



Libro Más de lo que usted sabe

Cómo encontrar sabiduría financiera en lugares no convencionales

Michael J. Mauboussin
Columbia UP, 2006
También disponible en: Inglés

Reseña

Este libro comenzó como una serie de 50 ensayos breves que Michael J. Mauboussin escribió para inversores. El autor está a favor de utilizar una perspectiva multidisciplinaria para tratar de entender cómo se comportan los mercados. Los ensayos no están necesariamente relacionados entre sí, pero tienen algunas ventajas, dado que el autor se apoya en múltiples análisis. Su libro no es el lugar indicado para buscar una teoría sólida y sistemáticamente planteada acerca de porqué el mercado se comporta como se comporta. Por el contrario, Mauboussin afirma en forma reiterada que nadie entiende verdaderamente porqué el mercado actúa de la forma en que lo hace. De hecho, sostiene que todos los intentos por explicar dicho comportamiento suelen estar basados en patrones que no están realmente presentes. *BooksInShort* recomienda especialmente este libro como un antídoto excelente para quienes confían excesivamente en la sabiduría de las opiniones económicas y financieras imperantes.

Ideas fundamentales

- La teoría financiera no resulta adecuada para explicar el comportamiento del mercado.
- Los inversores, especialmente los profesionales, deberían hacer hincapié en los procesos más que en los resultados. Un buen resultado no justifica un mal proceso.
- Superar sistemática y sostenidamente la rentabilidad del mercado indica que se cuenta con habilidades superiores. No es simplemente una cuestión aleatoria.
- Permita que el valor esperado sea el principio rector de decisiones de inversión y no la aversión miope a las pérdidas.
- El campo de la psicología de las finanzas (*Behavioral finance*) esclarece muchos aspectos del proceso de toma de decisiones de los seres humanos, pero aún no ha proporcionado la clave para entender el mercado.
- Utilice un enfoque multidisciplinario para entender los movimientos del mercado y tomar decisiones.
- Analice los insectos sociales, como las abejas, para obtener algunas perspectivas útiles sobre el comportamiento del mercado.
- Excluir las emociones del proceso de toma de decisiones de inversión es un grave error, como también lo es dejarse dominar por sus sentimientos.
- Si bien podría decirse que la relación precio-ganancia por acción no es totalmente inútil, podría llegar a serlo.
- Una multitud de personas que no son expertas constituye una poderosa herramienta para resolver un problema.

Resumen

El proceso versus el resultado

Las decisiones de inversión deberían depender de la filosofía de inversión. No obstante, la filosofía adecuada es una cuestión que está más relacionada con el temperamento correcto que con un coeficiente intelectual superior. Ser paciente y esmerarse por implementar un proceso de inversión sólido es más importante que obtener resultados de inversión excepcionales. Un buen resultado no justifica un mal proceso. No obstante, si bien un proceso adecuado puede a veces generar un resultado negativo, a largo plazo, dará mejores resultados que un proceso inadecuado. Lamentablemente, la comunidad inversora suele poner demasiado énfasis en los resultados y no tanto en el proceso.

Cómo batir al mercado

Si bien batir al mercado es muy difícil, algunos gestores de cartera destacados logran cumplir con este objetivo sistemáticamente. En general, se diferencian del gestor promedio por varios motivos: Tienen una rotación de cartera más baja, invierten más dinero en sus mejores acciones, con ponderaciones superiores a las del índice y invierten en valores infraponderados con precios atractivos.

“Pese al gran interés y a los importantes recursos que los investigadores han asignado a entender los mercados, todavía no logramos captar una gran parte de éstos.”

Los inversores debaten si la actividad de inversión es una profesión o un negocio. En los últimos años, el negocio ha dominado a la profesión. Los profesionales piensan a largo plazo, cobran comisiones bajas y aplican estrategias de inversión opuestas al sentimiento del mercado. No obstante, una empresa de inversión prospera como negocio cuando hace hincapié en el corto plazo, cobra comisiones altas y vende lo que el mercado demanda. La mayor parte de los grandes inversores se dedican a la profesión, y no al negocio, de invertir. Al mantener sus inversiones a largo plazo, los inversores profesionales se inmunizan frente a la volatilidad del mercado. Ahorran en comisiones ya que no pagan costos de transacción frecuentes. No obstante, pueden poner en riesgo sus propios trabajos por actuar en forma razonable, por ejemplo, haciendo frente a un cambio negativo en las condiciones del mercado que reduce el valor de sus carteras. Por irónico que suene, los factores comerciales pueden provocar el despido de los mejores gestores de cartera.

Valor esperado

No importa con qué frecuencia se acierta, lo que cuenta es cómo se acierta cuando se acierta. Dado que muchas personas sufren de una aversión miope a las pérdidas, cuantas más veces aciertan, incluso cuando lo que está en juego es poco, más felices se sienten. En términos de probabilidades, estarían en una mejor situación si se equivocaran de vez en cuando, para poder acertar cuando hay más en juego. En todas las prácticas basadas en probabilidades, especialmente en la inversión y los juegos de azar, el éxito tiene algunas características en común:

- Pericia: los buenos jugadores profesionales desarrollan competencias en un juego específico.
- Variedad de alternativas: analice distintas situaciones para detectar oportunidades poco comunes.
- Pocas oportunidades: las posibilidades de acierto pocas veces están a su favor, aun cuando analice las ramificaciones de muchas opciones.
- Apuestas prudentes: en un casino, usted tiene que apostar para poder jugar. Invertir es mejor ya que usted no tiene que apostar, es decir, invertir, hasta que las probabilidades estén a su favor.

“Al invertir, nuestro deseo innato de conectar causa y efecto se enfrenta con la dificultad de establecer esos vínculos. Por ello, naturalmente, inventamos historias para explicar causa y efecto.”

La teoría financiera estándar se centra en los atributos de una empresa, pero los grandes inversores analizan las circunstancias de esa empresa. Si bien existen muchas rachas de suerte, los grandes inversores parecen tener más rachas de este tipo que otros. Si bien el famoso fenómeno de las “manos calientes” realmente no existe en el basketball, un jugador muy habilidoso tendrá más rachas de suerte que un jugador menos habilidoso. Las rachas de suerte prolongadas realmente indican que existe habilidad.

La psicología de la inversión

El campo de la Psicología de las finanzas (*Behavioral finance*) ha revelado nuevos datos acerca de la toma de decisiones en materia económica, pero aún no ha aportado una forma sistemática o integral de concebir los mercados. Los mercados son grupos, no individuos. Cuando muchos inversores cometen errores individuales, la suma total de sus errores, paradójicamente, puede ser correcta. Por ello, para entender los mercados, además de conocerse a usted mismo y a sus convicciones, también es necesario entender lo que creen los demás y qué van a hacer. Los mercados de hoy en día se ven afectados por muchos factores de estrés. Los cambios, las innovaciones y la rápida rotación de inversiones admiten una menor previsibilidad y control. Por lo tanto, los gestores piensan a corto plazo y reaccionan mal ante el estrés.

“El mensaje para los inversores es que, por más competente que sea, las situaciones favorables en las que se tiene una clara percepción distinta frente al mercado, no suelen darse con frecuencia.”

Los inversores están sujetos a fuerzas psicológicas y emocionales. Por ejemplo, es probable que una persona que recomendó una acción se sienta obligada a seguir comprándola, simplemente para ser coherente con su recomendación. La imitación es también una fuerza de mercado poderosa. A veces, puede conducir a tomar mejores decisiones en función de la sabiduría colectiva, pero puede atrapar al inversor en una peligrosa actitud de manada. De hecho, los factores intuitivos y emocionales no solo se inmiscuyen en una decisión, sino que son necesarios para tomar una buena decisión. De todos modos, las emociones y los sentimientos pueden llevar al inversor a descarriarse. Los gestores de cartera excepcionales parecen ser menos propensos a la influencia de las emociones, pero conocen sus sentimientos. Entienden las razones de sus decisiones.

Las cosas cambian

Debido a los cambios masivos y a las innovaciones del último siglo, la mayor parte de los títulos del primer índice Dow ya no existen. Estos cambios sino lentos, pequeños e incrementales. El efecto acumulativo de la innovación genera un impacto. La innovación es inevitable. La innovación depende de reensamblar las ideas. El lenguaje digital permite ensamblar, reensamblar y comunicar ideas con una velocidad y flexibilidad sin precedentes. Los inversores deben ser capaces de entender los patrones de cambio, sin engañarse a sí mismos observando patrones que realmente no existen.

“La comunidad inversora se concentra demasiado en los resultados y no lo suficiente en el proceso, debido a los sistemas de incentivos y medición.”

El cerebro de un niño se desarrolla creando y eliminando conexiones entre los espacios entre las células nerviosas a través de los que pasan los neurotransmisores. La industria aparentemente evoluciona de la misma forma. Industrias como la televisiva y la informática comenzaron como una proliferación de empresas y conexiones, que luego se fueron decantando. El mejor momento para invertir en una industria es después de este proceso de decantación. Los precios pueden bajar, ya que los

inversores iniciales que perdieron dinero en las primeras etapas sienten aversión a seguir adelante. No preste atención a la innovación únicamente; analice la respuesta del mercado ante ésta. Las empresas innovadoras generan mayor rentabilidad, pero no indefinidamente. La mayor parte de la rentabilidad en exceso se genera en los primeros cinco años. Luego, durante 15 años, el otrora innovador prácticamente acompaña el mismo ritmo que la industria promedio. Después de dos décadas, el innovador no se desempeña tan bien como el promedio. En la primeras etapas, el mercado subestima una innovación; luego; la sobrevalora.

“Las empresas deberían elaborar normas para la toma de decisiones a largo plazo que sean lo suficientemente flexibles como para que los gestores puedan tomar decisiones acertadas en el corto plazo. [De este modo] la empresa opera con un horizonte a largo plazo, incluso cuando carece de información sobre qué le depara el futuro.”

Si bien los gestores e inversores deben pensar a largo plazo, pensar a un plazo demasiado largo es un error tan grave como tener poca visión de futuro. Los cambios son muy vertiginosos como para que su empresa o estrategia de inversión estén atadas a un plan rígido. Por el contrario, establezca algunas reglas simples y permita que las personas a cargo de tomar las decisiones reaccionen ante las circunstancias según crean conveniente, dentro del marco de esas reglas.

Los cambios durante el tiempo

El sistema de seguridad social de Estados Unidos tiene algunas lecciones para los inversores. Los problemas de la seguridad social han surgido a raíz de cambios en los datos demográficos subyacentes. Los gestores analizaban los datos históricos para calcular la expectativa de vida y las relaciones de empleados-jubilados, pero esa información histórica no fue una buena guía. Los inversores cometen un error similar al utilizar la relación histórica precio-ganancia por acción como guía del valor de los títulos. Los datos históricos pueden no ser fiables, como sucede con los datos demográficos históricos.

“Dicho claramente, la relación precio-ganancia por acción promedio histórica le da al inversor muy pocas pautas acerca de la rentabilidad del mercado a lo largo del típico horizonte de inversión.”

Los inversores toman en cuenta los impuestos, la inflación y el costo de las transacciones al decidir el precio adecuado de un título. Sin embargo, los impuestos y la inflación cambiaron durante el siglo veinte, a medida que la base de la economía mundial dejó de ser el capital físico para pasar a ser el capital intelectual. El capital intangible y las empresas que se constituyen a partir del mismo no funcionan de la misma forma que el capital tangible y las empresas que se constituyen a partir del mismo.

“Generalmente, es difícil saber de dónde provendrá la próxima idea productiva. Las pruebas sugieren que la exposición a distintas fuentes de información puede mejorar la probabilidad de encontrar una idea útil.”

La famosa prima de riesgo de capital (retribución que exigen los inversores por conservar un título relativamente riesgoso) también está sujeta a cambios. Algunos sostienen que la relación precio-ganancia por acción debería incrementar por dos razones: las empresas del conocimiento imputan a pérdidas sus gastos de investigación y desarrollo conforme al régimen contable actual y estas empresas representan la porción más grande de la economía. No obstante, también se podría afirmar que la relación precio-ganancia por acción debería disminuir o mantenerse estable, ya que a las empresas del conocimiento les puede resultar más difícil conservar ventajas competitivas que a las viejas empresas con activos tangibles. La relación precio-ganancia por acción y los múltiplos derivados de ésta se deben tomar con pinzas. Esté preparado para acelerar los cambios de la industria y, por ende, carteras más amplias y, probablemente, una rentabilidad de la cartera superior a la que resultaba óptima en el pasado. La relación precio-ganancia por acción es una forma abreviada, basada en las expectativas que tiene el mercado en cuanto al crecimiento y a la rentabilidad. El crecimiento, por sí solo, puede ser bueno, malo o neutral. Si un título es una buena inversión, su rentabilidad será superior al costo de capital, mantendrá la rentabilidad en exceso y se recuperará, si la rentabilidad llegara a descender.

“Estamos todos tan ocupados con el teléfono, respondiendo los correos electrónicos o asistiendo a reuniones que no nos queda tiempo para leer, pensar y jugar con las ideas.”

Según demuestra un estudio de 1.700 empresas del período 1960-1966, más del 10% mantuvieron una rentabilidad en exceso. De todos modos, cabe hacer una advertencia: por cierto, los inversores de valor (estrategia que invierte en acciones infravaloradas) prefieren adquirir empresas que son económicas en relación con sus rentabilidades. Una empresa puede ser económica porque el mercado no valúa correctamente su rentabilidad, o bien porque el mercado puede percibir acertadamente que la empresa no puede dar un vuelco favorable. En otro estudio de 1.200 empresas se demostró que la mayor parte de éstas no logran recuperarse tras un cambio negativo. La lección es que las acciones más económicas merecen ser económicas y que aquellas cuyo precio cayó significativamente respecto a su récord tienen pocas probabilidades de volver a alcanzarlo.

Complejidad

Sorpresivamente, ciertos estudios recientes demostraron que aquellas personas sin conocimientos específicos pueden resolver en conjunto problemas para los que los expertos no tienen respuesta. Las hormigas, por ejemplo, no tienen una dirección central. No obstante, optimizan la ubicación del parque, los escombros y la colonia por instinto y no por matemática. Por naturaleza, las hormigas buscan y aprovechan la diversidad. Una colonia de hormigas resiste la ineficiencia, el ruido y el azar dando vueltas de un lado a otro, porque de este modo se asegura que encontrará nuevas fuentes de alimentos. Los seres humanos pueden aprender una lección de las hormigas: generalmente, los individuos que trabajan sin una dirección central y que recurren a distintas fuentes de información parecen llegar a determinaciones de valor llamativamente acertadas. Si bien, periódicamente, las multitudes pierden los estribos y entran en el terreno de la histeria y la locura, estas excepciones parecen suceder cuando los inversores dejan de comportarse como agentes independientes y diversos y empiezan a actuar en conjunto. Aunque estos episodios no son comunes, son trascendentales. No conciba al mercado como una distribución normal. De haberse llevado a cabo un análisis normal del mercado bursátil, se habría concluido que la magnitud del colapso de mercado de 1987 fue tan impresionante que, en teoría, nunca podría haber ocurrido. Sin embargo, ocurrió

Sobre el autor

Michael J. Mauboussin es el director de estrategias de inversión de una importante empresa de inversión y profesor adjunto de la Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia.

