



DIVERSIFICACIÓN INTERNACIONAL DE LAS CARTERAS DE LOS FONDOS DE PENSIONES

MARLIES VAN BOOM ¹

- 1 Marlies van Boom se graduó de la Universidad Erasmus de Rotterdam con un título de Maestría en Econometría de Negocios. Ella se incorporó a AEGON Asset Management en 1994, donde se estableció y administra el departamento de Soluciones de Inversiones Europeas. Marlies y su equipo desarrollan soluciones a nivel de portafolios y servicios relacionados con la Gestión de Activos y Pasivos para AEGON y sus clientes institucionales en Europa. Además, proporcionan apoyo y consultoría sobre gestión de activos a clientes institucionales.*

INTRODUCCIÓN

En este documento presentaré mis ideas sobre la diversificación internacional, especialmente para los fondos de pensiones de los mercados emergentes. Les mostraré el valor agregado de la diversificación, ilustrándolo con un ejemplo muy simple pero práctico, y les daré una visión general de algunos hallazgos interesantes en la literatura. Luego, después de extraer las primeras conclusiones, les contaré además algo acerca del valor agregado dentro de un ambiente de inversión de ciclo de vida.

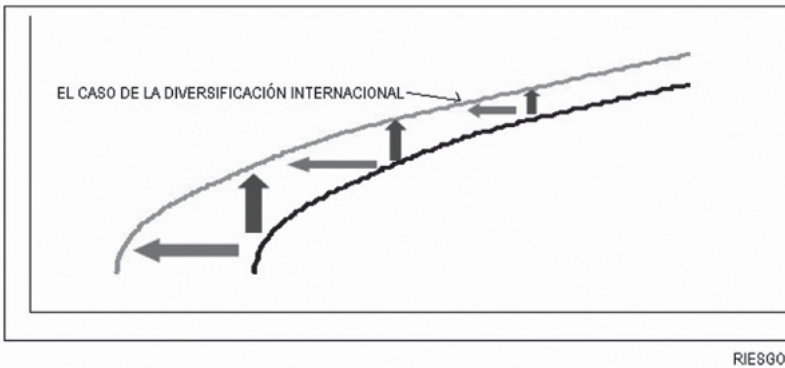
Como todos ustedes saben, la crisis crediticia comenzó en el mercado inmobiliario estadounidense y luego golpeó a los mercados financieros a través de los activos relacionados con préstamos de garantía insuficiente (subprime) y luego finalmente también afectó el crecimiento económico en todo el mundo. Debido a todas las pérdidas, los fondos de pensiones comenzaron a revisar sus planes de inversión de largo plazo. Algunas preguntas importantes que surgieron fueron “¿Cuáles son nuestras metas?” “¿Cuál es nuestro perfil de riesgo?” y finalmente, pero no por eso menos importante, “¿Cómo podríamos mejorar nuestro perfil de riesgo?”. Yo diría que mi tema no podría ser más oportuno. ¿Funciona verdaderamente la diversificación durante los períodos de crisis?

Diversificación Internacional: Literatura

La literatura internacional muestra que la diversificación conduce a un mejor perfil riesgo-retorno. La Figura 1 muestra, como probablemente ya se sabe, una frontera eficiente. En el eje horizontal, muestra el riesgo, y en el eje vertical, el retorno. La idea es que si a los inversionistas se les permite invertir en el exterior, ellos puedan mejorar su perfil de riesgo, lo que se puede lograr ya sea a través de mayores retornos al mismo nivel de riesgo o menor riesgo al mismo nivel de retorno esperado. El problema es que la mayor parte de la literatura se centra en los mercados desarrollados, de manera que la pregunta es si esto también resultaría en mercados emergentes.

La mayor parte de las bolsas de comercio de los mercados emergentes existen desde hace poco tiempo, por lo que no tenemos mucha historia. La pregunta es: ¿qué sabemos de estos mercados? En efecto, sabemos un par de cosas. En primer lugar, sabemos que los inversionistas tienden a tener un sesgo local; prefieren invertir en empresas que conocen bien, de ahí que la mayoría de las inversiones sean en empresas de su propio país. Hay algo más que sabemos, y es que este sesgo hacia lo local no solamente proviene de los aspectos conductuales, sino también de las regulaciones. En Polonia, por ejemplo, no está permitido invertir en el extranjero más de 5% de la inversión total del fondo de pensiones (esta limitación todavía está en debate).

FIGURA 1
FRONTERA EFICIENTE: EFECTOS DE LA DIVERSIFICACIÓN INTERNACIONAL EN LOS MERCADOS DESARROLLADOS



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

¿Qué más sabemos? La investigación muestra que los mercados emergentes están menos integrados con los mercados desarrollados a nivel financiero. Las barreras a la entrada hacen muy difícil que los inversionistas extranjeros entren a los mercados emergentes. Por ende, estos mercados tienen sus propias características, y están menos correlacionados con los mercados desarrollados. También sabemos que las acciones de los mercados emergentes son mucho más volátiles que aquellas de los mercados desarrollados. Por otra parte, ese mayor riesgo es compensado con mayores retornos. A primera vista, esto no nos entrega una imagen clara de si un inversionista del mercado emergente debería diversificar o no.

Diversificación Internacional: Ejemplo Práctico

Considérese a un inversionista polaco, llamémoslo Lech. Lech tiene un plan de pensiones basado en contribuciones definidas y tiene que decidir cómo invertir su dinero. Mantengámoslo en términos simples: supongamos que Lech puede escoger entre invertir en activos de mercados emergentes o en una combinación de activos de mercados emergentes y activos de mercados desarrollados. Si escoge invertir en activos de mercados emergentes, puede invertir en bonos y acciones (dos activos), y si escoge la diversificación internacional, suponemos que puede invertir en bonos y acciones de mercados emergentes, mercados europeos y mercados mundiales (seis activos).

La Tabla 1 muestra algunas cifras históricas de riesgo y retorno, medidas en zlotys polacos. Centrémonos en las últimas dos filas, que muestran el retorno anual promedio y la volatilidad. En primer lugar, vemos que los mayores retornos son de bonos de mercados emergentes, con 20,8%, pero también notamos que son la inversión más riesgosa, con una volatilidad de 21,4%. El perfil de riesgo más bajo lo encontramos en los mercados de bonos desarrollados. También vemos que los mercados emergentes de bonos y de acciones son mucho más volátiles que los mercados desarrollados. Ahora construyamos fronteras eficientes y comparémoslas. Construimos dos fronteras eficientes, una de carteras que consisten en activos emergentes y una de carteras internacionalmente diversificadas. La frontera eficiente gris de la Figura 2 representa las combinaciones de activos de mercados emergentes y la negra representa las carteras eficientes que se pueden construir con las seis clases de activos.

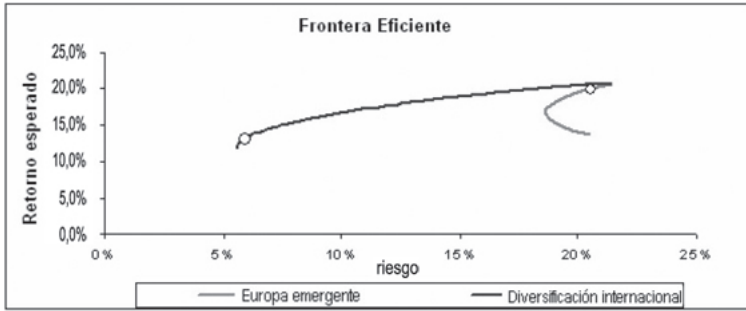
TABLA 1

Mensual	Acciones			Bonos		
	EUR ME	EUR	Mundial	EUR ME	EUR	Mundial
Máximo	14,3%	10,1%	10,5%	14,0%	12,3%	11,8%
Mínimo	-20,3%	-14,0%	-11,2%	-44,6%	-5,5%	-9,0%
Retorno promedio	1,1%	1,3%	1,0%	1,7%	0,8%	0,7%
Volatilidad	5,9%	4,0%	4,4%	6,2%	3,1%	3,6%
Annualizado						
Retorno	13,6%	15,4%	11,5%	20,8%	9,5%	8,6%
Volatilidad	20,5%	14,0%	15,2%	21,4%	10,8%	12,4%

NOTA: TODAS LAS INVERSIONES ESTÁN MEDIDAS EN ZLOTYS POLACOS, BASÁNDOSE EN EL PERÍODO DE MUESTRA DE ENERO DE 1995 A DICIEMBRE DE 2006; LOS BONOS DE MERCADOS EMERGENTES (ME) SON DEUDA DENOMINADA EN DÓLARES DE EE.UU.
FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

La conclusión es clara: la diversificación internacional no aumenta tanto el retorno esperado, pero reduce significativamente el riesgo de la cartera, donde se puede ver un movimiento hacia la izquierda (ver Figura 2). Es una conclusión interesante, pero la pregunta es: ¿Qué significa esto para nuestro inversionista polaco Lech? ¿Qué significa para su plan de contribuciones definidas?

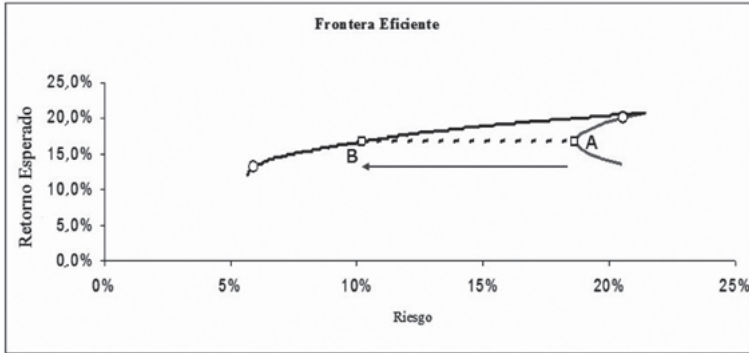
FIGURA 2



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

Ahora comparemos ambas carteras (ver Figura 3). Para poder comparar el resultado, tomamos dos carteras con el mismo retorno esperado, la Cartera A y la Cartera B, pero ellas difieren en el riesgo. La Cartera A consiste sólo en activos emergentes (55% de acciones y 45% de bonos), y la Cartera B es una cartera internacionalmente diversificada. Volvamos a nuestro amigo polaco con su plan de contribuciones definidas. Supongamos que Lech ahorra 1.000 zlotys al año, neto de comisiones, e invierte ese dinero ya sea en la Cartera A o la Cartera B. Después de 40 años, justo antes de jubilarse, Lech ha invertido 40.000 zlotys. Lo que nos muestra la Figura 4 es el desarrollo del valor de ambas carteras, el desarrollo de la riqueza, por decirlo así. La línea gruesa del medio es la riqueza esperada para cada año. Puesto que ambas carteras tienen el mismo retorno esperado, esa línea se mantiene para ambas carteras. Las líneas más pequeñas se refieren al intervalo de confianza de 95% aproximadamente, lo que significa que con una probabilidad de 95%, la riqueza real de nuestro inversionista estaría entre estas dos líneas.

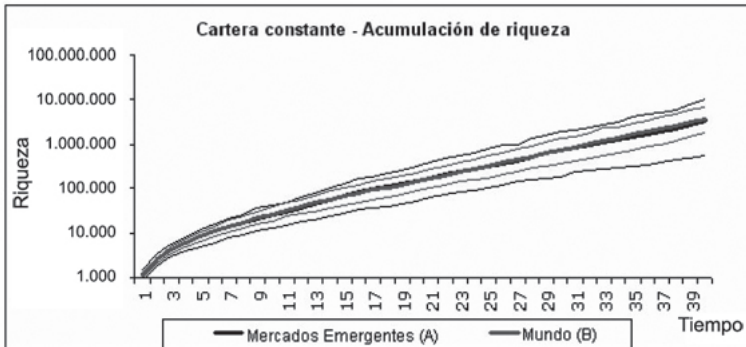
FIGURA 3



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

Si miramos al final de los 40 años, la riqueza esperada de ambas carteras asciende a 3,3 millones de zlotys, pero mientras en el peor escenario de la cartera de bajo riesgo la riqueza llega a 1,5 millones de zlotys, en el peor escenario de la otra cartera llega sólo a 600.000 zlotys, lo que significa que podemos lograr una disminución del riesgo de 35% (ver Figura 4). Claramente, es mucho más seguro tener una cartera globalmente diversificada en vez de tener inversiones solamente en mercados emergentes. Yo diría que la diversificación internacional es extremadamente importante, especialmente para reducir el perfil de riesgo de las inversiones.

FIGURA 4



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR USANDO CARACTERÍSTICAS ÓPTIMAS DE LA CARTERA Y UNA INVERSIÓN DE 1.000 ZLOTYS ANUALES, NETOS DE COMISIONES.

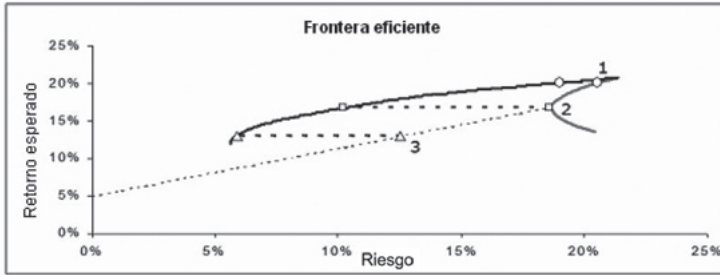
Inversión basada en el Ciclo de Vida

Hasta ahora, hemos estudiado a un inversionista que sigue el mismo perfil de inversión durante toda su vida. Es posible que ésta no sea la mejor decisión. Por ejemplo, es posible imaginar que alguien que tiene 40 años por delante antes de su jubilación desee tomar más riesgo para lograr un mayor retorno esperado que alguien que está cerca del momento del retiro y prefiere mantener el capital con un menor perfil de riesgo. Una política de inversión que toma en cuenta estos aspectos es lo que se denomina inversión basada en el ciclo de vida. Una pregunta interesante es cuán importante es la diversificación internacional para las diferentes fases del ciclo de vida.

Ahora les mostraré el valor agregado de la diversificación en el contexto de la inversión basada en el ciclo de vida. Supongamos un programa de ciclo de vida muy simple. Supongamos que en tanto el inversionista tenga más de 20 años para llegar a la jubilación, invierte su dinero en una cartera muy riesgosa con un alto retorno esperado. Y luego, después de 20 y 30 años, se cambia a una cartera de perfil de menor riesgo. Nuevamente, estamos comparando la situación de un inversionista internacional con un inversionista del mercado emergente. Lo que nos gustaría saber es la diferencia en la riqueza al final del período, después de 40 años. Una observación importante es que en el ejemplo anterior vimos que era difícil que el inversionista del mercado emergente se cambie a un perfil de menor riesgo. En este ejemplo, dentro de la cartera del mercado emergente, el dinero en efectivo también es una de las posibles inversiones para reducir el perfil del riesgo.

La Figura 5 muestra la cartera y las estadísticas que consideramos. Con el tiempo, nos trasladamos desde la cartera 1 a la cartera 2 a la cartera 3. Cada vez, el retorno esperado de la cartera de mercado emergente y de la cartera invertida en todo el mundo es el mismo, pero difieren en la volatilidad. Como se puede ver, la tercera cartera para el inversionista del mercado emergente también incluye fondos en efectivo. Veamos lo que pasa. Los resultados se ilustran en la Figura 6 que muestra la acumulación de riqueza del plan de contribuciones definidas del inversionista Lech. Lo que vemos es que las bandas de ambas carteras son muy similares en los primeros 20 años. Esto se debe a que ambas carteras son muy riesgosas y tienen un fuerte sesgo hacia las inversiones en mercados emergentes. Sin embargo, la diferencia aparece después de 20 años. Naturalmente, el retorno esperado permanece igual, pero el riesgo de la cartera global se reduce, tal como lo refleja la banda más angosta. Esto se hace todavía más evidente al final del período. En este ejemplo, pudimos reducir el riesgo en 15% solamente con la diversificación internacional.

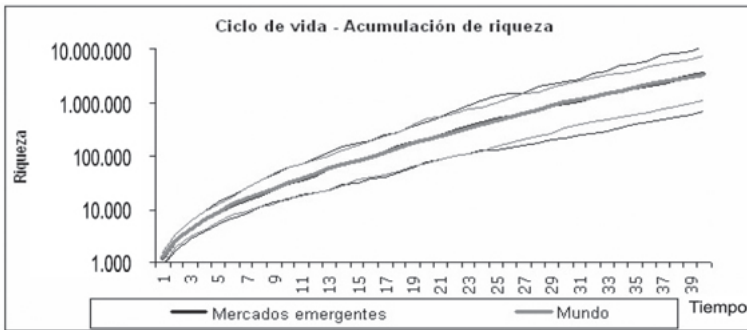
FIGURA 5



Cartera	Mundial			Emergente		
	1	2	3	1	2	3
Retorno	20,1%	16,8%	13,0%	20,1%	16,8%	13,0%
Riesgo	19,0%	10,2%	5,9%	20,6%	18,6%	12,5%

FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

FIGURA 6

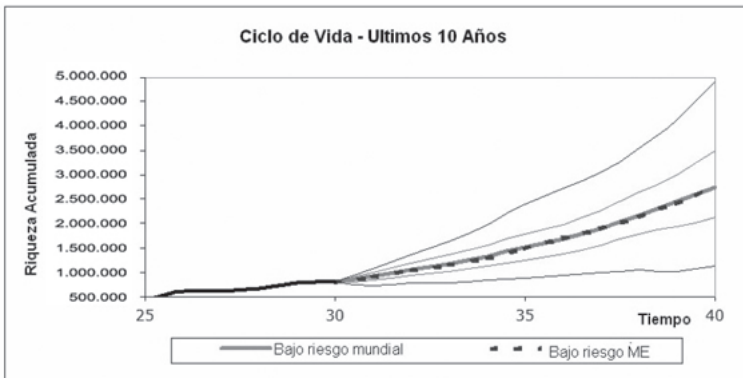


FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

Volvamos a nuestro inversionista Lech. Supongamos que ya ha ahorrado durante 30 años y espera jubilar en 10 años más. En otras palabras, su riqueza actual es conocida y ahora desea invertir de acuerdo con una cartera de perfil de bajo riesgo. Enfoquémonos en los últimos 10 años. La Figura 7 muestra la situación de nuestro inversionista. Realmente se vuelve muy clara la diferencia que puede hacer la diversificación internacional. El resultado promedio después de 40 años es 2,8 billones. En el peor de los casos de inversiones diversificadas globalmente, el resultado es 2,1 billones, y en la inversión en

mercados emergentes, el peor de los casos es solamente 1,2 billones. Esto significa que en los últimos 10 años podemos lograr una reducción del riesgo de 50% al diversificar nuestra cartera en un mercado internacional.

FIGURA 7



FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

Diversificación en períodos de crisis

Como probablemente ya se sabe, es un hecho bien documentado que las correlaciones de las inversiones tienden a aumentar en períodos de crisis. El período de crisis de octubre y noviembre de 2008, después del problema de Lehman Brothers ha demostrado este punto. Las acciones, los créditos, los bienes raíces, los commodities, todos cayeron abruptamente. Es decir, la diversificación internacional dentro de estas clases de activos no actuó correctamente. Por ejemplo, la correlación entre acciones de mercados emergentes y acciones de mercados desarrollados fue casi 1 durante ese período.

Sin embargo, hay dos aspectos importantes que son muy relevantes respecto de nuestros ejemplos. En primer lugar, nuestros ejemplos también incluyeron bonos de mercados desarrollados, y estas inversiones generalmente se desempeñan muy bien durante las crisis financieras, puesto que los inversionistas las usan como un refugio seguro. En otras palabras, la correlación de los bonos de mercado desarrollados con acciones en los períodos de crisis fue casi -1. La deuda de los mercados emergentes, sin embargo, tuvo un fuerte desempeño negativo, puesto que los inversionistas huyeron de esas inversiones más riesgosas. Por ende, la diversificación a mercados desarrollados ciertamente añade valor a los inversionistas de mercados emergentes, especialmente en vista de que estos mercados no tienen la característica de ser un refugio seguro. El segundo argu-

mento se refiere a la moneda. Las monedas de mercados emergentes también resultaron afectadas durante la crisis, lo que es usual. Las inversiones no cubiertas en acciones o bonos de mercados desarrollados habrían protegido a un inversionista de un mercado emergente frente a la caída de los mercados. Por ejemplo, miremos las acciones europeas: medidas en dólares de EE.UU., cayeron 36%, pero medidas en zlotys, la caída fue sólo de 16% (ver Tabla 2).

TABLA 2
RETORNOS DURANTE LA CRISIS CREDITICIA: SEPTIEMBRE-DICIEMBRE 2008

		en USD	en PLZ
Acciones	Mercados Emergentes (ME) de Europa	- 56%	- 42%
	Europa	- 36%	- 16%
	EE.UU./ Resto del Mundo	- 32%	- 11%
Bonos	Bonos de ME Europeos (denominados en US\$)	- 15%	10%
	Europa	11%	37%
	EE.UU./ Resto del Mundo	16%	51%

FUENTE: PREPARADO POR EL AUTOR.

Yo diría que ambos argumentos son muy importantes. Incluso afirmaré que la crisis sólo refuerza nuestra opinión sobre la diversificación internacional para un inversionista del mercado emergente, especialmente para alguien que está cerca de la edad de jubilación.

Mirando Hacia el Futuro

Hasta ahora, hemos ilustrado nuestra declaración de que las inversiones en mercados emergentes podrían beneficiarse con una diversificación internacional a través de algunos ejemplos simples que se basan en datos históricos. Siempre decimos que el pasado no es garantía del futuro, de manera que creo que es conveniente mencionar algunos aspectos importantes que deberíamos tomar en cuenta en caso que quisiéramos poner esto en práctica. El primero es, ciertamente, la información. Las bolsas de comercio de los mercados emergentes no tienen una historia de muy larga data, de manera que si quisiéramos basar nuestras cifras de riesgo y retorno en ella tendríamos un pequeño problema. En nuestro ejemplo, usamos períodos de muy corto plazo, lo que realmente es un problema que deberíamos tomar en cuenta.

El segundo comentario dice relación con los retornos de los bonos de mercados emergentes. Los bonos de mercados emergentes tuvieron el mejor desempeño en nuestro ejemplo. Sin embargo, hoy los resultados de los bonos son considerablemente más bajos y llevan a menores retornos esperados.

Por último, pero igualmente importante, está el tema de la globalización. Ya mencionamos que los mercados emergentes han estado menos integrados y correlacionados financieramente con los mercados desarrollados, pero creemos que esto cambiará. Esperamos que los mercados financieros emergentes muestren una mayor integración financiera con una menor prima por riesgo y mayores correlaciones. En otras palabras, vemos una dinámica de cambio. Sin embargo, todavía creemos que estos procesos no cambiarán nuestras conclusiones. Puede ser que la magnitud del efecto cambie, pero aún así creemos que la diversificación internacional definitivamente tendrá un valor agregado. Creemos que la diversificación internacional seguirá siendo atractiva para los inversionistas de los mercados emergentes.

Conclusiones

Primero vimos que las inversiones en mercados emergentes son muy atractivas con muy altos retornos, pero también con un elevado nivel de incertidumbre y de riesgo. Si los inversionistas de mercados emergentes pudieran invertir una parte sustancial de sus carteras en el extranjero, entonces creemos que se beneficiarían de la diversificación internacional. En nuestro ejemplo, ilustramos que no sólo el retorno esperado aumentaría, sino que el nivel de riesgo se podría reducir de forma importante. Esto es especialmente conveniente para aquéllos que están más cerca de la jubilación y tienen una preferencia por la preservación del capital. Respecto de la crisis financiera, yo sostendría nuevamente que esto refuerza aún más nuestra opinión de la diversificación internacional, principalmente por la característica de refugio de los bonos de mercados desarrollados y en segundo lugar por la fortaleza relativa de ciertas monedas de mercados desarrollados durante las crisis.

Finalmente, vuelvo a mencionar que el pasado no es una garantía para el futuro. Vemos una dinámica cambiante, pero todavía creemos que dicha dinámica no alterará nuestras conclusiones. La diversificación internacional sigue siendo importante y puede mejorar el perfil de riesgo de la cartera de un inversionista.