



SOLUCIONES INNOVADORAS PARA ADMINISTRAR EL RIESGO EN TIEMPOS VOLÁTILES

BRETT COLLINS ¹

1 Actualmente, Brett Collins es Vicepresidente de State Street Global Advisors (SSgA) e Ingeniero Superior de Productos con sede en Londres para el grupo Global Enhanced Equities. Tiene responsabilidades de investigación y administración de carteras para múltiples estrategias de inversión. Brett posee un título de MBA de la Escuela de Negocios de Columbia con especialización en Finanzas y Negocios Internacionales y de Bachelor of Science (B.S.) en Finanzas/Inversiones del Babson College.

LAS LECCIONES APRENDIDAS EN 2008 GUÍAN LAS TENDENCIAS DE LOS INVERSIONISTAS EN 2009

Si los planes de pensiones ignorasen las lecciones aprendidas en los últimos 18 meses serían muy imprudentes. Si se mira el índice S&P 500, se ve que en los últimos 10 años se han dado dos instancias distintas en que el mercado ha perdido aproximadamente 50% de su valor. Desde agosto de 2000 hasta septiembre de 2002, el índice S&P 500 perdió 45%, y de octubre de 2007 a marzo de 2009, perdió 55%. Durante ese lapso de 10 años, las acciones también tuvieron períodos de retornos muy impresionantes, y otras clases de activos riesgosos también tuvieron alzas y bajas similares. Por consiguiente, la diversificación tradicional es muy importante al tratar con períodos de volatilidad de este tipo.

Más allá de la diversificación tradicional, es realmente necesario que los planes de pensiones consideren estrategias óptimas para manejar la volatilidad e incorporar enfoques innovadores que identifiquen y controlen los riesgos en las carteras. Así, aunque pueda ser un poco doloroso, es probable que valga la pena explorar algunas de las lecciones que aprendimos en los últimos 18 meses. Estas lecciones no son únicas para este mercado deflactado; son comunes para todos los mercados contraídos a lo largo de la historia, y esperamos ver el mismo tipo de lecciones y problemas cuando enfrentemos mercados a la baja y otros períodos de volatilidad en el futuro.

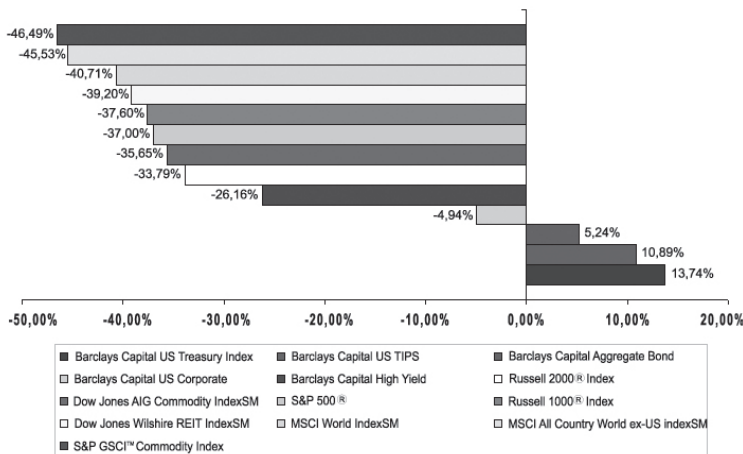
La primera lección aprendida es la fuga hacia posiciones más seguras. Las correlaciones se desplazan a los extremos durante los períodos de inseguridad y lo que tendemos a ver es que las clases de activos riesgosos que pueden tener una correlación baja durante períodos normales se desplazan a los extremos y se liquidan todas juntas a precios bajos. Todo lo que es riesgoso se vende a precios reducidos y los activos de alta calidad, específicamente los bonos del Estado, se recuperan. Lamentablemente un fondo de pensiones puede resultar golpeado desde ambos flancos. Los activos riesgosos de su cartera se deprecian y la baja en las tasas de interés produce un aumento en el valor presente de sus pasivos.

La segunda lección aprendida es el cambio hacia la liquidez. Esto es algo que ocurre normalmente en un mercado a la baja. A los inversionistas les gusta aumentar sus tenencias en efectivo durante los períodos de incertidumbre y tienden a evitar la reasignación de activos en esos momentos, primero, debido a la inseguridad, y segundo, porque por lo general se produce un aumento en los costos de las transacciones durante estos períodos de alta volatilidad. Sé que así sucedió con muchos fondos de pensiones que dejaron de reasignar sus activos el año pasado. Esta decisión ayudó bastante en la segunda mitad de 2008, pero ha sido muy difícil desde la primera semana de marzo de 2009.

La tercera lección, a riesgo de ser obvio, es que la prevención del riesgo es vital. Las formas tradicionales de prevención de riesgos son esenciales para controlar los riesgos de las carteras. Un plan de pensiones ciertamente puede obtener una ventaja al usar enfoques innovadores para identificar dónde efectivamente radican los riesgos en su cartera y puede desarrollar herramientas y técnicas novedosas para manejar dichos riesgos.

La Figura 1 ilustra algunos retornos de mercado en 2008. Naturalmente, no había cómo refugiarse en ningún tipo de activo riesgoso el año pasado. Las acciones, los commodities, los mercados emergentes, los bienes raíces, todo lo que se podía imaginar, si era riesgoso, estuvo bajo el año pasado. Lo único que se recuperó fueron los activos de alta calidad como los bonos del Estado.

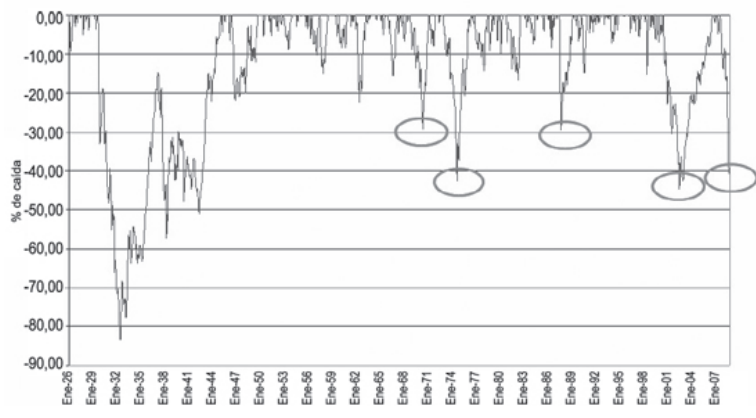
FIGURA 1
RETORNOS DE ÍNDICES DE 2008



NOTA: LOS RETORNOS DE LOS ÍNDICES NO SON ADMINISTRADOS Y NO REFLEJAN EL DESCUENTO DE CUALQUIER COMISIÓN O GASTO. LOS RETORNOS DE ÍNDICES REFLEJAN TODAS LAS PARTIDAS DE INGRESOS, PÉRDIDAS Y GANANCIAS Y LA REINVERSIÓN DE DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS. LOS INVERSIONISTAS NO PUEDEN INVERTIR DIRECTAMENTE EN UN ÍNDICE.
FUENTE: S&P, FACTSET.

Para poner en contexto la caída del mercado accionario, la Figura 2 muestra las disminuciones históricas hasta el año 1926. Las dos ventas a precios bajos de la derecha ocurrieron en los últimos 10 años. Ha habido cinco instancias separadas en que el índice S&P 500 ha perdido aproximadamente un tercio de su valor a un mínimo. A los proponentes de una clase de activos les gusta llamar a un mercado extremadamente bajo una catástrofe en 100 años. Este tipo de caídas de las acciones no son situaciones aisladas; ellas suceden una y otra vez, y es probable que continúen ocurriendo en el futuro, de manera que los planes de pensiones tienen que prepararse para este tipo de bajas cuando crean una cartera.

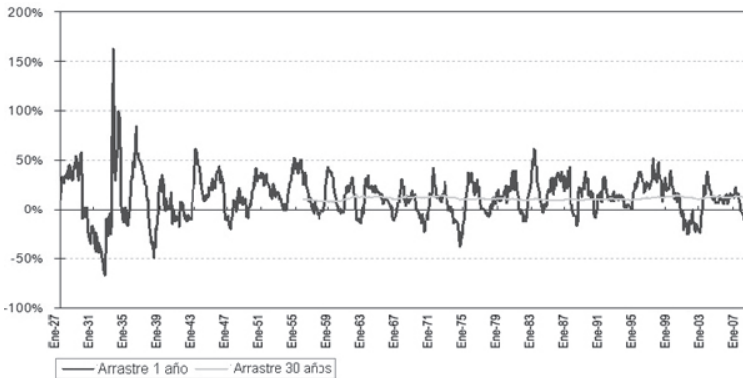
FIGURA 2
CAÍDA TOTAL DEL RETORNO DEL ÍNDICE S&P 500 ENTRE 1926 Y 2008



FUENTE: IBBOTSON, S&G, FEBRERO 2009.

La Figura 3 muestra retornos de corto y largo plazo para las acciones. Los planes de pensiones tienen un beneficio único con respecto a otros tipos de inversionistas, en el sentido de que pueden permitirse tomar una perspectiva mucho mayor para la inversión, lo que indica que ciertamente hay lugar para las acciones en una cartera del plan de pensiones. En el corto plazo, los retornos rebotan de positivos a negativos, pero en un período de 30 años, los retornos son notoriamente estables en números altos de un solo dígito. Por ende, ciertamente hay cabida para las acciones en la cartera de los planes de pensiones, pero se deben conocer los riesgos de corto y mediano plazo de mantener dichos títulos y el impacto que los retornos accionarios pueden tener en el nivel de capitalización.

FIGURA 3
RETORNO HISTÓRICO DEL ÍNDICE S&P 500 DESDE 1926



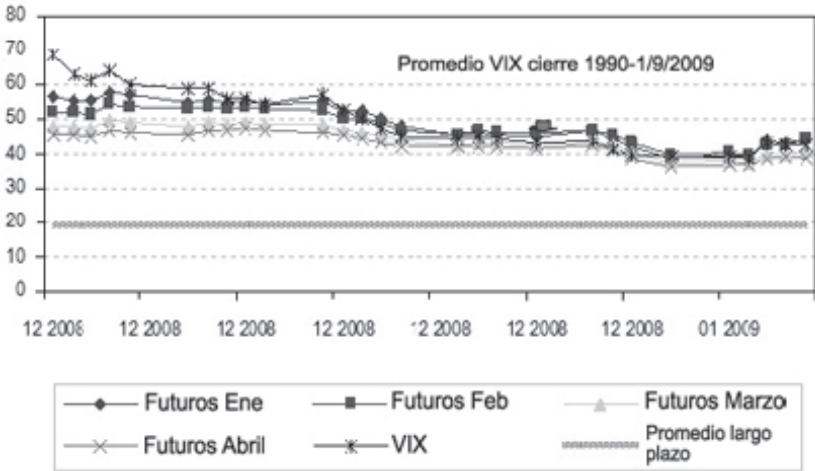
FUENTE: IBBOTSON, S&G, FEBRERO 2009.

No he mencionado aún la gran baja que ocurrió en la época de la Gran Depresión, y es de esperar que los formuladores de políticas gubernamentales hayan aprendido algo de esa experiencia. Ciertamente vimos una rápida respuesta de las políticas a esta aguda recesión que hemos estado experimentando globalmente, por lo que esperamos que estas bajas drásticas que vimos a principios del siglo pasado dejen de suceder, pero no podemos ignorarlas completamente.

La Figura 4 muestra otra imagen de la volatilidad, observando el Índice de Volatilidad de CBOE² (VIX), una herramienta clave que usan los inversionistas para evaluar la volatilidad del mercado. Históricamente, el VIX se ha transado en cerca de 20; vimos un alza a aproximadamente 60 ó 70 en la segunda mitad de 2008. El VIX ha bajado mucho, está en alrededor de 30, la mayor parte del alza de 2008, pero todavía está 50% por sobre el promedio de largo plazo. Por lo tanto, la volatilidad es un fenómeno persistente.

2 Bolsa de Opciones de Chicago (Chicago Board Options Exchange - CBOE).

FIGURA 4
ÍNDICES DE VOLATILIDAD MUNDIAL



FUENTE: IBBOTSON, SsgA, 27 DE ENERO DE 2009.

La Figura 5 muestra las correlaciones de bonos y acciones en un período de tiempo. A diferencia del retorno de largo plazo de las acciones que tiende a ser bastante estable en el tiempo, las correlaciones entre bonos y acciones tienden a desplazarse un tanto. Por ende, cuando estamos diseñando la asignación de activos, usamos las correlaciones históricas para ayudarnos a tomar decisiones, y el período que examinemos para determinar las correlaciones históricas puede hacer una gran diferencia. Mirando las correlaciones de 30 años entre bonos y acciones, vemos que fluctúan entre 0 y 0,4, de manera que el lapso que se escoja hará una gran diferencia en la forma que podamos elegir para asignar valores a través de la cartera de activos.

FIGURA 5
CORRELACIÓN HISTÓRICA ENTRE S&P 500 Y BONOS DEL ESTADO DE EE.UU.
(5, 10 Y 30 AÑOS)



FUENTE: IBBOTSON, SSgA, DICIEMBRE DE 2008.

Ahora bien, las correlaciones pueden desplazarse bastante en el largo plazo, pero son mucho más volátiles en los períodos más cortos y en los mercados a la baja (ver Figura 6). En los últimos 10 ó 40 años, las correlaciones tienden a moverse hacia posiciones negativas extremas entre los bonos del Estado y las acciones en períodos de crisis.

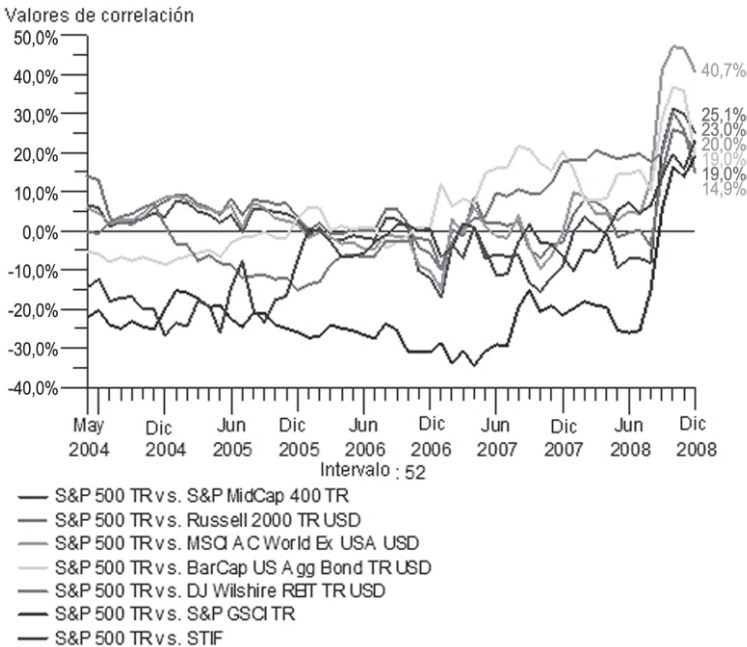
FIGURA 6
CORRELACIÓN HISTÓRICA ENTRE S&P 500 Y LOS BONOS DEL ESTADO DE EE.UU.
(1 AÑO)



FUENTE: IBBOTSON, SSgA, DICIEMBRE DE 2008.

Los activos riesgosos de la segunda mitad del año pasado efectivamente se desplazaron juntos. La Figura 7 muestra el índice S&P 500 en relación con otras clases de activos riesgosos. Acciones estadounidenses versus acciones globales, acciones de alta capitalización versus acciones de baja capitalización, bonos corporativos, bienes raíces, todo se movió en conjunto en el segundo semestre de 2008. Como es de esperar, a los inversionistas les gusta mantener fondos en efectivo durante los períodos de incertidumbre, pero esta baja del mercado de los últimos 18 meses ha sido única en términos de cuántos inversionistas han querido retener tales fondos. El rendimiento del efectivo es básicamente cero en este momento, así que los inversionistas claramente están más preocupados del retorno de su capital que del retorno sobre su capital.

FIGURA 7
CORRELACIÓN DE RETORNOS DE ÍNDICES S&P 500 2004-2008
CORRELACIONES DE PERÍODOS MÓVILES



NOTA: LOS RETORNOS DE ÍNDICES NO SON ADMINISTRADOS Y NO REFLEJAN EL DESCUENTO DE CUALQUIER COMISIÓN O GASTO. LOS RETORNOS DE ÍNDICES REFLEJAN TODAS LAS PARTIDAS DE INGRESOS, PÉRDIDAS Y GANANCIAS Y LA REINVERSIÓN DE DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS. LOS INVERSIONISTAS NO PUEDEN INVERTIR DIRECTAMENTE EN UN ÍNDICE.
FUENTE: S&P, MORNINGSAR, ENERO DE 2009.

En estrecha relación con esta preferencia de los inversionistas de retener más fondos en efectivo se encuentra un aumento en los costos de las transacciones. Y así sucedió indudablemente con los bonos; si miramos al total de Barclay's, el margen promedio entre los precios de compra y de venta de los bonos ha sido aproximadamente 7 a 12 puntos básicos a lo largo del tiempo y subió hasta 20 puntos básicos en el segundo semestre del año pasado (ver Figura 8). Igual cosa ha ocurrido con las acciones. Los márgenes de compra y venta de los títulos accionarios globales tendieron a tener un promedio de aproximadamente dos dígitos bajos – que más que se duplicó en la segunda mitad del año pasado. Vimos que los márgenes se revirtieron acercándose al promedio histórico en abril y mayo de 2009, pero los volúmenes de acciones siguen siendo muy bajos de manera que es posible que los inversionistas puedan realizar una transacción de acciones relativamente pequeña a un precio razonable, pero todavía les es muy costoso mover grandes bloques de acciones.

Existen varias razones para ello. Ciertamente, el temor y la incertidumbre entre los inversionistas son algunas de ellas, pero el otro problema es que los bancos de inversión han reducido la cantidad de capital que están asignando a sus mesas de dinero, de manera que al no poder éstas intervenir y lubricar los mecanismos para más transacciones, se ha incrementado el costo de hacer transacciones.

FIGURA 8



FUENTE: BARCLAYS CAPITAL, HAVER, ICI (AL 17 DE DICIEMBRE DE 2008).

En resumen, SSgA ha identificado cinco lecciones principales aprendidas en los últimos 18 meses, que están relacionadas con los riesgos de volatilidad, liquidez, mercado a la baja, capitalización y asignación de activos. Estos factores han estado presentes desde fines de 2007. No son exclusivos de este mercado bajista, ya que los hemos visto en otros períodos de alta volatilidad en el pasado y esperamos verlos nuevamente en el futuro. En consecuencia, estimamos prudente que un plan de pensiones tome en cuenta estos cinco riesgos al construir una cartera de activos.

La lista de cinco riesgos fue creada sobre la base de estudios que realizamos en SSgA y en consultas con nuestra base de clientes globales. Estas son las inquietudes que preocupan a los inversionistas y a las que dedican gran cantidad de tiempo. Con esto en mente, los equipos de inversión de SSgA han colaborado en todas las clases de activos para crear soluciones que estimamos ayudarán a nuestros inversionistas a manejar este tipo de problemas y estar más preparados para períodos de alta volatilidad en el futuro.

La Figura 9 muestra una matriz con los cinco riesgos que acabamos de analizar y además enumera seis soluciones a las que hemos llegado para abordar estos cinco riesgos clave.

La primera solución es la administración de la volatilidad. Esto se basa en un análisis que hemos realizado en SSgA y que nuestros pares también han realizado. Apunta a uno de los conceptos más fundamentales de la teoría de la inversión, cual es que debería haber una relación directa entre riesgo y retorno. Esta es la base del modelo de determinación de precios de activos de capital. Si miramos todos los tipos de activos, el modelo de valorización de activos de capital (CAPM) tiende a mantenerse, las clases de activos más riesgosos tienden a tener mejores retornos en el tiempo, los fondos en efectivo tienden a tener un desempeño menor que la renta fija, y la renta fija tiende a rendir menos que las acciones a lo largo del tiempo. Sin embargo, si miramos dentro del mercado de acciones, esto no sucede, porque las acciones de más riesgo no superan las acciones menos riesgosas a través del tiempo, de manera que un administrador que construye una cartera inclinada hacia acciones de menor riesgo y alejada de las acciones de mayor riesgo puede entregar retornos del tipo accionario en el tiempo y con una volatilidad sustancialmente menor.

FIGURA 9

Riesgos/Soluciones	Riesgo de Volatilidad	Riesgo de Baja	Riesgo de Capitalización	Riesgo de Asignación de Activos	Riesgo de Liquidez
Volatilidad Administrada	✓	✓	✓		✓
Replicación del Fondo de Cobertura		✓			✓
Paridad de Riesgo	✓	✓			✓
Valores Cubiertos	✓	✓	✓		✓
Administración de la Exposición	✓			✓	✓
Inversión basada en Pasivos (LDI)	✓	✓	✓	✓	✓

FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

Otra solución que hemos identificado es la replicación del fondo de cobertura. Un plan de pensiones que toma la decisión de invertir en fondos de cobertura puede optar por contratar a uno o más administradores de fondos que le ayuden a obtener una exposición diversificada a esa clase amplia y variada de activos. No obstante, mientras más diversificada es su exposición al fondo de cobertura, y esto es lo que sucede justamente con los índices de fondos de cobertura que son muy diversificados, el riesgo específico del activo dentro de cada uno de dichos fondos de cobertura tiende a anularse uno con otro, de manera que el impulsor clave de los retornos del índice del fondo de cobertura tienden a ser las exposiciones beta largas y cortas. A través del análisis estadístico, un administrador puede identificar cuáles son dichas exposiciones beta largas y cortas y luego usar futuros para construir una cartera que tenga exposición larga o corta a dichas betas, replicando de esa manera los retornos del índice de los fondos de cobertura sin invertir efectivamente en ellos. Esta solución puede tener un costo sustancialmente menor que invertir directamente en fondos de cobertura o usar un fondo de fondos; es más transparente, hay menos riesgo específico del administrador, y puesto que las transacciones implementadas son tan líquidas –ya que se realizan en el mercado de futuros– los inversionistas pueden esperar obtener una liquidez diaria de su proveedor. Compárese esto con algunos fondos de cobertura que bloquean las inversiones por tres meses o más.

La paridad del riesgo es una tercera solución que hemos identificado. Las estrategias de paridad de riesgo buscan un mejor equilibrio del riesgo a través de carteras de múltiples clases de activos. Tómese, por ejemplo, una cartera simple de acciones y bonos en una proporción 60-40. Esta cartera podría tener una división 60-40 de capital, pero 90% del riesgo proviene de la exposición de las acciones. Si un inversionista estaba buscando una cartera que fuera más equilibrada en riesgo en una división 60-40 entre riesgos, la cartera pesaría mucho más hacia los bonos, llegando a la división deseada de riesgo 60-40, pero dicha cartera tendría un retorno esperado mucho menor en relación con la cartera original 60-40. Lo que puede hacer un administrador de la paridad del riesgo es construir esa cartera de menor riesgo, luego usar apalancamiento para aumentar los retornos esperados de la cartera de paridad de riesgo a un nivel que sea similar a la cartera de bonos y acciones 60-40, pero la cartera de paridad de riesgo tendría que ser sustancialmente menor, produciendo los mismos retornos, menor riesgo y mejores retornos ajustados al riesgo.

La cuarta idea se refiere a los valores cubiertos. Esta es una estrategia larga neta que busca agregar valor, tanto por el lado largo como por el lado corto. Por ejemplo, una cartera de valores cubiertos puede ser 100% larga y 30% corta, de manera que siendo todas las otras condiciones iguales, esa cartera tendría un beta de aproximadamente 0,7. Esperaríamos captar cerca de 70% del alza de la inversión en valores únicamente largos con una beta de 1, y esperaríamos sufrir aproximadamente 70% de la baja en un mercado débil, pero, a través de una selección hábil de acciones por parte del administrador, la cartera de valores cubiertos tal vez pueda captar 80% del alza de los valores únicamente largos y tal vez pueda eliminar 40% de la baja, de manera que hay un perfil de retorno mucho mejor ajustado al riesgo que en una cartera únicamente larga.

Nuestra quinta idea es la administración de la exposición. Esto toma en cuenta los mayores costos de hacer transacciones en tiempos turbulentos, como ya analizamos. Los inversionistas se atemorizan frente a la reasignación de la inversión, en parte debido a la incertidumbre y en parte porque es muy costoso hacerlo en períodos de alta volatilidad, cuando los costos de transacción son altos. Por ende, más que realmente transar valores o reasignarlos a través de los administradores, lo que puede ser muy costoso, se puede usar futuros para obtener la exposición deseada y una reasignación más cercana a la política de referencia.

Mencioné anteriormente que en 2008 la renuencia de los inversionistas a reasignar las inversiones hacia una política de referencia (benchmark) y su disposición a mantener más fondos en efectivo ayudó en el segundo semestre del año, pero ha sido muy problemática desde principios de marzo de 2009. Los planes de pensiones deberían considerar implementar estas exposiciones sintéticamente a un menor costo -en vez de transar valores o reasignarlos entre administradores. Un plan de pensiones puede comprar y vender futuros para acercarse a las políticas de referencia, o reinvertir el excedente de efectivo de la cartera.

Nuestra idea final es la inversión basada en pasivos (liability-driven investing, LDI). La LDI es una estructura diseñada para observar los riesgos, la duración y los flujos de efectivo de la cartera de pasivos, y luego crear una cartera de activos que imite esos riesgos. Si se hace bien, una cartera de LDI puede disminuir sustancialmente la volatilidad del nivel de capitalización.

En resumen, estos cinco riesgos son ciertamente muy importantes y afectan la capacidad de los fondos de pensiones de cumplir con sus obligaciones futuras para con los beneficiarios. Los últimos 18 meses han elevado el perfil de los cinco riesgos principales que hemos analizado, pero estos riesgos siempre están presentes, ya sea en un mercado al alza o a la baja, en un ambiente de alta volatilidad o de baja volatilidad.

Estos son factores que se tienen que tomar en cuenta al construir una cartera de activos. La diversificación tradicional ciertamente ayuda, pero la administración innovadora del riesgo y las técnicas innovadoras de diversificación realmente pueden dar una ventaja a un fondo de pensiones para ayudarle a cumplir las promesas hechas a quienes se jubilen de ahora en adelante.