hizo tomar medidas tan imprudentes que tuvo que **suced**er.

As long as we're on the subject of things going wrong, we should touch on the subject of career risk. As I mentioned in Dare to Be Great II, "agents" who manage money for others can be penalized for investments that look like losers (that is, for both permanent losses and temporary downward fluctuations). Either of these unfortunate experiences can result in headline risk if the resulting losses are big enough to make it into the media, and some careers can't withstand headline risk. Investors who lack the potential to share commensurately in investment successes face a reward asymmetry that can force them toward the safe end of the risk/return curve. They are likely to think more about the risk of losing money than about the risk of missing opportunities. Thus their portfolios may lean too far toward controlling risk and avoiding embarrassment (and they may not take enough chances to generate returns). There are consequences for these investors, as well as for those who employ them

Mientras estemos en el tema de que las cosas van mal, deberíamos tocar el tema del riesgo de carrera. Como mencioné en Dare to Be Great II, **los "agentes" que administran dinero para otros pueden ser penalizados por inversiones que parecen perdedoras (es decir, tanto por pérdidas permanentes como por fluctuaciones temporales a la baja)**. Cualquiera de estas desafortunadas experiencias puede resultar en riesgo de titular si las pérdidas resultantes son lo suficientemente grandes como para llegar a los medios de comunicación, y algunas carreras no pueden soportar el riesgo de titular. Los inversionistas que

carecen del potencial para compartir proporcionalmente los éxitos de inversión se enfrentan a una asimetría de recompensa que puede obligarlos hacia el extremo seguro de la curva de riesgo / retorno. Es probable que piensen más en el riesgo de perder dinero que en el riesgo de perder oportunidades. Por lo tanto, sus carteras pueden inclinarse demasiado hacia el control del riesgo y evitar la vergüenza (y es posible que no tengan suficientes riesgos para generar rendimientos). Hay consecuencias para estos inversores, así como para quienes los emplean.

Event risk is another risk to worry about, something that was created by bond issuers about twenty years ago. Since corporate directors have a fiduciary responsibility to stockholders but not to bondholders, some think they can (and perhaps should) do anything that's not explicitly prohibited to transfer value from bondholders to stockholders. Bondholders need covenants to shield them from this kind of pro-active plundering, but at times like today it can be hard to obtain strong protective covenants.

El riesgo de eventos es otro riesgo del que preocuparse, algo que fue creado por los emisores de bonos hace unos veinte años. Dado que los directores corporativos tienen una responsabilidad fiduciaria con los accionistas, pero no con los tenedores de bonos, algunos piensan que pueden (y tal vez deberían) hacer cualquier cosa que no esté explícitamente prohibida para transferir valor de los tenedores de bonos a los accionistas. Los tenedores de bonos necesitan convenios para protegerlos de este tipo de saqueo proactivo, pero en momentos como hoy puede ser difícil obtener convenios de protección fuertes.

There are many ways for an investment to be unsuccessful. The two main ones are fundamental risk (relating to how a company or asset performs in the real world) and valuation risk (relating to how the market prices that performance). For years investors, fiduciaries and rule-makers acted on the belief that it's safe to buy high-quality assets and risky to buy low-quality assets. But between 1968 and 1973, many investors in the "Nifty Fifty" (the stocks of the fifty fastest-growing and best companies in America) lost 80-90% of their money. Attitudes have evolved since then, and today there's less of an assumption that high quality prevents fundamental risk, and much less preoccupation with quality for its own sake.

Hay muchas maneras de que una inversión no tenga éxito. Los dos principales son el **riesgo fundamental** (relacionado con el rendimiento de una empresa o activo en el mundo real) y el **riesgo de valoración** (relacionado con cómo el mercado valora ese desempeño). Durante años, los inversores, fiduciarios y legisladores actuaron creyendo que es seguro comprar activos de alta calidad y arriesgado comprar activos de baja calidad. Pero entre 1968 y 1973, muchos inversionistas en el "Nifty Fifty" (las acciones de las cincuenta compañías de más rápido crecimiento y mejores de Estados Unidos) perdieron el 80-90% de su dinero. Las actitudes han evolucionado desde entonces, y hoy en día hay menos de una suposición de que la alta calidad previene el riesgo fundamental, y mucho menos preocupación por la calidad por su propio bien.

On the other hand, investors are more sensitive to the pivotal role played by price. At bottom, the riskiest thing is overpaying for an asset (regardless of its quality), and the best way to reduce risk is by paying a price that's irrationally low (ditto). A low price provides a "margin of safety," and that's what risk-controlled investing is all about. Valuation risk should be easily combatted, since it's largely within the investor's control. All you have to do is refuse to buy if the price is too high given the fundamentals. "Who wouldn't do that?" you might ask. Just think about the people who bought into the tech bubble.

Por otro lado, los inversores son más sensibles al papel fundamental que desempeña el precio. **En el fondo, lo más arriesgado es pagar de más por un activo (independientemente de su calidad), y la mejor manera de reducir el riesgo es pagando un precio que es irracionalmente bajo (ídem).** Un precio bajo proporciona un "margen de seguridad", y de eso se trata la inversión controlada por riesgo. **El riesgo de valoración debe combatirse fácilmente, ya que está en gran medida bajo**

el control del inversor. Todo lo que tienes que hacer es negarte a comprar si el precio es demasiado alto dados los fundamentos. "¿Quién no haría eso?", se preguntaría. Basta con pensar en las personas que compraron en la burbuja tecnológica.

Fundamental risk and valuation risk bear on the risk of losing money in an individual security or asset, but that's far from the whole story. Correlation is the essential additional piece of the puzzle.

El riesgo fundamental y el riesgo de valoración tienen que ver con el riesgo de perder dinero en un valor o activo individual, pero eso está lejos de ser toda la historia. La correlación es la pieza adicional esencial del rompecabezas.

Correlation is the degree to which an asset's price will move in sympathy with the movements of others. The higher the correlation among its components, all other things being equal, the less effective diversification a portfolio has, and the more exposed it is to untoward developments

La correlación es el grado en que el precio de un activo se moverá en simpatía con los movimientos de otros. **Cuanto mayor sea la correlación entre sus componentes, siendo todas las demás cosas iguales, menos efectiva será la diversificación que tenga una cartera, y más expuesta está a desarrollos adversos.**

An asset doesn't have "a correlation." Rather, it has a different correlation with every other asset. A bond has a certain correlation with a stock. One stock has a certain correlation with another stock (and a different correlation with a third). Stocks of one type (such as emerging market, high-tech or large-cap) are likely to be highly correlated with others within their category, but they may be either high or low in correlation with those in other categories. Bottom line: it's hard to estimate the riskiness of a given asset, but many times harder to estimate its correlation with all the other assets in a portfolio, and thus the impact on performance of adding it to the portfolio. This is a real art.

Un activo no tiene "una correlación". Más bien, tiene una correlación diferente con todos los demás activos. Un bono tiene una cierta correlación con una acción. Una acción tiene una cierta correlación con otra acción (y una correlación diferente con una tercera). Es probable que las acciones de un tipo (como las de mercados emergentes, de alta tecnología o de gran capitalización) estén altamente correlacionadas con otras dentro de su categoría, pero pueden ser altas o bajas en correlación con las de otras categorías. **En pocas palabras: es difícil estimar el riesgo de un activo dado, pero muchas veces más difícil estimar su correlación con todos los demás activos de una cartera, y por lo tanto el impacto en el rendimiento de agregarlo a la cartera. Este es un verdadero arte.**

Fixed income investors are directly exposed to another form of risk: interest rate risk. Higher interest rates mean lower bond prices – that relationship is absolute. The impact of changes in interest rates on asset classes other than fixed income is less direct and less obvious, but it also pervades the markets. Note that stocks usually go down when the Fed says the economy is performing strongly. Why? The thinking is that stronger economy = higher interest rates = more competition for stocks from bonds = lower stock valuations. Or it might be stronger economy = higher interest rates = reduced stimulus = weaker economy.

Los inversores de renta fija están directamente expuestos a otra forma de riesgo: el **riesgo de tipo de interés**. Las tasas de interés más altas significan precios más bajos de los bonos – esa relación es absoluta. El impacto de los cambios en los tipos de interés en las clases de activos distintas de la renta fija es menos directo y menos obvio, pero también impregna los mercados.

Note that stocks usually go down when the Fed says the economy is performing strongly. Why? The thinking is that stronger economy = higher interest rates = more competition for stocks from bonds = lower stock valuations. Or it might be stronger economy = higher interest rates = reduced stimulus = weaker economy.

Tenga en cuenta que las acciones generalmente bajan cuando la Fed dice que la economía se está comportando fuertemente. ¿por qué? La idea es que una economía más fuerte = tasas de interés más altas = más competencia por las acciones de los bonos = menores valoraciones de las acciones. O podría ser una economía más fuerte = tasas de interés más altas = estímulo reducido = economía más débil.

One of the reasons for increases in interest rates relates to **purchasing power risk**. Investors in securities (and especially long-term bonds) are exposed to the risk that if inflation rises, the amount they receive in the future will buy less than it could today. This causes investors to insist on higher interest rates and higher prospective returns to protect them against the loss of purchasing power. The result is lower prices.

Una de las razones de los aumentos de los tipos de interés tiene que ver con el riesgo del poder adquisitivo. Los inversionistas en valores (y especialmente en bonos a largo plazo) están expuestos al riesgo de que si la inflación aumenta, la cantidad que reciban en el futuro compre menos de lo que podría comprar hoy. Esto hace que los inversores insistan en tasas de interés más altas y mayores rendimientos prospectivos para protegerlos contra la pérdida de poder adquisitivo. El resultado son precios más bajos.

Finally, I want to mention a new concept I hear about once in a while: **upside risk**. Forecasters are sometimes heard to say “the risk is on the upside.” At first this doesn’t seem to have much legitimacy, but it can be about the possibility that the economy may catch fire and do better than expected, earnings may come in above consensus, or the stock market may appreciate more than people think. Since these things are positives, there’s risk in being underexposed to them.

Por último, quiero mencionar un nuevo concepto del que oigo hablar de vez en cuando: el riesgo al alza. A veces se escucha a los pronosticadores decir que “el riesgo está al alza”. Al principio esto no parece tener mucha legitimidad, pero puede tratarse de la posibilidad de que la economía se incime y le iría mejor de lo esperado, las ganancias pueden estar por encima del consenso o el mercado de valores puede apreciarse más de lo que la gente piensa. Dado que estas cosas son positivas, existe el riesgo de estar subexpuestas a ellas.

* * *

To move to the biggest of big pictures, I want to make a few over-arching comments about risk.

Para pasar a la más grande de las imágenes grandes, quiero hacer algunos comentarios generales sobre el riesgo.

The first is that risk is counterintuitive.

- The riskiest thing in the world is the widespread belief that there's no risk.
- Fear that the market is risky (and the prudent investor behavior that results) can render it quite safe.
- As an asset declines in price, making people view it as riskier, it becomes less risky (all else being equal).
- As an asset appreciates, causing people to think more highly of it, it becomes riskier.
- Holding only "safe" assets of one type can render a portfolio under-diversified and make it vulnerable to a single shock.
- Adding a few "risky" assets to a portfolio of safe assets can make it safer by increasing its diversification. Pointing this out was one of Professor William Sharpe's great contributions.

La primera es que el riesgo es contraintuitivo.

- Lo más arriesgado del mundo es la creencia generalizada de que no hay riesgo.
- El temor a que el mercado sea riesgoso (y el comportamiento prudente de los inversores que resulta) puede hacerlo bastante seguro.
- **A medida que un activo disminuye en el precio, haciendo que la gente lo vea como más riesgoso, se vuelve menos riesgoso (todo lo demás es igual).**
- A medida que un activo se aprecia, haciendo que la gente piense más en él, se vuelve más riesgoso.
- **La posesión únicamente de activos "seguros" de un tipo puede hacer que una cartera esté poco diversificada y hacerla vulnerable a una sola conmoción.**
- Añadir unos pocos activos "riesgosos" a una cartera de activos seguros puede hacerla más segura al aumentar su diversificación. Señalar esto fue una de las grandes contribuciones del profesor William Sharpe.

The second is that risk aversion is the thing that keeps markets safe and sane.

- When investors are risk-conscious, they will demand generous risk premiums to compensate them for bearing risk. Thus the risk/return line will have a steep slope (the unit increase in prospective return per unit increase in perceived risk will be large) and the market should reward risk-bearing as theory asserts.
- But when people forget to be risk-conscious and fail to require compensation for bearing risk, they'll make risky investments even if risk premiums are skimpy. The slope of the line will be gradual, and risk taking is likely to eventually be penalized, not rewarded.
- When risk aversion is running high, investors will perform extensive due diligence, make conservative assumptions, apply skepticism and deny capital to risky schemes.
- But when risk tolerance is widespread instead, these things will fall by the wayside and deals will be done that set the scene for subsequent losses.

Simply put, risk is low when risk aversion and risk consciousness are high, and high when they're low.

La segunda es que la aversión al riesgo es lo que mantiene a los mercados seguros y cuerdos.

- Cuando la tolerancia al riesgo es generalizada, estas cosas se quedarán en el camino y se harán acuerdos que prepararán el escenario para las pérdidas posteriores.
- Cuando los inversionistas son conscientes del riesgo, exigirán primas de riesgo generosas para compensarlos por asumir riesgos. Por lo tanto, la línea de riesgo /retorno tendrá una pendiente pronunciada (el aumento unitario en el rendimiento prospectivo por unidad de aumento en el riesgo percibido será grande) y el mercado debe recompensar la asunción de riesgos como afirma la teoría.
- Cuando las personas se olvidan de ser conscientes del riesgo y no requieren compensación por asumir riesgos, harán inversiones riesgosas incluso si las primas de riesgo son escasas. La pendiente de la línea será gradual, y es probable que la toma de riesgos eventualmente sea penalizada, no recompensada.
- Cuando la aversión al riesgo es alta, los inversores realizarán una amplia diligencia debida, harán suposiciones conservadoras, aplicarán escepticismo y negarán capital a los planes de riesgo.
- Pero cuando la tolerancia al riesgo es generalizada, estas cosas se quedarán en el camino y se harán acuerdos que prepararán el escenario para las pérdidas posteriores.

En pocas palabras, el riesgo es bajo cuando la aversión al riesgo y la conciencia del riesgo son altas, y alto cuando son bajos.

The third is that risk is often hidden and thus deceptive. Loss occurs when risk – the possibility of loss – collides with negative events. Thus the riskiness of an investment becomes apparent only when it is tested in a negative environment. It can be risky but not show losses as long as the environment remains salutary. The fact that an investment is susceptible to a serious negative development that will occur only infrequently – what I call “the improbable disaster” – can make it appear safer than it really is. Thus after several years of a benign environment, a risky investment can easily pass for safe. That’s why Warren Buffett famously said, “. . . you only find out who’s swimming naked when the tide goes out.”

La tercera es que el riesgo a menudo se oculta y, por lo tanto, se engaña. La pérdida ocurre cuando el riesgo – la posibilidad de pérdida – choca con eventos negativos. Por lo tanto, el riesgo de una inversión se hace evidente sólo cuando se prueba en un entorno negativo. Puede ser arriesgado, pero no mostrar pérdidas mientras el medio ambiente siga siendo saludable. El hecho de que una inversión sea susceptible a un grave desarrollo negativo que ocurrirá con poca frecuencia –lo que yo llamo “el desastre improbable”– puede hacer que parezca más segura de lo que realmente es. Por lo tanto, después de varios años de un entorno benigno, una inversión arriesgada puede pasar fácilmente por seguridad. Es por eso que Warren Buffett dijo famosamente, “. . . solo te enteras de quién está nadando desnudo cuando baja la marea”.

Assembling a portfolio that incorporates risk control as well as the potential for gains is a great accomplishment. But it’s a hidden accomplishment most of the time, since risk only turns into loss occasionally . . . when the tide goes out

Armar una cartera que incorpore el control de riesgos, así como el potencial de ganancias es un gran logro. Pero es un logro oculto la mayor parte del tiempo, ya que el riesgo solo se convierte en pérdida ocasionalmente. . . cuando la marea baja.

The fourth is that risk is multi-faceted and hard to deal with. In this memo I've mentioned 24 different forms of risk: the risk of losing money, the risk of falling short, the risk of missing opportunities, FOMO risk, credit risk, illiquidity risk, concentration risk, leverage risk, funding risk, manager risk, over- diversification risk, risk associated with volatility, basis risk, model risk, black swan risk, career risk, headline risk, event risk, fundamental risk, valuation risk, correlation risk, interest rate risk, purchasing power risk, and upside risk. And I'm sure I've omitted some. Many times these risks are overlapping, contrasting and hard to manage simultaneously. For example:

- Efforts to reduce the risk of losing money invariably increase the risk of missing out.
- Efforts to reduce fundamental risk by buying higher-quality assets often increase valuation risk, given that higher-quality assets often sell at elevated valuation metrics.

La cuarta es que el riesgo es multifacético y difícil de abordar. En esta nota he mencionado 24 formas diferentes de riesgo: el riesgo de perder dinero, el riesgo de quedarse corto, el riesgo de perder oportunidades, el riesgo FOMO, el riesgo de crédito, el riesgo de iliquidez, el riesgo de concentración, el riesgo de apalancamiento, el riesgo de financiación, el riesgo de gestor, el riesgo de sobre-diversificación, el riesgo asociado con la volatilidad, el riesgo de base, el riesgo de modelo, el riesgo de cisne negro, el riesgo de carrera, el riesgo de titular, el riesgo de evento, el riesgo fundamental , riesgo de valoración, riesgo de correlación, riesgo de tipo de interés, riesgo de poder adquisitivo y riesgo al alza. Y estoy seguro de que he omitido algunos. Muchas veces estos riesgos se superponen, contrastan y son difíciles de manejar simultáneamente. Por ejemplo:

- Los esfuerzos por reducir el riesgo de perder dinero aumentan invariablemente el riesgo de perder dinero.
- Los esfuerzos por reducir el riesgo fundamental mediante la compra de activos de mayor calidad a menudo aumentan el riesgo de valoración, dado que los activos de mayor calidad a menudo se venden con métricas de valoración elevadas.

En el fondo, es la incapacidad de llegar a una sola fórmula que minimiza simultáneamente todos los riesgos lo que hace que invertir sea la búsqueda fascinante y desafiante que es.

The fifth is that the task of managing risk shouldn't be left to designated risk managers.

La quinta es que la tarea de gestionar el riesgo no debe dejarse en manos de los gestores de riesgos designados.

I'm convinced outsiders to the fundamental investment process can't know enough about the subject assets to make appropriate decisions regarding each one. All they can do is apply statistical models and norms.

Estoy convencido de que los extraños al proceso de inversión fundamental no pueden saber lo suficiente sobre los activos sujetos para tomar decisiones apropiadas con respecto a cada uno. Todo lo que pueden hacer es aplicar modelos y normas estadísticas.

But those models may be the wrong ones for the underlying assets – or just plain faulty – and there’s little evidence that they add value. In particular, risk managers can try to estimate correlation and tell you how things will behave when combined in a portfolio. But they can fail to adequately anticipate the “fault lines” that run through portfolios. And anyway, as the old saying goes, “in times of crisis all correlations go to one” and everything collapses in unison.

Pero esos modelos pueden ser los equivocados para los activos subyacentes , o simplemente defectuosos , y hay poca evidencia de que agreguen valor. En particular, los gestores de riesgos pueden intentar estimar la correlación y decirle cómo se comportarán las cosas cuando se combinen en una cartera. Pero pueden no anticipar adecuadamente las "líneas de falla" que atraviesan las carteras. Y de todos modos, como dice el viejo refrán, "en tiempos de crisis todas las correlaciones van a una" y todo se derrumba al unísono.

“Value at Risk” was supposed to tell the banks how much they could lose on a very bad day. During the crisis, however, VaR was often shown to have understated the risk, since the assumptions hadn’t been harsh enough. Given the fact that risk managers are required at banks and *de rigueur* elsewhere, I think more money was spent on risk management in the early 2000s than in the rest of history combined . . . and yet we experienced the worst financial crisis in 80 years. Investors can calculate risk metrics like VaR and Sharpe ratios (we use them at Oaktree; they’re the best tools we have), but they shouldn’t put too much faith in them. **The bottom line for me is that risk management should be the responsibility of every participant in the investment process, applying experience, judgment and knowledge of the underlying investments.**

Se suponía que el "valor en riesgo" les decía a los bancos cuánto podían perder en un día muy malo. Durante la crisis, sin embargo, a menudo se demostró que el VaR subestimó el riesgo, ya que las suposiciones no habían sido lo suficientemente duras. Dado el hecho de que los gestores de riesgos son necesarios en los bancos y de *rigueur* en otros lugares, creo que se gastó más dinero en la gestión de riesgos a principios de la década de 2000 que en el resto de la historia combinada . . . y, sin embargo, experimentamos la peor crisis financiera en 80 años. **Los inversores pueden calcular métricas de riesgo como los ratios de VaR y Sharpe (los usamos en Oaktree; son las mejores herramientas que tenemos), pero no deben confiar demasiado en ellos. La conclusión para mí es que la gestión de riesgos debe ser responsabilidad de cada participante en el proceso de inversión, aplicando la experiencia, el juicio y el conocimiento de las inversiones subyacentes.**

The sixth is that while risk should be dealt with constantly, investors are often tempted to do so only sporadically. Since risk only turns into loss when bad things happen, this can cause investors to apply risk control only when the future seems ominous. At other times they may opt to pile on risk in the expectation that good things lie ahead. But since we can’t predict the future, we never really know when risk control will be needed. Risk control is unnecessary in times when losses don’t occur, but that doesn’t mean it’s wrong to have it. The best analogy is to fire insurance: do you consider it a mistake to have paid the premium in a year in which your house didn’t burn down?

La sexta es que, si bien el riesgo debe abordarse constantemente, los inversores a menudo se ven tentados a hacerlo sólo esporádicamente. Dado que el riesgo solo se convierte en pérdida cuando suceden cosas malas, esto puede hacer que los inversores apliquen el control del riesgo solo cuando el futuro parezca ominoso. En otras ocasiones pueden optar por amontonarse en el riesgo con la expectativa de que las cosas buenas están por venir. Pero como no podemos predecir

el futuro, nunca sabemos realmente cuándo será necesario el control de riesgos. El control de riesgos es innecesario en tiempos en que no se producen pérdidas, pero eso no significa que esté mal tenerlo. La mejor analogía es con el seguro contra incendios: ¿consideras un error haber pagado la prima en un año en el que tu casa no se quemó?

Taken together these six observations convince me that Charlie Munger's trenchant comment on investing in general – **"It's not supposed to be easy. Anyone who finds it easy is stupid."** – is profoundly applicable to risk management. Effective risk management requires deep insight and a deft touch. It has to be based on a superior understanding of the probability distributions that will govern future events. Those who would achieve it have to have a good sense for what the crucial moving parts are, what will influence them, what outcomes are possible, and how likely each one is. **Following on with Charlie's idea, thinking risk control is easy is perhaps the greatest trap in investing, since excessive confidence that they have risk under control can make investors do very risky things.**

En conjunto, estas seis observaciones me convencen de que el comentario incisivo de Charlie Munger sobre la inversión en general: "No se supone que sea fácil. Cualquiera que lo encuentre fácil es estúpido." – es profundamente aplicable a la gestión de riesgos. La gestión eficaz de los riesgos requiere una visión profunda y un toque hábil. Tiene que basarse en una comprensión superior de las distribuciones de probabilidad que regirán los eventos futuros. Aquellos que lo lograrían tienen que tener un buen sentido de cuáles son las partes móviles cruciales, qué influirá en ellas, qué resultados son posibles y qué tan probable es cada una. **Siguiendo con la idea de Charlie, pensar que el control de riesgos es fácil es quizás la mayor trampa en la inversión, ya que la confianza excesiva en que tienen el riesgo bajo control puede hacer que los inversores hagan cosas muy arriesgadas.**

Thus the key prerequisites for risk control also include humility, lack of hubris, and knowing what you don't know. No one ever got into trouble for confessing a lack of prescience, being highly risk-conscious, and even investing scared. Risk control may restrain results during a rebound from crisis conditions or extreme under-valuations, when those who take the most risk generally make the most money. But it will also extend an investment career and increase the likelihood of long-term success. **That's why Oaktree was built on the belief that risk control is "the most important thing."**

Por lo tanto, los requisitos previos clave para el control de riesgos también incluyen humildad, falta de arrogancia y saber lo que no sabes. Nadie se metió en problemas por confesar la falta de precognición, ser muy consciente del riesgo e incluso invertir asustado. El control de riesgos puede limitar los resultados durante un rebote de las condiciones de crisis o las subvaloraciones extremas, cuando los que asumen el mayor riesgo generalmente ganan más dinero. Pero también extenderá una carrera de inversión y aumentará la probabilidad de éxito a largo plazo. **Es por eso que Oaktree se construyó sobre la creencia de que el control de riesgos es "lo más importante".**

Lastly while dealing in generalities, I want to point out that whereas risk control is indispensable, risk avoidance isn't an appropriate goal. The reason is simple: risk avoidance usually goes hand-in-hand with return avoidance. While you shouldn't expect to make money just for bearing risk, you also shouldn't expect to make money without bearing risk.

Por último, al tratar con generalidades, quiero señalar que mientras que el control de riesgos es indispensable, evitar riesgos no es un objetivo apropiado. La razón es simple: la evitación del riesgo suele ir de la mano con la evitación del retorno. Si bien no debe

esperar ganar dinero solo por el riesgo de rodamientos, tampoco debe esperar ganar dinero sin correr riesgos.

* * *

At present I consider risk control more important than usual. To put it briefly:

- Today's ultra-low interest rates have brought the prospective returns on money market instruments, Treasuries and high grade bonds to nearly zero.
- This has caused money to flood into riskier assets in search of higher returns.
- This, in turn, has caused some investors to drop their usual caution and engage in aggressive tactics.
- And this, finally, has caused standards in the capital markets to deteriorate, making it easy for issuers to place risky securities and – consequently – hard for investors to buy safe ones.

En la actualidad considero que el control de riesgos es más importante de lo habitual. Para decirlo brevemente:

- Los tipos de interés ultrabajos de hoy en día han llevado los rendimientos potenciales de los instrumentos del mercado monetario, los bonos del Tesoro y los bonos de alta calidad a casi cero.
- Esto ha provocado que el dinero inunde los activos más riesgosos en busca de mayores rendimientos.
- Esto, a su vez, ha hecho que algunos inversores abandonen su precaución habitual y se involucren en tácticas agresivas.
- Y esto, finalmente, ha provocado que los estándares en los mercados de capitales se deterioren, facilitando a los emisores la colocación de valores de riesgo y, en consecuencia, dificultando a los inversores la compra de valores seguros.

Warren Buffett put it best, and I regularly return to his statement on the subject:

... the less prudence with which others conduct their affairs, the greater the prudence with which we should conduct our own affairs.

Warren Buffett lo dijo mejor, y regularmente vuelvo a su declaración sobre el tema:

... cuanto menos prudencia tengan los demás en sus asuntos, mayor será la prudencia con la que deberíamos dirigir nuestros propios asuntos.

While investor behavior hasn't sunk to the depths seen just before the crisis (and, in my opinion, that contributed greatly to it), in many ways it has entered the zone of imprudence. To borrow a metaphor from Chuck Prince, Citigroup's CEO from 2003 to 2007, anyone who's totally unwilling to dance to today's fast-paced music can find it challenging to put money to work.

Si bien el comportamiento de los inversionistas no se ha hundido a las profundidades vistas justo antes de la crisis (y, en mi opinión, eso contribuyó en gran medida a ello), en muchos sentidos ha entrado en la zona de la imprudencia. Para tomar prestada una metáfora de Chuck

Prince, CEO de Citigroup de 2003 a 2007, cualquiera que no esté totalmente dispuesto a bailar al ritmo rápido de la música de hoy en día puede encontrar difícil poner dinero a trabajar.

It's the job of investors to strike a proper balance between offense and defense, and between worrying about losing money and worrying about missing opportunity. Today I feel it's important to pay more attention to loss prevention than to the pursuit of gain. For the last three years Oaktree's mantra has been "move forward, but with caution." At this time, in reiterating that mantra, I would increase the emphasis on those last three words: "but with caution."

Es el trabajo de los inversores para lograr un equilibrio adecuado entre la ofensiva y la defensa, y entre preocuparse por perder dinero y preocuparse por perder oportunidades. **Hoy en día siento que es importante prestar más atención a la prevención de pérdidas que a la búsqueda de ganancias.** Durante los últimos tres años, el mantra de Oaktree ha sido "avanzar, pero con precaución". En este momento, al reiterar ese mantra, aumentaría el énfasis en esas tres últimas palabras: "pero con precaución".

Economic and company fundamentals in the U.S. are fine today, and asset prices – while full – don't seem to be at bubble levels. But when undemanding capital markets and a low level of risk aversion combine to encourage investors to engage in risky practices, something usually goes wrong eventually. **Although I have no idea what could make the day of reckoning come sooner rather than later, I don't think it's too early to take today's carefree market conditions into consideration. What I do know is that those conditions are creating a degree of risk for which there is no commensurate risk premium. We have to behave accordingly.**

Los fundamentos económicos y de las empresas en Estados Unidos están bien hoy en día, y los precios de los activos, aunque llenos, no parecen estar en niveles de burbuja. Pero cuando los mercados de capitales poco exigentes y un bajo nivel de aversión al riesgo se combinan para alentar a los inversores a participar en prácticas arriesgadas, algo suele ir mal con el tiempo. **Aunque no tengo idea de lo que podría hacer que el día del ajuste de cuentas llegue más pronto que tarde, no creo que sea demasiado pronto para tener en cuenta las condiciones despreocupadas del mercado de hoy. Lo que sí sé es que esas condiciones están creando un grado de riesgo para el que no existe una prima de riesgo proporcional.** Tenemos que comportarnos en consecuencia.

September 3, 2014