

Volatilidad, rebalanceo Y OTRAS ARTES

Carlos Jaramillo Z.

La crisis financiera internacional no sólo ha traído consigo importantes pérdidas para instituciones financieras e inversionistas, sino también expectativas de bajas tasas de interés a corto y mediano plazo, y un discreto crecimiento de los mercados accionarios de los países desarrollados. En este nuevo escenario, personas e instituciones revisan sus estrategias de inversión, buscan nuevos instrumentos y mercados para tratar de recomponer sus maltrechos portafolios.

LA CRISIS FINANCIERA que arrancó en julio de 2007 fue como un tsunami, que se lleva todo por delante; pero, una vez que pasa y el mar se encuentra otra vez en calma, regresan a la orilla restos de embarcaciones y un singular número de objetos que nadie puede imaginar cómo fueron arrasados y mucho menos cómo retornaron. Pasado el gran desastre, al principio la atención se concentra en los daños mayores; pero, poco a poco y a medida que la normalidad vuelve a reinar, salen a la luz nuevos problemas, quizá menos urgentes pero no menos relevantes.

Eso mismo sucedió con la crisis financiera. Ya no está en cuestión la supervivencia de los grandes bancos universales en Estados Unidos y Europa. Los grandes mercados bursátiles habían recuperado, en marzo de este año, cerca del sesenta por ciento del valor perdido. Ahora, cuando se piensa que al mundo no lo va acabar esta crisis, la gente empieza a ocuparse de los impactos que deja a largo plazo. En particular, dos temas aparecen una y otra vez en la prensa especializada: cómo garantizar que un portafolio de inversión «flote» durante el siguiente tsunami, y cuáles son los daños causados tanto por la destrucción de riqueza que dejó el temporal como por la expectativa de bajas tasas de interés y moderado crecimiento de las economías del primer mundo, que llevan consigo proyecciones muy modestas del crecimiento de sus mercados de acciones.

Las promesas incumplidas

En marzo de 2010 el diario *The New York Times* dedicó un artículo a los ajustes que están haciendo los fondos de pensiones públicos y privados en Estados Unidos, para hacer frente a la década perdida de la inversión. El índice Dow Jones Industrial cerró a finales de 2009 en valores similares a los de una década atrás. Si a este deficiente desempeño bursátil —en el caso de los fondos públicos— se suman los rezagos en las contribuciones patronales, que en 2009 totalizaron 72 mil millones de dólares, se encuentra un faltante que oscila entre uno y tres billones de dólares.

Los fondos públicos de contribuciones definidas en Estados Unidos usan, a efectos de cálculos actuariales, un portafolio compuesto por un sesenta por ciento de acciones y un cuarenta por ciento de bonos. Durante años se trabajó con la premisa de que las acciones tenían en promedio un retorno anual de 9,5 por ciento y los bonos de 5,75 por ciento para un retorno promedio global del 8 por ciento. Sin embargo, los retornos obtenidos por estos fondos han estado en el orden de 3 por ciento en la última década. La aplicación de cambios en los supuestos usados en los cálculos actuariales obligaría a reconocer deudas que deberían comenzarse a incluir en el presupuesto de gastos del próximo ejercicio fiscal, lo que tiene obvias implicaciones tanto financieras como políticas.

La respuesta de los fondos públicos y privados a este rezago de los retornos ha reflejado las situaciones individuales y las limitaciones de cada sector. Los fondos públicos intentan cerrar la brecha entre el patrimonio realmente acumulado y el que deberían tener a la fecha, según los cálculos actuariales, vendiendo porciones de sus portafolios de acciones de Estados Unidos para comprar instrumentos de mayor riesgo, tales como contratos a futuro sobre materias primas, bonos basura tanto de compañías estadounidenses como de mercados emergentes, acciones de compañías que cotizan en mercados emergentes, títulos hipotecarios comprados a gran descuento gracias a la crisis inmobiliaria y participaciones en empresas que no cotizan en bolsa.

Los fondos privados han comenzado a reducir sus inversiones en acciones de empresas estadounidenses para comprar bonos a muy largo plazo, sin prestar mucha atención a las caídas de los precios de los bonos causadas por futuras alzas de las tasas de interés, pues van a mantenerlos hasta su vencimiento. Usarán los ingresos de los cupones pagados por los bonos para cumplir compromisos con los afiliados que en este momento cobran pensiones; y los pagos de rescate al final de la vida de los bonos, para honrar compromisos con quienes se retiren en un futuro más remoto. Las compañías privadas, más que cubrir el déficit en las capitalizaciones de sus planes de pensiones, lo que buscan es proteger su salud financiera, porque cualquier caída re-

levante del mercado accionario les obligaría a reponer las pérdidas de sus fondos de retiro.

Se calcula que, en promedio, los fondos de pensiones tanto públicos como privados de Estados Unidos reducirán en un diez por ciento sus tenencias de acciones en los próximos años. Llevan el liderazgo aquellas empresas con planes de retiro mejor capitalizados. Esta es una ruptura del paradigma de los inversionistas institucionales de Estados Unidos, en respuesta a un aumento de la volatilidad de ese mercado accionario que no ha venido acompañado de

Después de años de una prensa especializada dedicada a resaltar las virtudes de las acciones de empresas con gran potencial de crecimiento, vuelven a estar de moda las empresas maduras con largo historial de pago de dividendos

atractivos retornos. «Si vamos a estar expuestos a una mayor volatilidad de los precios de las acciones, ¿por qué no invertir en aquellos mercados donde las mayores expectativas de crecimiento predicen mayores retornos?», se preguntan los inversionistas institucionales. Se espera que la migración de inversionistas institucionales ocurra gradualmente, lo que debería tener poco impacto en el mercado accionario.

Las bajas tasas que ya no son tanto

Si bien es verdad que nunca hay un consenso en cuanto a la dirección de los mercados de valores, es innegable que desde finales del año 2009 se ha formado una matriz de opinión liderada entre otros por David Rosenberg —ex economista jefe de Merrill Lynch y actual jefe de estrategia del banco de inversión Gluskin Sheff & Associates, de Toronto, uno de los analistas más reputados del mercado de valores norteamericano— según la cual tanto las empresas como las personas naturales en Estados Unidos están excesivamente endeudadas, por lo cual tardará años reparar el daño sufrido en los balances de las personas naturales y de las compañías. Mientras se absorben las pérdidas y se reducen las magnitudes del apalancamiento financiero, habrá un crecimiento muy discreto del producto nacional bruto que no generará retornos en el mercado accionario superiores al seis por ciento anual, aun tomando en cuenta el efecto de los dividendos en ese retorno.

Quienes comparten la visión de Rosenberg proponen estrategias para lo que ellos llaman un entorno «post-burbuja crediticia». En un mundo así se vuelve esencial la preservación del capital y el ingreso; mientras que las ganancias

ITINERARIO POR LA ECONOMÍA POLÍTICA

ASDRÚBAL BAPTISTA

Ediciones 

0212-555.42.63
ediesab@iesa.edu.ve

Una faena de tres décadas. Venezuela como objetivo de la mirada analítica. Pero Venezuela, en una dimensión muy importante de su existencia, es el petróleo, y el petróleo es naturaleza, historia, números, política, economía, sociedad. Todo esto, a su vez, conforma el espacio propio de la economía política. De allí que esta jornada de Asdrúbal Baptista sea una especie de itinerario que abarca un periodo definitorio de lo que somos.



de capital, tan valoradas en el mercado alcista del período 1982-2000, pasan a un plano secundario. En este nuevo ambiente de inversión, los bonos corporativos —incluyendo los de alto riesgo, los bonos municipales, las acciones preferentes o aquellas acciones comunes conocidas por la continuidad de sus pagos de dividendos— asumen un papel preponderante en muchas carteras de inversión tanto institucionales como personales.

Mientras la Reserva Federal de Estados Unidos no envíe un claro mensaje de cuándo comenzará a subir las tasas de interés, una importante masa de recursos seguirá aguardando invertida en instrumentos del mercado monetario, obteniendo retornos muy cercanos a cero. Mientras tanto los inversionistas se preguntan por cuánto tiempo más pagarán con tasas bajas el costo de conservar su liquidez.

El desencanto con el mercado accionario —reflejo de una expectativa de bajo crecimiento a largo plazo de la eco-

La reciente crisis financiera recordó que los modelos de negocios se agotan, que el liderazgo del crecimiento puede cambiar de sector o de país, que la obsolescencia tecnológica saca del juego a muchos competidores y que el éxito del presente no es garantía para el futuro

nomía de Estados Unidos— genera un inversionista que no espera que una corrección súbita resuelva sus problemas de subcapitalización. La búsqueda de opciones creadoras de valor, en un entorno de bajo crecimiento, le obliga a contratar especialistas que le ayuden a transitar por terrenos tan áridos. Por ello, en los próximos años continuará la proliferación de fondos mutuales y *exchange traded funds* especializados en renta fija, mercados emergentes o áreas tan sofisticadas como la compra de activos de empresas en bancarrota.

Dime tu edad y te diré quién eres

Si algo dejó de manifiesto la reciente crisis financiera es que las estrategias de inversión ingenuas, como comprar y mantener acciones individuales o fondos mutuales por años sin evaluar su desempeño, con base en la premisa de que a largo plazo todos los activos suben de valor, funcionan muy mal en situaciones extremas en las cuales no sólo cambian las preferencias de los inversionistas, sino también las correlaciones entre las distintas clases de activos y los modelos de negocios que, en un momento u otro, lideran el crecimiento de la economía mundial.

Dado que no existen portafolios «talla única» —aquellos que todos pueden usar sin importar sus rasgos individuales, como ocurre con algunas prendas de vestir— la banca de inversión ha lanzado los llamados *target-dated funds* (TDF) destinados a grupos de personas que se van a retirar en una fecha específica y, por lo tanto, comparten la misma sensibilidad con respecto a las fluctuaciones de los retornos de los títulos financieros y los objetivos que esperan lograr en un horizonte de inversión específico. Lanzados originalmente en 2001, a principios de 2010 manejaban 168 mil millones de dólares a través de 35 familias de fondos. Como cualquier fondo de inversión, un TDF se construye a partir de los instrumentos de oferta pública existentes y está sometido a los errores de juicio de quienes los administran.

Es muy frecuente que, en el proceso de evaluación de la compra de estos productos, los inversionistas se den cuenta de que el esfuerzo de ahorro hecho hasta el presente es insuficiente para cubrir las expectativas de ingresos para la fecha del retiro. Por ello, algunos promotores de fondos ofrecen versiones de portafolios más o menos arriesgadas, diseñando la primera de ellas para corregir la subcapitalización del inversionista. Los asesores de inversión no recomiendan las variantes arriesgadas de estos fondos, pues un problema de subcapitalización debe resolverse con mayor esfuerzo de ahorro durante la vida activa del inversionista y difiriendo en algunos años la fecha de retiro.

Es importante recordar a potenciales inversionistas, poco familiarizados con estos productos, que no por el hecho de ser fondos de retiro existe garantía alguna de que se cumplirán los objetivos de inversión, una vez transcurridos los años de inversión requeridos. Como los TDF terminarán formando parte del portafolio global de un inversionista, debe verificarse que no haya solapamientos y duplicidades entre este vehículo de inversión y otros que posea el interesado. Por ejemplo, dada la propensión a comprar acciones de mercados emergentes que ha habido en los últimos años es importante evaluar si, al poseer éste y otros fondos, no se tiene una excesiva concentración de recursos en estos mercados.

Tal vez el gran atributo de los TDF es que, cuando son bien manejados, evitan que el inversionista poco experimentado cometa errores tales como comprar instrumentos financieros únicamente porque están de moda, rotar el portafolio en respuesta a crisis de pánico o mantener títulos de bajo desempeño más tiempo del necesario, sólo por el temor a incurrir en pérdidas. Los inversionistas venezolanos interesados en conocer más detalles sobre los TDF pueden revisar las páginas de Internet de Vanguard y Fidelity, pues entre ambas empresas ofrecen una amplia gama de esta familia de productos, con información detallada de las composiciones de los portafolios y las comisiones cobradas por quienes los administran.

Dividendos, dividendos, dividendos

Después de años de una prensa especializada dedicada a resaltar las virtudes de las acciones de empresas con gran potencial de crecimiento, vuelven a estar de moda las empresas maduras con largo historial de pago de dividendos. Y vuelven a ser difundidas algunas estadísticas que de alguna forma se habían olvidado.

Del retorno anual del 9,8 por ciento recibido por los inversionistas del mercado de valores de Estados Unidos, entre 1926 y 2009, un 43 por ciento (4,1 por ciento) corresponde al pago de dividendos. Si bien éstos pueden resultar un poco antipáticos para los inversionistas que pagan altas tasas impositivas, o para quienes no necesitan efectivo a corto plazo pues les obligan a enfrentar compromisos que de estar en sus manos diferirían, la reciente crisis financiera recordó que los modelos de negocios se agotan, que el liderazgo del crecimiento puede cambiar de sector o de país, que la obsolescencia tecnológica saca del juego a muchos competidores y que el éxito del presente no es garantía para el futuro.

Las fluctuaciones de los precios de acciones de empresas como General Electric, Citibank o Lehman Brothers, líderes indiscutidos en sus áreas de actividad, muestran que nada es seguro en el mercado de acciones y que lo recibido por dividendos puede ser lo único que recupere un inversionista cuando la empresa de su preferencia pierda la senda de la rentabilidad. Según un análisis de Standard & Poor's,

los ingresos por dividendos de los norteamericanos crecieron en un 600 por ciento entre 1988 y 2008, pasando de 129,7 millardos de dólares a 785,8 millardos o, dicho en otras palabras, de dos a seis por ciento de los ingresos personales disponibles.

El cobro de dividendos siempre da la posibilidad de disponer de efectivo para captar oportunidades de inversión que se presentan inesperadamente, como puede ser la compra de una cantidad adicional de acciones luego de una corrección de mercado o la participación en una oferta pública inicial de acciones que se anuncia con poca anticipación. Los flujos de dividendos de portafolios emblemáticos como pueden ser el Standard & Poor's 500 o el Dow Jones Eurostoxx 50 (para acciones europeas) presentan un atractivo adicional para los gerentes de portafolios institucionales: se ha encontrado una baja correlación entre los retornos de los flujos de dividendos y los de acciones y bonos corporativos.

Una de las grandes sorpresas de la crisis financiera de 2007 fue que la diversificación de cartera —uno de los pilares fundamentales de la teoría moderna de portafolios— no funcionó en los momentos más álgidos de la crisis, dada la creciente correlación entre las distintas familias de activos que se observó en la última década. Los inversionistas percibieron que, al momento de caer una, cayeron todas las familias de activos sin importar incluso la ubicación geográfica de sus emisores.

Para sacar provecho de una baja correlación entre retornos y llevar a cabo una variedad de estrategias de inversión, han empezado a cotizar en bolsa dos contratos sobre índices de dividendos: el Dow Jones Eurostoxx Dividends 50, que es un contrato a futuro, y el Standard & Poor's 500 Dividend Index, el primero de ellos desde junio de 2008 y el segundo desde marzo del 2010, aunque en años recientes se podían conseguir productos similares en los mercados de especialistas de Estados Unidos y Europa. A partir de estos contratos se puede: 1) realizar arbitrajes entre los dividendos previstos por el mercado y los efectivamente pagados por las empresas; 2) vender la fracción de dividendos de un portafolio a futuro e invertir el dinero en más acciones del mismo portafolio, lo cual se hace cuando se espera que la ganancia de capital de un portafolio sea superior al pago de dividendos, estrategia conocida como *strip out dividends*; 3) cubrir el riesgo de exposición a dividendos en productos derivados; y 4) tomar posiciones largas o cortas sobre un flujo de dividendos, sin necesidad de tomar posiciones en las empresas emisoras.

En resumen, ¿cuáles son las principales tendencias?

La crisis financiera de 2007 acabó con una serie de mitos que formaban importantes matrices de opinión en la industria de la banca de inversión. La creencia ciega en los efectos

de la diversificación, sin tomar en cuenta los cambios de correlación entre activos a lo largo del tiempo, ha muerto.

La necesidad de entender cómo cambia la correlación entre activos, para proteger a los inversionistas de tales cambios, empuja a la industria a desarrollar nuevos productos que faciliten el rebalanceo de las carteras de inversión de manera frecuente, para proteger una porción de los beneficios obtenidos por los inversionistas. Asimismo, el nuevo Santo Grial de la industria es el desarrollo de productos con bajas correlaciones con las familias más clásicas de activos financieros (acciones, bonos corporativos y materias pri-

Mientras la Reserva Federal de Estados Unidos no envíe un claro mensaje de cuándo comenzará a subir las tasas de interés, una importante masa de recursos seguirá aguardando invertida en instrumentos del mercado monetario, obteniendo retornos muy cercanos a cero

mas) o productos que suban de precio en periodos de gran volatilidad. Los TDF y los futuros y opciones sobre índices de dividendos son manifestaciones de esta tendencia.

Las expectativas de un lento crecimiento del mercado bursátil de Estados Unidos y un largo período de bajas tasas de interés en los países desarrollados obligan a los inversionistas a reconocer los desbalances que existen entre los fondos acumulados y los requeridos para cumplir los compromisos adquiridos por los fondos de retiro. La salud financiera de empresas privadas y organismos públicos depende de los cambios que se efectúen en los próximos años en la administración de esos fondos.

Los crecientes riesgos de algunos inversionistas institucionales y la apertura a nuevos productos y mercados financieros, en la búsqueda de mayores retornos, formarán partes de las tendencias que darán dinamismo a los mercados de capitales en los próximos años. Se está produciendo una revalorización del papel de los pagos en efectivo, como son los intereses y dividendos, por parte de los inversionistas que resienten las pérdidas sufridas en los mercados accionarios. Esto abre una oportunidad para que las empresas privadas y los gobiernos nacionales y subnacionales emitan bonos de alto riesgo, acciones preferentes o bonos convertibles, para satisfacer la avidez de los inversionistas por los flujos de caja de estos productos. 

Carlos Jaramillo Z.
Profesor invitado del IESA

INVERTIR A LARGO PLAZO | URBI GARAY y JAVIER LLANOS



Ediciones 

0212-555.42.63
edies@iesa.edu.ve

Este libro no lo transformará en un especulador, ni lo convertirá en un experto financiero; sí, en cambio, le permitirá desarrollar un marco de referencia para interactuar con asesores de inversión, corredores de bolsa y otros especialistas del mundo de las finanzas. Asimismo, le enseñará los pasos que se deben seguir para desarrollar una estrategia de inversión que sea coherente con sus objetivos de vida.