

LAS MÚLTIPLES CARAS DE LA VOLATILIDAD

Tal vez el principal reto de todo gerente sea aprender a vivir con la volatilidad del mundo de los negocios, abandonando la creencia en que luego de una gran crisis debe venir un período de estabilidad en el que todas las cargas se enderezan. Es más sano pensar que cada economía, en su desarrollo, va gestando la siguiente crisis y sólo sobreviven los más resistentes, sean personas o empresas.

Carlos Jaramillo Z.

MÁS QUE CAER EN LOS CLICHÉS que hablan de un mundo cambiante y de una globalización que atropella, es importante recordar que las empresas son apuestas a productos y conceptos, y que el éxito radica en crear estructuras que puedan sobrevivir al paso del tiempo. Desde un punto de vista estrictamente financiero, el primer paso para lograr estabilidad en un entorno de pronunciadas fluctuaciones de tasas de cambio e interés consiste en desarrollar una estructura de capital robusta. Sólo los negocios bien capitalizados sobreviven, porque poseen «músculo» financiero para enfrentar la demanda creciente de capital de trabajo (sobre todo en períodos inflacionarios), para costear reestructuraciones y cambios en el portafolio de productos y para acometer las inevitables inversiones de capital.

¿Reinvertir o repartir?

Una empresa bien capitalizada y una política ambiciosa de retención de utilidades siempre van de la mano. Éste es el primer dilema que deben resolver gerentes y accionistas: retener o repartir. La política de dividendos debe lograr un equilibrio entre la salud financiera del negocio y la de los inversionistas. Si los accionistas tienen una excesiva concentración de recursos en el negocio, el próximo avatar macroeconómico los puede sacar de circulación. Si la empresa es la caja chica de sus dueños, tarde o temprano sucumbirá al endeudamiento o perderá oportunidades de crecimiento por falta de recursos.

Si se analiza la composición del retorno de las acciones que cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York, durante el período de ochenta años que terminó en noviembre de 2009, se encontrará que el retorno anual fue de 9,8 por ciento, del cual 43 por ciento correspondió a los dividendos repartidos a los accionistas. Nótese, además, que las proporciones de retornos correspondientes a dividendos y ganancias de capital variaron sustancialmente entre décadas.

El efecto de los dividendos (porcentajes)

Décadas	Retorno total	Dividendos	Ganancias de capital	Dividendos*	Ganancias de capital*
1926-39	5,1	5,2	-0,2	-	-
1940	9,2	6,0	3,0	67	33
1950	19,4	5,1	13,6	27	73
1960	7,8	3,3	4,4	43	57
1970	5,9	4,2	1,6	72	28
1980	17,5	4,4	12,6	26	74
1990	18,2	2,5	15,3	14	86
2000-Nov 2009	-1,2	1,8	-3,0	-	-
Nov 2009	23,0	2,2	20,4	10	90
2003-Nov 2009	5,1	2,0	3,1	39	61
1926-Nov 2009	9,8	4,1	5,4	43	57

* Porcentajes del retorno total.

Fuente: Racarelli (2009).

En la década de los años setenta, que fue inflacionaria y de deficiente desempeño económico para las empresas estadounidenses, los dividendos constituyeron la verdadera remuneración de los accionistas. Por el contrario, en el período 1980-2000, que contuvo un mercado accionario alcista de 18 años (1982-2000), las ganancias de capital dominaron notoriamente la composición del retorno.

El punto de reflexión para un gerente venezolano, que lamentablemente no cuenta con un mercado de capitales suficientemente desarrollado para entre otras cosas hacer inferencias sobre la realidad nacional, es cómo resolver la dualidad reinversión-repartición de utilidades. En el caso de empresas que claramente han sobrepasado el nivel de subsistencia, donde repartir beneficios es una posibilidad real, es importante que los gerentes ayuden a los accionistas a definir niveles de retornos mínimos aceptables sobre el capital invertido, y que tales mediciones sirvan no sólo como indicadores de desempeño sino también como señales tempranas de problemas. Adicionalmente, debe definirse cuánto de su patrimonio están dispuestos los accionistas a arriesgar en la empresa, y esto debe acompañarse de planes de contingencia que permitan identificar los pasos que deben seguir en escenarios de iliquidez e insolvencia.

El accionista debe extraer en dividendos una fracción de la riqueza producida por la empresa, de manera tal que un incidente macroeconómico no quiebre simultáneamente a empresas y accionistas. En un entorno volátil como el venezolano, vale la pena evaluar la posibilidad de compartir riesgos con terceros mediante la apertura del capital de la empresa a terceros.

En julio de 2009 fue colocada en la Bolsa de Caracas la primera emisión de acciones de una empresa cuyo propósito es comprar participaciones accionarias de empresas en expansión. Su nombre es Crecepymes; y su presidente, el economista Alejandro Sucre. Según Sucre, buena parte de los empresarios que han hecho contactos con su organización no sólo buscan nuevas fuentes de capital, sino también socios para compartir el riesgo de las inversiones existentes y, en muchos casos, hasta relevos generacionales. Esta evidencia anecdótica es consistente con los trabajos de Booth (2001), quien sostiene que, cuando en una economía nacio-

nal se desarrolla un mercado de valores, los grupos económicos nacionales venden acciones en el mercado local para hacer líquidos recursos que hasta el momento tenían atrapados en sus empresas, con el fin de reducir la concentración en un área de actividad y en una región geográfica.

Crear estructuras de capital sólidas en ambientes inestables no sólo implica abrir el capital a terceros y establecer una clara diferencia entre las finanzas del accionista y las del negocio; también implica un manejo prudente del endeudamiento. Buena parte de los fundamentos de la teoría de la estructura de capital ha sido pensada para un mundo con tasas de interés reales positivas, fuentes de financiamiento a largo plazo, organismos reguladores que *grosso modo* meten en cintura a los actores que intentan hacerse de los recursos del público y una serie de instituciones independientes que generan reportes acuciosos sobre la verdadera situación económica de las empresas. En la medida en que el mundo real se aleja del ideal, las fuentes de endeudamiento de las empresas son de corto plazo y con costos muy variables; de allí la necesidad de trabajar con poco endeudamiento, aunque esto vaya en detrimento de la repartición de utilidades. Por ello, el dilema repartir-retener siempre está presente en la gerencia financiera venezolana.

El dólar como reservorio último de valor

Huyendo de las fluctuaciones de la economía nacional, los venezolanos dedican mucho tiempo a seguir los movimientos del dólar permuta, las subastas del Banco Central de Venezuela y las siempre sorpresivas emisiones de Petróleos de Venezuela y la República, todo para ponerse en unos escasos y costosos dólares. Pero algunas veces se olvida que la adquisición es apenas el primer paso de una estrategia de inversión que, en la mayoría de los casos, intenta proteger el valor de los activos financieros acumulados tanto por personas naturales como por empresas.

Una vez pasados a dólares vuelve la volatilidad a hacer de las suyas. Asumir una posición ingenua —es decir, dejar el dinero en un certificado de depósitos en un banco— aísla al inversionista de la enorme variedad de oportunidades que ofrecen los mercados internacionales. Pero si opta por la experimentación de estrategias de inversión más sofisticadas, también corre peligro.

Rumores sobre los riesgos de insolvencia de países como Portugal, Irlanda, Grecia y España (bautizados como el grupo PIGS por la banca de inversión); el temor a que China decida reducir el uso de títulos de la deuda pública de Estados Unidos como vehículo de inversión de sus reservas o una profunda devaluación del dólar frente a sus principales socios comerciales; las fluctuaciones del precio del oro que no sólo reflejan expectativas inflacionarias sino también de deterioro crediticio de las deudas soberanas, son entre otras las consideraciones que pasan por la mente de los inversionistas al momento de transformar el efectivo en títulos valores.

Cada vez es menos viable tener un portafolio de inversión que se limite exclusivamente a invertir en el contexto de Estados Unidos. Hasta principios de 2009 la capitalización del mercado accionario de Estados Unidos representaba cerca del cincuenta por ciento de la capitalización de mercados del mundo; en el último año se ha reducido a un tercio gracias al crecimiento de los mercados de capitales emergentes. China (incluyendo Hong Kong), que en 1998 representaba el uno por ciento de la capitalización bursátil mundial, a principios

En un entorno volátil como el venezolano, vale la pena evaluar la posibilidad de compartir riesgos con terceros mediante la apertura del capital de la empresa a terceros

de 2010 ha subido al doce por ciento. En la actualidad el portafolio institucional promedio en Estados Unidos posee un setenta por ciento en títulos emitidos en ese país y el restante treinta por ciento en fondos internacionales. Hace diez años los fondos internacionales escasamente llegaban al quince por ciento de ese portafolio.

A medida que el liderazgo del crecimiento mundial se desplace de Estados Unidos a otras regiones, los portafolios de inversión reflejarán tal cambio. La apuesta sobre cuáles mercados liderarán el crecimiento económico en los próximos años indudablemente introducirá riesgo en los portafolios de inversión. Por mucho que hayan crecido, los mercados de capitales de los países emergentes siguen siendo más volátiles y menos líquidos que los mercados de acciones y bonos de Estados Unidos.

La presencia de la volatilidad en los mercados financieros ha generado instrumentos y mecanismos para lidiar con ella. Si le preocupa específicamente la fluctuación del valor del dólar frente a las monedas de sus principales socios comerciales, hoy existen alrededor de treinta fondos de inversión promovidos por las empresas Barclays, Van Eck, Rydex, WisdomTree, ProShares y PowerShares Deutsche Bank, que

manejan más de 4.000 millones de dólares en productos financieros que permiten especular sobre cambios en la paridad del dólar frente a otras monedas.

El dólar seguirá siendo la moneda de referencia, al menos en la próxima década. Pero, en la medida en que otras economías nacionales intenten disputarle el liderazgo de los negocios, los gerentes e inversionistas tendrán que acostumbrarse a la incómoda idea de que hay un mundo más allá del dólar y, por lo tanto, se hace necesario desarrollar capacidades para moverse en esas nuevas fronteras.

La teoría de portafolios y los huecos conceptuales dejados por la crisis de 2007

La industria del manejo de portafolios de inversión se ha construido sobre una serie de premisas que se repiten sin cesar, tanto en la prensa especializada como en folletos, páginas de Internet y otros materiales diseñados para captar la atención de potenciales inversionistas. Los consejeros de inversión sostienen que, a largo plazo, el rendimiento de las acciones supera sustancialmente al de los bonos, y que es deseable poseer un portafolio de inversión en el cual se encuentren representadas no sólo las principales familias de instrumentos (acciones, bonos, títulos de renta fija de corto plazo, oro y materias primas), sino también las distintas zonas geográficas donde se concentran los principales polos de actividad económica del planeta (Estados Unidos, la Unión Europea, los mercados emergentes de Rusia, Corea, la India, China y Latinoamérica).

¿Por qué tanto énfasis en la diversificación? ¿Por qué pagar a especialistas para que inviertan por su cuenta en sitios que no conoce y a los cuales tal vez nunca vaya? La respuesta de los especialistas es que necesita «suavizar» las fluctuaciones de los retornos de los portafolios, para que las inversiones hechas en lugares de crecimiento económico compensen el deficiente desempeño de las que haga en lugares menos afortunados. Sin embargo, para sorpresa y desagrado de los inversionistas que pusieron sus esperanzas en los horizontes de inversión de largo plazo, en la diversificación del portafolio en todas sus variantes posibles y en los instrumentos de renta variable de preferencia sobre los de renta fija, la crisis financiera que comenzó en octubre de 2007 trajo consigo no sólo pérdidas económicas sino también importantes cuestionamientos a reglas de inversión derivadas de la llamada «teoría moderna de portafolio» que tuvo sus inicios a finales de los cincuenta con los aportes de Harry Markowitz.

¿Qué vieron los inversionistas entre octubre de 2007 y diciembre de 2009? Encontraron extrema volatilidad de los mercados financieros y alta correlación del desempeño de las distintas familias de activos financieros. En pocas palabras,

Correlación del índice Standard & Poor's 500 con inversiones diversas

(correlaciones de retornos semanales para el período 2008-2009)

Índice	Sector	Correlación
S&P GSCI	Materias primas	0,65
Rusell 2000	Acciones de empresas medianas de Estados Unidos	0,96
MSCI Emerging Markets Index	Acciones de empresas de mercados emergentes	0,86
Citigroup High-Yield Market Index	Bonos basura	0,82
S&P Global Timber and Forestry Index	Productos forestales	0,91
MSCI EAFE Index	Acciones de Europa, Australia y el Sudeste Asiático	0,86

Fuente: Moran (2010).

cuando los mercados financieros se vinieron abajo, lo hicieron al unísono y ningún tipo de título financiero dio la cara por el portafolio.

La década perdida del índice Standard & Poor's y el fracaso de la estrategia de aferrarse a las inversiones a muy largo plazo (*buy and hold* como se conocen en inglés) son mencionadas constantemente en la prensa financiera. Si usted hubiese invertido cien mil dólares en enero de 2001 en un fondo mutual que replicase el S&P 500, en noviembre de 2009 tal inversión habría tenido un valor de mercado de 89.072 dólares. De allí que tantos analistas que siguen los mercados financieros, así como inversionistas frustrados por sus pérdidas, cuestionen el desempeño de largo plazo de las acciones. Cuando, además, se observan las altas correlaciones del mercado de valores de Estados Unidos, representado por el S&P 500, con inversiones en materias primas, bonos basuras, acciones de mercados emergentes, no es de extrañar que la gente se pregunte hasta qué punto sirve la tan celebrada diversificación de inversiones.

Para complicar aún más el panorama, agréguese el hecho de que la prima de riesgo que a largo plazo cobran los inversionistas en acciones sobre sus homólogos en bonos, calculada en numerosas ocasiones cerca del cinco por ciento para el mercado de valores de Estados Unidos, se reduce sustancialmente a uno y medio por ciento al incorporar en el cálculo el desempeño de los mercados de renta fija y variable de Estados Unidos en la última década (Arnott, 2009). Entonces es legítimo preguntar si han perdido vigencia los postulados de la teoría moderna de portafolios. La respuesta indudablemente es no.

En aras de hacer más entendibles las estrategias que recomiendan los bancos de inversión, se ha transmitido al público una versión muy simplista del comportamiento de los mercados financieros. Por un lado, a muchos se les ha vendido la idea de que los mercados de acciones están inexorablemente condenados a subir y que, de vez en cuando, existen correcciones que interrumpen por un tiempo «la fiesta»; pero que, si tiene suficiente paciencia, tarde o temprano el mercado retomará su tendencia alcista y recuperará lo perdido. Por el otro, se ha usado la diversificación como sinónimo de baja correlación entre las distintas familias de instrumentos financieros, lo que no siempre es verdad.

Sobre la base de estas simplificaciones, muchos inversionistas creyeron que sólo bastaba con tener un portafolio «razonablemente» repartido entre acciones, bonos, inmuebles y materias primas, y un poco de paciencia para tener resuelto el problema de la acumulación de riqueza a largo plazo. La caída de los mercados financieros entre julio de 2007 y marzo de 2009 mostró que se necesita algo más: entender en mayor profundidad el desempeño de los retornos de las distintas familias de activos financieros, las correlaciones entre los retornos de estas familias, los comportamientos de los activos financieros en periodos de alta volatilidad y los cambios en las correlaciones de los retornos de los activos entre diferentes países.

Nuevas visiones están surgiendo. Por ejemplo, según algunos estudios, más que un alza con interrupciones, es posible que los mercados pasen largos periodos fluctuando en bandas que generan rendimientos moderados y durante cortos periodos se presenten rendimientos extraordinarios que compensen los rendimientos mediocres que se obtienen el resto del tiempo. Si por alguna razón se pierde esos periodos de subidas extraordinarias, la contribución de las acciones al retorno del portafolio de inversión será baja. ¿Cuán largos



**Centro
de Desarrollo
de Coaching
de Venezuela**

- Certificación Internacional en Coaching Profesional
- Coaching personal
- Coaching ejecutivo
- Coaching de equipos
- Coaching para padres y docentes
- Coaching para jóvenes y adolescentes
- Programas de Coaching para gerentes, supervisores y profesionales
- Programa de Coaching para profesionales de la salud y protección civil
- Talleres de Coaching para parejas, líderes comunitarios y especialistas funcionales de organización
- Taller "Fortaleciendo el carácter de los líderes"

BENEFICIOS DEL COACHING

- Te ayuda a liderar a partir de la influencia y la conciencia personal.
- Consolidas tu modelaje gerencial responsable, tu conciencia, autodisciplina y acción con resultados.
- Consolidas tu eficacia personal, porque aprendes a transformar el conflicto en armonía.
- Desarrollas dominio de una herramienta gerencial eminentemente práctica.
- Te convierte en creador de una cultura de Coaching en tus espacios de gestión.



MARINA NIEVES

Presidenta. Coach Profesional Certificada (CPC).
Miembro de la ICF* No. 9002572



CAROLA RIVAS

Vicepresidenta. Coach Profesional Certificada (CPC).
Miembro de la ICF* No. 9001996



ALEXANDER LOBO

Director. Coach Profesional Certificado (CPC).
Miembro de la ICF* No. 9002571



ALFREDO C. ÁNGEL

Director. Coach Profesional Certificado (CPC).
Miembro de la ICF* No. 10347341

*ICF: International Coach Federation

CENTRO DE DESARROLLO DE COACHING DE VENEZUELA (CDC), C.A.

Av. Principal de Lechería, Centro Empresarial Pineda,
mezzanina, oficina 4, Lechería, estado Anzoátegui, Venezuela.
Teléfonos: 0424-821.37.63 / 0414-831.36.67 / 0414-821.02.51

RIF: J-29765800-9

centrodesarrollodecoaching@gmail.com
info@centrodesarrollodecoaching.com
www.centrodesarrollodecoaching.com

deben ser los períodos de inversión para estar seguros de aprovechar esas «breves pero sustanciosas subidas»? Lamentablemente, eso no lo sabe nadie.

Si los retornos de los activos financieros siguen distribuciones de probabilidades que se pueden aproximar a la llamada distribución normal, siempre existe, aunque sea remoto, un chance de que se produzcan grandes caídas de los mercados como las sucedidas entre 1929 y 1932, entre

En la medida en que el mundo real se aleja del ideal, las fuentes de endeudamiento de las empresas son de corto plazo y con costos muy variables; de allí la necesidad de trabajar con poco endeudamiento, aunque esto vaya en detrimento de la repartición de utilidades. Por ello, el dilema repartir-retener siempre está presente en la gerencia financiera venezolana

1972 y 1974, y entre julio de 2007 y marzo de 2009. Si tales correcciones ocurren cerca del final de un horizonte de inversión —es decir, faltando pocos años para que llegue el momento en que forzosamente tenga que hacer uso del dinero— obviamente la promesa de los rendimientos superiores de la inversión en acciones no se cumplirá.

Incorporar instrumentos de renta fija, en especial bonos corporativos, a un portafolio inicialmente compuesto por acciones indudablemente contribuye a reducir el riesgo del portafolio resultante. Sin embargo, en un mundo de activos altamente correlacionados no se producirá el efecto de suavización del ingreso esperado. En otras palabras, en las grandes crisis hasta los precios de los instrumentos de renta fija se ven castigados, tal como sucedió durante la contracción crediticia vivida en Estados Unidos que formó parte de la crisis financiera que ocurrió entre julio de 2007 y marzo de 2009.

Es necesario encontrar categorías o familias de activos financieros cuyos precios suban en períodos de alta volatilidad como el experimentado entre 2007 y 2009. En los últimos años tal reto sólo lo lograron los títulos de renta fija emitidos por el Gobierno de Estados Unidos en lapsos que abarcan desde un mes hasta treinta años, las inversiones en oro y los índices de volatilidad sobre los índices bursátiles, tales como el llamado VIX para el Standard & Poor's 500 sobre el cual se emiten opciones y futuros desde el año 2006, el VXO basado en opciones sobre el Standard & Poor's 100, el VIX Index de la India y el FTSE 100 Volatility Index para el mercado inglés.

Se espera que en los próximos años muchos inversionistas incorporen a sus portafolios de inversión estos activos de alto rendimiento, los cuales son ideales en períodos de alta volatilidad. Pero, dada la complejidad que para muchos representa siquiera entender el funcionamiento de estos productos, no es de extrañar que sean adquiridos mediante *exchange traded funds* (carteras administradas que cotizan en bolsa) y fondos mutuales especializados que se ocuparán de los aspectos operativos asociados con su manejo.

La actividad de rebalanceo de los portafolios de inversión, que no es más que hacer compras y ventas selectivas de títulos valores dentro de un portafolio para mantener a largo plazo los objetivos del inversionista mediante la toma selectiva de beneficios y pérdidas, se hace vital ante la presencia simultánea de alta volatilidad y alta correlación entre las dis-

tintas clases de activos financieros como la experimentada en años recientes. Por ello se extenderá aún más en la industria del manejo de portafolios la venta de servicios de asesoría de inversión que permitan explotar los beneficios de hacer oportunos rebalances, evitando que por descuido de los inversionistas los mercados se lleven de vuelta los beneficios que una vez otorgaron.

Las ideas básicas de la teoría moderna de portafolio siguen siendo válidas. Pero es necesario cambiar la manera de presentarlas a la comunidad de inversionistas, para que entiendan el desempeño de las distintas familias de activos en episodios de gran volatilidad y alta correlación de activos. La aparición de nuevos instrumentos de inversión —contratos a futuro y opciones sobre la volatilidad de índices financieros o fondos de inversión que apuestan a movimientos del dólar frente a otras monedas— deben ser asequibles a pequeños y medianos inversionistas, mediante vehículos de inversión colectiva que no sólo reduzcan los montos de inversión exigidos para tener acceso a estas innovaciones, sino que también ofrezcan la pericia de asesores que puedan conciliar las necesidades de los individuos con las complejidades técnicas para incorporar estos instrumentos a cualquier portafolio de inversión.

Hacia una mayor estandarización de los vehículos de inversión

Sin duda alguna, los *exchange traded funds* (ETF) o fondos de inversión que cotizan en bolsas, son los vehículos naturales para incursionar en nuevos mercados e instrumentos, y se encuentran entre las innovaciones financieras más importantes de la década pasada. Aunque el primero de ellos apareció en 1976 en la Bolsa de Valores de Toronto, su uso se masificó en los últimos diez años. Existían 768 de estos fondos para finales del año 2009, con valor de mercado de 695 mil millones de dólares, lo que es un impresionante crecimiento considerando que en 1993 esta familia de títulos financieros apenas totalizaba 500 millones de dólares (Santoli, 2009).

La popularidad de estos instrumentos se debe no sólo al hecho de que permiten a inversionistas de pocos recursos acceder a estrategias sofisticadas de inversión, que implican la constitución de portafolios con múltiples productos (acciones, bonos, materias primas, derivados) y la posibilidad de ir corto o largo sobre mercados de deuda o acciones, entre otras; sino también a que, en muchos casos, responden a la popularización de ciertas posiciones que cada vez toman más peso en la industria del manejo profesional de portafolios de inversión.

Cada vez son más los consejeros de inversión que recomiendan a sus clientes entrar a los mercados financieros con ETF, debido al cúmulo de pruebas académicas según las cuales la mayoría de los gerentes profesionales de fondos de inversión no logran superar el desempeño de sus portafolios de referencia, una vez descontadas sus comisiones. Si éste es el caso, ¿para qué molestarse en seleccionar un gerente de portafolio cuando mediante un ETF se puede invertir directamente en los índices de referencia contra los cuales esos gerentes son medidos, usando para ello una cuenta de corretaje que cobre comisiones mínimas, puesto que no hay cargos asociados con asesorías de inversión?

En pocas palabras, como decía el famoso marinero Poppey, si no puedes con ellos úneteles. En un contexto en el que no se aspira a tener desempeños superiores a los de los mercados financieros sino atarse a ellos, el reto es conseguir vehículos de inversión que cumplan este propósito de la ma-

nera más eficiente y al menor costo posible. Por lo tanto, la competencia en el creciente mundo de los ETF estará basada en la emisión de los instrumentos que más se acerquen a las tres variables relevantes para los inversionistas: costos de transacción, impuestos causados al rebalancear portafolios y pertinencia de la estrategia ejecutada mediante un ETF para un segmento importante de accionistas.

Si bien existe un ETF para replicar casi cualquier estrategia de inversión imaginable, por ahora los inversionistas los usan para acceder a los instrumentos más comunes. Según uno de los emisores de ETF más populares, State Street Global Advisors, cerca del cuarenta por ciento de la inversión,

Los bancos de inversión venezolanos tendrán que competir con sus homólogos internacionales para quedarse con una tajada del manejo de los montos que anualmente se transan en el mercado de permuta y las emisiones de títulos de la República y Petróleos de Venezuela, además de los recursos exportados en casi tres décadas de fuga de capitales

en el último trimestre de 2009, se concentró en aquellos tipos de activos financieros que se consideran imprescindibles al construir un portafolio globalmente diversificado; es decir, réplicas del Standard & Poor's 500, oro, acciones del Sudeste Asiático y Japón, bonos corporativos, bonos que ofrecen cobertura inflacionaria y acciones de mercados emergentes.

Los venezolanos no hemos escapado a esta tendencia mundial. Es útil recordar que comenzamos a ser exportadores de capitales después del viernes negro de 1983 y que, en un principio, colocábamos el dinero en certificados de depósitos de los bancos en los cuales teníamos cuentas corrientes. Con el paso de los años, una vez que entendimos que parte de estos recursos se fueron para no volver en un futuro cercano, nos hemos visto en la obligación de ampliar nuestra cultura financiera para buscar otras opciones en moneda dura. Si a esto se suma la reducción de las tasas pasivas en Estados Unidos para hacer frente a la crisis financiera del período 2007-2009, que hacen poco atractivas las inversiones en los clásicos certificados de depósitos, y la incorporación de una nueva generación de actores en el manejo de las finanzas familiares, mucho más abiertos a probar innovaciones financieras y en muchos casos mejor informados que sus padres sobre las opciones existentes, la incursión en el mundo de los ETF es inevitable.

El manejo de fondos de inversión es una actividad totalmente globalizada. Por ello, los bancos de inversión venezolanos tendrán que competir con sus homólogos internacionales para quedarse con una tajada del manejo de los montos que anualmente se transan en el mercado de permuta y las emisiones de títulos de la República y Petróleos de Venezuela, además de los recursos exportados en casi tres décadas de fuga de capitales. Dada la creciente popularidad de los ETF, los bancos de inversión venezolanos tendrán dos retos claramente definidos: ¿cómo ofrecer a sus clientes los ETF más populares al menor costo posible y cómo generar ETF que expongan a los venezolanos a sus inversiones favoritas en los mercados emergentes?

A los bancos nacionales de inversión les resulta difícil hacer versiones locales de los ETF existentes, promovidos por bancos multinacionales que tienen evidentes

ventajas competitivas al emitir nuevos productos. En estos nichos de negocios seguramente se producirán acuerdos de distribución con los grandes actores institucionales, en los cuales las contrapartes nacionales se encargarán de las labores de mercadeo y ventas, haciendo grandes esfuerzos para educar a los inversionistas nacionales en el uso de estos instrumentos de inversión. Algunos bancos nacionales han hecho incursiones en este campo, ofreciendo a sus clientes participaciones en fideicomisos que invierten exclusivamente en ETF, como es el caso de Econoinvest con su familia de productos Econoglobal.

En el campo de los títulos de deuda latinoamericana existen oportunidades más interesantes para la incursión de los bancos nacionales en la emisión de ETF. Por un lado, estos bancos intermedian activamente con estos instrumentos, por lo que conocen su liquidez, quiénes son los principales compradores y vendedores de esos títulos, fuentes de información vinculadas con los Gobiernos y empresas emisoras de esos instrumentos. Además, existe una clientela natural para estos ETF representada por clientes de esos bancos familiarizados con estos instrumentos al adquirirlos en las emisiones de deuda de la República y Petróleos de Venezuela. La emisión de los primeros ETF nacionales dedicados a bonos soberanos es una oportunidad de ofrecer innovación financiera a un mercado nacional de capitales que tanto la necesita.

Un futuro muy cercano

Entender mejor el fenómeno de la volatilidad de los activos financieros seguirá siendo una tarea en desarrollo para ejecutivos y gerentes. En los próximos años veremos una profusión de instrumentos financieros que serán asequibles a los inversionistas mediante vehículos de inversión colectiva, que deben ser eficaces y económicos para sobrevivir en un mercado competido.

Las empresas venezolanas seguirán lidiando con la volatilidad del entorno apoyándose en fuentes de capital propio, que las expongan lo menos posible a las fluctuaciones de las tasas de interés y a la dificultad para acceder al financiamiento mediante la emisión de deuda en períodos de inestabilidad macroeconómica. Todo esfuerzo que apunte a abrir el capital de las empresas a nuevos accionistas, con el objeto de ampliar la base de recursos para estimular la inversión y compartir el riesgo, debe ser promovido para el beneficio de todos. ■

REFERENCIAS

- Arnott, R. (2009): «Bonds: Why bother?». *Journal of Indexes*. Mayo-junio.
- Booth, L. (2001): «Capital structures in developing countries». *Journal of Finance*. Vol. 56, No. 1.
- Moran, M. (2010): «Record-high correlations pose challenges for modern portfolio theory». *Journal of Indexes*. Enero-febrero.
- Racanelli, V. (2009): «10 for the Money». Special report on retirement. *Barrons*. 23 de noviembre.
- Santoli, M. (2009): «Growing to the sky». ETF special report. *Barrons*. 19 de octubre.

Carlos Jaramillo Z.
Profesor invitado del IESA