



Libro Entropía en los mercados financieros

Los principales operadores de hedge funds cuentan cómo obtener ganancias en los mercados globales

Steven Drobny
Wiley, 2006
También disponible en: Inglés

Reseña

Este libro fascinante lo llevará al mundo de la estrategia de inversión Macro global. Steven Drobny entrevista a 13 operadores, analistas y gestores de fondos exitosos que se relacionan con la estrategia de inversión macro global de distintas maneras. Drobny también presenta información sobre los orígenes y los primeros años de la estrategia macroeconómica global, desde John Keynes hasta George Soros. Habla con sus entrevistados acerca de sus antecedentes y les pide asesoramiento de inversión. Su modalidad de preguntas y respuestas es muy ágil. *BooksInShort* disfrutó de las descripciones que Drobny realiza de sus entrevistados, si bien el formato con estilo entrevista genera información poco homogénea. Este libro ofrece un relato sorprendentemente ágil de lo que, en manos menos hábiles, hubiese sido un libracó técnico y muy denso.

Ideas fundamentales

- John Maynard Keynes fue el precursor de la inversión atendiendo a la macroeconomía mundial.
- La estrategia de inversión Macro global (Global macro en inglés) utiliza un amplio espectro de enfoques que evolucionan y cambian constantemente.
- Los operadores de la estrategia Macro global necesitan talento para las matemáticas, la economía y la historia, y deleitarse con esos temas.
- La negociación debe ser disciplinada. En ocasiones, es importante no negociar.
- Las enormes posiciones características de la época del Quantum Fund de Soros han perdido relevancia.
- Los especuladores no repercuten en la macroeconomía mundial sino que aprovechan las condiciones subyacentes que crean anomalías e invitan a la especulación.
- La estrategia de inversión macro global comprende renta variable así como *commodities* (productos básicos) y divisas.
- Los inversionistas en la estrategia Macro global opinan que el dólar estadounidense es vulnerable debido a sus desequilibrios en comparación con otras monedas.
- Los inversionistas de la estrategia Macro global no forjan una carrera tradicional.
- Los expertos en *hedge funds* dependen de información detallada que analizan minuciosamente.

Resumen

¿Qué es la estrategia de inversión Macro global?

Si bien no hay una definición estándar de la estrategia de inversión macro global, la explicación circular del término indica que se trata de una modalidad de inversión que se basa en las condiciones de la macroeconomía mundial. Los inversionistas que emplean esta estrategia procuran “generar abultadas rentabilidades positivas mediante apuestas apalancadas a movimientos de precios en mercados de renta variable, divisas, tasas de interés y materias primas.”

“No sé que significa macro global, o al menos no soy lo suficientemente listo para saberlo. Imagino que global se refiere al ‘mundo’ y que macro significa ‘macroeconómico.’ ¿Es correcto?” [– *Jim Rogers*]

Los gestores de *hedge funds* utilizan los principios macroeconómicos para identificar “fluctuaciones anormales de precios” en cualquier parte del mundo. La inversión macro global puede ser “direccional,” cuando el gestor apuesta a un único movimiento de precios, como por ejemplo, posiciones cortas en bonos japoneses, o puede ser “relativa,” cuando se realiza arbitraje estadístico con activos de valores similares. Un ejemplo sería tomar posiciones largas en renta variable de países emergentes de Europa y tomar posiciones cortas en renta variable de EE.UU. Las ganancias, que pueden llegar a ser enormes, dependen de que el operador pronostique correctamente la dirección que adoptará un precio o un diferencial.

“Cuando de invertir se trata, no importa el estilo específico del gestor, el objetivo de todos los gestores de *hedge funds* con estrategias macro global es generar rentabilidades absolutas superiores ajustadas en función del riesgo.”

Dado que la estrategia de inversión macro global es aún relativamente nueva y no ha alcanzado estabilidad o equilibrio, lo más acertado es analizar cómo los expertos manejan su negocio. Los operadores de esta estrategia se han ganado la reputación de especuladores ávidos de riesgo dado que este tipo de inversión puede generar enormes ganancias y pérdidas. Pero entre 1990 y 2005, los *hedge funds* que utilizan esta estrategia han promediado una rentabilidad anual del 15,62%, cerca del doble de las ganancias del índice S&P 500, y con niveles mucho menores de volatilidad, lo que hace que estos fondos sean una buena incorporación a una cartera en busca de importantes rentabilidades ajustadas en función del riesgo.

Grandes nombres

Hace ya más de un siglo, el economista John Maynard Keynes fue el precursor de la inversión realizada atendiendo a las condiciones de la macroeconomía mundial. Si bien sus patrones y vehículos de inversión han cambiado con el paso del tiempo, obtuvo resultados mejores que los del mercado en general. Alfred Winslow Jones, precursor de la estrategia de inversión macroeconómica mundial, obtuvo tan buenos resultados que su acuerdo de coparticipación de ganancias del 20% sigue siendo el patrón que sigue la mayoría de los *hedge funds*.

“Parte de nuestro trabajo es preguntar, ¿consideraríamos esta inversión al precio actual? Si la respuesta es sí, entonces aunque el fondo pierda dinero en esa inversión, deberíamos tomar una posición.” [– Mark Dimitrijević]

En el último tiempo, George Soros y Julian Robertson (fundador de la firma de inversión Tiger Management) han sido noticia en todo el mundo debido a sus rotundos éxitos y, en ocasiones, por sus enormes pérdidas. Estos y otros expertos han participado de los eventos macroeconómicos más importantes de las dos últimas décadas, incluido el miércoles negro en 1982, el colapso del mercado accionario en 1987 (cuando Soros vendió libra esterlina en descubierto), la caída del mercado de bonos de 1994, la crisis asiática de 1997 y la crisis rusa de 1998. La debacle rusa tuvo que ver en el colapso de Long Term Capital Management en 1998, provocado por las técnicas de excesivo apalancamiento utilizadas por el hedge fund. Pero los inversionistas que emplean la estrategia macro global no fueron responsables de estos sucesos; simplemente aprovecharon las condiciones subyacentes.

“Todos aprendemos lecciones con el tiempo, lecciones costosas. La clave está en aprender de ellas y reducir la cantidad de errores.” [– Dwight Anderson]

El estallido de la burbuja de las empresas punto.com en 2000 llevó al cierre de muchos fondos y a la desarticulación de posiciones de Tiger Management. Sin embargo, la estrategia macro global no desapareció, pero sí se modificó. En realidad, la magnitud de los grandes fondos de hace unos años era un obstáculo para su rentabilidad. Hoy día, hay muchos más fondos operando, pero tienden a ser más pequeños y con estrategias más diversas. Los siguientes operadores expertos en *hedge funds* tienen una opinión muy definida acerca del terreno volátil y en constante cambio en el que se practica la estrategia de inversión macro global:

Jim Leitner: La rentabilidad del conocimiento

Jim Leitner acumuló experiencia en varios bancos de primera línea antes de fundar Falcon Management. Según sus explicaciones, la estrategia de inversión macro global consiste en “la predisposición a analizar, con sentido de oportunidad, cada idea que se presenta, desde las situaciones microeconómicas hasta las situaciones de países concretos, en todas las categorías de activos y en todos los países del mundo.” Este tipo de inversión combina la visión general por país con la visión más específica por compañía. Para iniciarse en este tipo de inversión, es preciso desarrollar suficiente conocimiento para diseñar una estrategia de negociación. Es preciso leer extensamente las noticias mundiales e internacionales. Suscríbase a The Economist y léalo todas las semanas. Al invertir, nunca deje que las emociones se entrometan en las operaciones. Tómelas como probabilidades.

Christian Siva-Jothy: Suerte y talento

Christian Siva-Jothy, propietario de una empresa de inversión, se hizo operador bursátil por accidente. Durante sus tiempos como estudiante de pocos recursos en la Facultad de Economía de Londres, asistió a varias presentaciones bancarias para conseguir algunos tragos gratis. En una presentación, un operador de Citibank lo invitó a pasar un día en el recinto de la bolsa. Siva-Jothy se entusiasmó y comenzó una carrera espectacular como operador bursátil. Ahora que dirige su propia empresa, busca a personas con gran integridad y larga experiencia. Valora la experiencia de los potenciales empleados y recalca que los nuevos operadores deben ser humildes, cultivar la tranquilidad en todas las condiciones de negociación, proteger su integridad y asegurarse de tener dos atributos: talento y suerte.

Dr. Andres Drobny: La importancia del análisis

El Dr. Andres Drobny trabaja en el área de investigación de mercado y de inversión. Explica que la posición del mercado es un factor crítico a la hora de escoger inversiones pues presenta un contexto que interpreta las oportunidades disponibles. Analice la información de hasta cinco años atrás para tener una idea de las tendencias pasadas, pero no piense en el futuro, pues ese tipo de razonamiento provoca interferencia que no permite escuchar lo que realmente está sucediendo. El mercado mundial actual es difícil porque todos están a la espera de burbujas por estallar. Los activos pueden estar sobrevalorados, por lo tanto tenga cuidado con el exceso de confianza. Poder discernir cuándo la información es clara y cuando no es un aspecto fundamental. Asegúrese de comprender el proceso subyacente que da viabilidad a una operación, y límitese a invertir cuando identifique la posibilidad de una buena relación riesgo/rentabilidad.

Dr. John Porter: Del otro lado

El Dr. John Porter de Barclays Capital en Londres afirma que hay dos formas posibles de abordar el riesgo de tasa de interés: 1) atenuarlo; o 2) asumir el riesgo de quienes desean atenuarlo y buscar formas de sacarle provecho. Él aplica el segundo criterio e invierte en todo tipo de instrumento que conlleve riesgo de tasas de interés. Explica que estos mercados son juegos de suma cero (si una parte gana, la otra pierde).

Dr. Sushil Wadhwani: Evitar las burbujas

La vida de un operador depende mayormente de la buena fortuna, y solo en parte de la ardua tarea y labor oficiosa, afirma el Dr. Sushil Wadhwani, que tiene una larga trayectoria en el ámbito de la inversión. Antes de incorporarse a las filas del Banco de Inglaterra, Sushil era académico. Tras adquirir valiosa experiencia como funcionario del banco central, volvió a los mercados y puso en marcha su sociedad bursátil. Opina que los bancos centrales deberían tratar de impedir las burbujas, en lugar de aplicar lo que describe como la táctica de Greenspan; concretamente, lidiar con el caos que se genera después del estallido de la burbuja. Wadhwani considera que los desequilibrios fiscales de EE.UU. son tan grandes que algunas de las hipótesis más pesimistas acerca del futuro probablemente se confirmen.

Peter Theil: Una visión amplia del mundo

Antes de convertirse en un operador de derivados, Peter Theil estudiaba filosofía y leyes. También fue uno de los fundadores y CEO de PayPal, adquirida por eBay en 2002 por \$1.500 millones. En 1996, Theil incursionó en la estrategia de macro global dado que cuadraba perfectamente con sus destrezas. Considera que un gestor que utiliza esta estrategia debe ver al mundo con amplitud. Los inversionistas de la estrategia macro global deben tener un buen manejo de las matemáticas, la economía y la historia. En rigor, quien emplea ese modelo debe disfrutar de los modelos cuantitativos para poder competir de igual a igual con analistas inmersos en esos modelos.

Jim Rogers: Nuevas sendas

En 1962, Jim Rogers cofundó Quantum Fund con George Soros. El fondo rindió un 4.200% en una década. Rogers, que gozaba de una carrera de inversión de gran prestigio, tituló a sus dos primeros libros *Adventure Capitalist* e *Investment Biker*. Explica: Los términos “macro global” o “small cap (baja capitalización)” son simplemente maniobras de mercadeo. En la actualidad, el dólar es una mala inversión. Invierta su dinero en *commodities* y en activos no dolarizados. En los próximos 10 años se prevé una gran crisis en el mercado. Según Rogers, siempre apuesta en contra de las burbujas, pero admite que resulta difícil identificar el momento adecuado.

Dwight Anderson: Análisis profundo

Swight Anderson, quien fuera una estrella en Tiger Management de Robertson actualmente se especializa en la inversión en materias primas e industrias básicas. Su *hedge fund*, Ospraie Management, aprovecha su destreza en los mercados de *commodities* y genera miles de millones de dólares. Anderson aconseja centrarse en los fundamentales. Al evaluar las inversiones, realiza un estudio minucioso de los mercados. Analiza todo con el máximo nivel de detalle. Al contratar talentos, busca una combinación de inteligencia, ética en el trabajo, orgullo, capacidad pasión.

Scott Bessent: Hacer frente a la renta variable

Scott Bessent, operador de renta variable, trabajó con Rogers y George Soros, y aprendió de ambos. Atento a su estilo, lee con voracidad y recoge información antes de tomar una decisión en su casa: compra y vende renta variable. Bessent abandonó Soros Fund Management después de que el Nasdaq comenzó a bajar en marzo de 2000. Como inversionista bursátil, Bessent reconoce los riesgos de las posiciones largas y cortas, pero cita a Soros, “Si tiene la posición adecuada, nunca es lo suficientemente grande.”

Marko Dimitrijević: Información histórica

El responsable de Everest Capital, Marko Dimitrijević, se entusiasmó con el mercado inmobiliario e invirtió unos pocos cientos de dólares en un Fondo de Inversión Inmobiliaria (REIT) que le dio un rendimiento del 10% en tres meses. Su fondo ahora gestiona más de \$1.500 millones y ha ampliado la oferta a otros productos de inversión. Dimitrijević dice que los inversionistas deberían utilizar información histórica con mucha prudencia, porque mañana puede ser muy diferente de ayer. El crecimiento de países en desarrollo es muy estimulante. Observa que todos consideran que el euro es una alternativa al dólar, pero se pregunta si es una auténtica alternativa, o si se ha generado entusiasmo porque se ha apreciado un 30% frente al dólar en el lapso de tres años.

David Gorton y Rob Standing: Bajo perfil, alta flexibilidad

Los hombres que dirigen London Diversified Fund Management creen en limitar la exposición pública. David Gorton y Rob Standing basan sus métodos de inversión en el valor relativo, es decir, toman posiciones contrarias simultáneas para aprovechar las anomalías de precios. Si le parece que esto se asemeja a Long Term Capital Management, está en lo cierto. No obstante, Gorton y Standing equilibran este enfoque con la estrategia de inversión macro global. En cualquier momento, la cartera puede distribuirse en partes iguales entre las dos estrategias, o bien la totalidad de los activos en una o en otra, o una ponderación intermedia. Si bien han obtenido excelentes rentabilidades, cuando se les pide que describan sus métodos, dicen que sus complejos modelos matemáticos son “una invención arcana y absurda.”

Sobre el autor

Steven Drobny ha trabajado en varios países para un grupo de *hedge funds* de un banco internacional de primera línea, y es cofundador de una consultora que provee análisis macroeconómico a *hedge funds* líderes en el mundo.