

A ECHAR LOS CARACOLES LAS FINANZAS QUE VIENEN

Carlos Jaramillo Z.

Cinco tendencias cambiarán la composición de las carteras de inversión en la próxima década: el creciente papel del yuan en el comercio internacional, el crecimiento de la oferta de títulos de los mercados emergentes, la consolidación de los bonos basura como un componente de cualquier cartera, la democratización de estrategias sofisticadas y el aprovechamiento de las imperfecciones del mercado como fuentes de rentabilidad. Los fondos mutuales y los ETF serán los vehículos naturales para capitalizar estas tendencias.

CUANDO ESTA REVISTA llegue a los quioscos, en un recién estrenado 2012, los lectores todavía tendrán esa necesidad típica del comienzo de año de imaginar los caminos del porvenir. Pero esa visión de futuro estará teñida por el hecho de que el mundo viene de una crisis financiera que comenzó en 2008 y cambió de manera radical el entramado institucional, las regulaciones y las premisas a partir de las cuales se construyen las más clásicas carteras de inversión.

El entramado institucional cambió, al menos en Estados Unidos, porque grandes bancos de inversión tuvieron que asociarse y diluirse en instituciones con mayor capacidad financiera para soportar la crisis, como fue el caso de Merrill Lynch, que hoy forma parte del grupo Bank of America. Otros tuvieron que ajustarse a regulaciones más exigentes con el propósito de acceder a la red de seguridad del Estado, como fue el caso de Goldman Sachs, que se transformó en banco universal, dejó su condición de banco de inversión y sacrificó parte de su rentabilidad debido a mayores exigencias de capital, pero que ahora goza de la posibilidad de acudir a las ventanas de redescuento de la Reserva Federal.

Carlos Jaramillo Z., profesor de finanzas en el IESA.

El cambio en las premisas de inversión se refleja en los retornos totales de dos instrumentos emblemáticos de cualquier cartera de inversión a largo plazo: el índice Standard & Poor's 500, representante por excelencia del mercado accionario estadounidense, y el bono del Tesoro de Estados Unidos a treinta años, ícono del movimiento de las tasas de interés de ese país. El mercado alcista de bonos que arrancó en 1981, malacostumbró a los inversionistas a pensar que era posible capitalizar a largo plazo adquiriendo bonos gubernamentales y corporativos AAA, y manteniéndolos hasta su vencimiento, así como carteras bien diversificadas de acciones como el S&P 500. Los cálculos actuariales de los fondos de retiro de organismos públicos anticipaban, con mucha frecuencia, retornos de los bonos en el orden del ocho por ciento, y once por ciento para las acciones.

Retornos del índice Standard & Poor's 500 y los bonos del Tesoro de Estados Unidos (porcentajes al 30 de septiembre de 2011)

	1 año	5 años	10 años	30 años
Bono del Tesoro	19,9	10,9	8,7	11,8
S&P 500	1,1	-1,2	2,8	10,8

Nota: los retornos totales reportados incluyen ingresos y ganancias de capital.
Fuente: bloomberg.com.

Nadie contó con las burbujas financieras de la primera década del siglo XXI, que condujeron a un escenario de bajas tasas de interés, gran volatilidad y alta correlación de las distintas familias de activos financieros. Estos activos han tendido a moverse en bloque en la última década y generado una de las peores pesadillas de todo gerente de fondos de inversión: cuando las principales familias de activos ven caer sus precios, el resto tiende a acompañarlas en la caída. Si bien los bonos han tenido un extraordinario desempeño en cualquiera de los horizontes de inversión reportados, debido a la caída secular de las tasas de interés en Estados Unidos, este no ha sido el caso de las acciones; y probablemente no lo será de nuevo en el caso de los bonos, una vez que las tasas de interés vuelvan a subir en algún punto de esta década.

El deficiente desempeño del mercado accionario de Estados Unidos, que todavía representa el 38 por ciento de la capitalización bursátil mundial (calculada para finales de 2011 en 55 billones de dólares), y las bajas tasas de interés que han imperado en dólares y en euros durante el último quinquenio han forzado a los inversionistas institucionales a buscar otras posibilidades de inversión con el objeto de mejorar el rendimiento de sus carteras. Si algo enseñó la crisis es que el pasado, sobre todo el exitoso, no se repite con facilidad y que la búsqueda de oportunidades de inversión en los mercados financieros está cada vez más asociada con la identificación temprana de nichos, que dejan de ser interesantes una vez que son reconocidos por el común.

Los fondos de inversión intentarán captar clientes ofreciendo la experiencia de ser los primeros en entrar y salir de esas oportunidades de inversión y, para ello, tratarán de capitalizar las tendencias que ayudarán a dar forma al panorama de inversiones de la próxima década. Jugando un poco a la futurología, echando los caracoles, se pueden identificar algunas de ellas.

Inventario mundial de títulos financieros en 2011 (billones de dólares)

Capitalización del mercado accionario	54
Deuda soberana	41
Bonos de instituciones financieras	42
Bonos corporativos no financieros	10
Titularizaciones de activos	15
Préstamos no garantizados	49
Total	212

Fuente: McKinsey Global Institute: «Mapping global capital markets 2011».

El papel del yuan como moneda de reserva

Si bien el dólar representaba en 2011 el 67 por ciento de las reservas internacionales del mundo, seguido por el euro con 27 por ciento y el yuan con un lejano 4 por ciento, esta tendencia cambiará en los próximos años, al ser la economía de China la segunda en tamaño, lugar que alcanzó en 2010, y probablemente la primera para el año 2030. Forzosamente, buena parte del comercio internacional se cotizará en esta moneda (K. Tan: «Enter the yuan», *Barrons*, 14 de noviembre de 2011).

El papel del yuan como moneda de reserva se ve limitado por el hecho de que no es libremente convertible. Sin embargo, el gobierno chino está embarcado en un plan de apertura económica que espera completar para el año 2020. Ese plan contempla un nuevo modelo de la economía nacional, en el cual el énfasis exportador se diluirá para dar espacio a una mayor participación al sector de consumo y servicios. La revaluación del yuan, que efectivamente se producirá en un esquema de mayor apertura, debe ser parcialmente compensada con un crecimiento de la economía interna; de lo contrario, podría producirse una reducción de la competitividad del país.

China necesita aumentar el volumen de operaciones comerciales que se cotizan en yuanes (un diez por ciento para finales de 2011) y acercarse más a los estándares del dólar y el euro (ochenta y cincuenta por ciento, respectivamente). Para lograr la internacionalización del yuan se ha creado una zona libre de veinte ciudades de China continental, donde pueden realizarse transacciones denominadas en yuanes con Hong Kong, Macao y Malasia. Adicionalmente se ha permitido el comercio bilateral en yuanes con Singapur, Corea, Argentina y Bielorrusia, y el pago de importaciones y el cobro de exportaciones en esa moneda para una lista especial de 70.000 empresas.

Tal vez el movimiento más significativo fue la creación del «yuan chino canjeable en Hong Kong»: un mercado de divisas gracias al cual se han acumulado 600 millardos de yuanes a lo largo de 2011 en los bancos de Hong Kong. La existencia de un mercado dual es el primer paso para una liberalización total, que permite a Beijing graduar su velocidad.

El extraordinario crecimiento de China trajo consigo la aparición de un mercado de bonos denominados en yuanes que, aunque arrancó en 2007, en 2011 empezó a manejar volúmenes relevantes. Para finales de 2011 había noventa emisores y 140 millardos de yuanes en circulación (21 millardos de dólares aproximadamente).

El creciente mercado de títulos valores latinoamericanos

La oferta de títulos valores de los mercados emergentes, que incluyen renta fija y variable, representa el 18 por ciento del monto mundial en circulación. Tal oferta creció a una tasa anual de 18,3 por ciento en la década 2000-2009, mientras que la de los países desarrollados lo hizo a un modesto cinco por ciento.

Una serie de factores hace suponer que la oferta de títulos valores de los mercados emergentes seguirá creciendo en las próximas décadas. Por un lado, las tasas de ahorros nacionales en muchas de esas economías son altas, las necesidades de financiamiento de infraestructura y bienes de capital son enormes y la profundidad financiera (medida como el cociente de papeles en circulación entre el producto interno bruto de esos países) es del orden de 197 por ciento (sustancialmente menor que el 427 por ciento de las economías maduras). Hay espacio para crecer y, con más o menos tropiezos, ese crecimiento ocurrirá.

En el caso específico de Latinoamérica la profundidad financiera es del orden de 148 por ciento, con un mercado de bonos en circulación del 42 por ciento del PIB (530 millones de dólares aproximadamente) y un mercado accionario del 39 por ciento del PIB. Los bonos representan el 16 por ciento del financiamiento corporativo de las economías emergentes, mientras que en Estados Unidos alcanza el 54 por ciento.

Los bonos basura también son respetables

Los bonos especulativos, bonos de alto rendimiento o bonos basura, no son productos nuevos (como las hipotecas *subprime*) ni representan nuevos empaquetamientos de instrumentos ya existentes (como los fondos cotizados o ETF). Son tan viejos como los mercados de deuda, pero su uso ha evolucionado.

A partir de los años ochenta del siglo XX se produce una revolución en el segmento de bonos de alto rendimiento, cuando el desaparecido banco de inversión Drexel, Burnham, Lambert, apoyándose en las habilidades de su ejecutivo Michael Milken, dio un nuevo uso a estos títulos, al convertirlos en vehículos para financiar la gran ola de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos. El mercado creció de 150 millones de dólares a finales de 1990 a un billón de dólares en junio de 2011. Estos bonos pagan una prima promedio de 795 puntos básicos sobre los títulos del Tesoro (cien puntos básicos representan uno por ciento) y en los últimos dos años han reportado tasas de insolvencias por el orden del dos por ciento del total de las emisiones en circulación.

Hoy los bonos de alto riesgo se consideran una categoría más dentro de las llamadas familias de activos, que incluyen acciones, bonos corporativos AAA, hipotecas, inmuebles, oro y otras materias primas. No disfrutaron de los extraordinarios retornos de las décadas pasadas, entre otras cosas por la caída general de las tasas en Estados Unidos y su nueva condición de alternativa de inversión apta para un público más general. Se calcula que el cuarenta por ciento de los bonos en circulación en Estados Unidos pertenecen a esta categoría, que da acceso al financiamiento a largo plazo a líneas aéreas, petroleras, cadenas de restaurantes, proveedores de servicios médicos, laboratorios farmacéuticos, entre otros («Stars of the junkyard», *The Economist*, 21 de junio de 2010).

La democratización de estrategias sofisticadas

Los fondos cotizados (ETF, por sus siglas en inglés), que no son más que fondos mutuales que cotizan en bolsa, han dado

acceso a pequeños y medianos inversionistas a una serie de vehículos de inversión que en el pasado reciente les estaban vedados. Los montos necesarios para acceder a tales inversiones eran muy superiores a los que pequeños y medianos inversionistas disponían.

Además de los productos tradicionales, como los fondos que reproducen el comportamiento del oro o los principales índices bursátiles, los proveedores tradicionales de estos instrumentos (los bancos de inversión Vanguard e i-Share) ofrecen la posibilidad de invertir en carteras inmobiliarias internacionales, en correlaciones entre monedas, materias pri-

Una serie de factores hace suponer que la oferta de títulos valores de los mercados emergentes seguirá creciendo en las próximas décadas

mas y tasas de interés, el mercado accionario chino en todas sus variantes, bonos basura y acciones colombianas, entre otras opciones. Solamente en la categoría «volatilidad», que agrupa a todos los ETF cuya estrategia consiste en apostar a cambios en la fluctuación de precios del índice S&P 500, se ofrecían treinta variantes para noviembre de 2011. En la categoría «apalancamiento» —que implanta la estrategia de pedir dinero prestado y mezclarlo con fondo propios para comprar o vender instrumentos financieros, futuros y opciones sobre índices bursátiles, materias primas, tasa de interés, componentes electrónicos, etc.— existían 241 ETF para noviembre de 2011, de los cuales 168 estaban domiciliados en Estados Unidos, 43 en Inglaterra y 30 en Canadá.

Las categorías de fondos se seguirán expandiendo en la medida en que los mercados financieros internacionales alcancen mayor profundidad. Los bancos de inversión de los mercados emergentes serán los llamados a constituir y comercializar los nuevos vehículos que capten las oportunidades de inversión en sus mercados nacionales.

El tamaño del mercado mundial de ETF era 1,5 billones de dólares para finales de 2011, con 2.300 fondos registrados para transar en 43 bolsas de valores. Esta tendencia se mantendrá a lo largo de esta década y cambiará la manera como los inversionistas acumulan participaciones en las compañías, porque de la propiedad de títulos individuales migrarán hacia la compra de participaciones en *pools*. También cambiarán los mecanismos mediante los cuales se apostará a las subidas y bajadas de los mercados financieros en general. Definitivamente, el tamaño del inversionista es cada vez menos relevante al momento de abordar una estrategia de inversión sofisticada.

Las imperfecciones del mercado como fuentes de rentabilidad

Es muy claro, tanto para los gerentes de carteras de inversión como para los inversionistas institucionales, que cada vez será más complicado obtener rendimientos superiores a los de los referentes en las distintas categorías de inversión. Por ello se espera que en los próximos años se desarrollen estrategias basadas en la captación de rentas extraordinarias, sacando provecho de situaciones en las que los mercados secundarios de títulos valores se comporten de manera anómala, sea por excesiva volatilidad de la economía o por fallas en la cadena de comercialización en los mercados secundarios de títulos valores. En el argot de la industria de inversión, la expresión *cherry picking* se oye con más frecuencia: una estrategia en la que se escogen muy cuidadosamente títulos

financieros con un buen potencial de rendimiento dentro de una gran familia de activos que como grupo prometen un desempeño mediocre.

La crisis de la deuda soberana de la Eurozona ha creado un terreno fértil para la proliferación de oportunidades de negocios «anómalas». A medida que se fue complicando el panorama económico y aumentó la percepción de una posibilidad real de insolvencia de países como Grecia o España, los intermediarios institucionales en el mercado de bonos soberanos redujeron sus inventarios. Esta actitud conservadora de los intermediarios dificulta las liquidaciones de posiciones de clientes finales, pues se vuelven lentas y costosas. Asimismo, quienes desean tomar posiciones tienen mayor dificultad para conseguir cotizaciones de venta en firme para montos elevados. Los inversionistas que poseen bonos en pequeñas cantidades, generalmente personas naturales, son

El crecimiento mundial de la próxima década estará marcado por la volatilidad del crecimiento de las economías nacionales que, a su vez, se transmite a los títulos financieros emitidos por gobiernos y empresas

castigados en los precios de venta a los cuales se liquidan sus operaciones («In Europe, traders in bonds fear layoff», *The New York Times*, 7 de diciembre de 2011).

Un fenómeno similar ocurre con emisiones pequeñas en el mercado de bonos municipales de Estados Unidos, donde la ausencia de una masa crítica de intermediarios dificulta la liquidación de posiciones. Este vacío temporal de intermediarios lo han empezado a ocupar los fondos mutuales, fondos de coberturas y ETF, que han empezado a comprar directamente posiciones en valores a sus dueños originales, saltándose a la banca de inversión y mejorando sustancialmente los precios de adquisición de posiciones. No es una tendencia generalizada ni mucho menos, pero hay quienes se lucran de ella y la usan como gancho de venta para captar inversionistas interesados en capitalizar en estas imperfecciones.

Los picos de incertidumbre también son momentos ideales para ir armando posiciones en títulos valores a largo plazo, porque se consiguen descuentos importantes debido a correcciones excesivas de los mercados. Una muestra de ello la dio el Tesoro español a finales de 2011: en noviembre, semanas antes de la reunión de Bruselas, considerada un hito en el camino a la solución del problema de la deuda soberana de la zona euro, el gobierno español colocó 3,5 millardos de euros a diez años al 7,26 por ciento. Un mes después, a comienzos de diciembre, en un entorno menos agresivo, logró vender 6,5 millardos de euros a plazos de cinco a diez años

pagando tasas de cuatro por ciento a cinco años y de 5,0-5,50 por ciento a diez años. El monto inicialmente era de tres millardos, hubo demandantes por 11,2 millardos, razón por la que se colocó cómodamente el monto antes mencionado. Los 176 puntos básicos de ahorro obtenidos en diciembre hablan por sí solos.

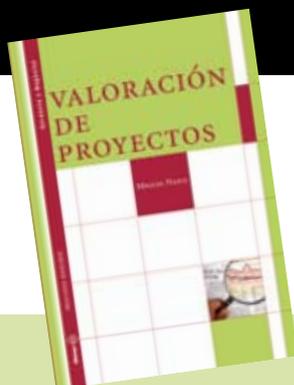
Capitalizar las tendencias

Los inversionistas latinoamericanos pueden capitalizar estas tendencias por medio de la banca de inversión local, en el caso de países como México, Chile o Brasil, o usando los fondos mutuales y ETF comercializados extensivamente por la banca de inversión internacional, la cual como es bien sabido tiene una fuerte red de comercialización en Latinoamérica.

El crecimiento mundial de la próxima década estará marcado por la volatilidad del crecimiento de las economías nacionales que, a su vez, se transmite a los títulos financieros emitidos por gobiernos y empresas. Queda mucho por resolver en términos de transparencia en el manejo de información relevante para los inversionistas de mercados emergentes. China, por ejemplo, pese a su acelerado crecimiento, todavía tiene un sistema jurídico que no garantiza en un ciento por ciento el respeto de los derechos de accionistas minoritarios. Algunos mercados nacionales de renta fija no son suficientemente líquidos, lo cual dificulta la ejecución de órdenes de compra o venta de gran magnitud. Los mercados de bonos de alto rendimiento, aun en los países desarrollados, pueden ser extremadamente ilíquidos cuando se presentan crisis sistémicas como la contracción crediticia internacional de octubre de 2008, disparada por la quiebra de Lehman Brothers.

El acceso de pequeños inversionistas a estrategias sofisticadas debería estar acompañado por un proceso de educación por parte de los bancos de inversión, porque el riesgo y la iliquidez de los instrumentos financieros mediante los cuales se concretan estas estrategias no son fáciles de entender por un público no iniciado en temas económicos. Lamentablemente, la experiencia que dejó la reciente crisis financiera es que la banca de inversión es mucho más ágil diseñando productos que explicándolos a los potenciales compradores o a los entes que la supervisan.

Sería injusto dejar de mencionar que también hay un esfuerzo importante de los organismos reguladores internacionales y gobiernos nacionales para mejorar las prácticas de negocios, que cubre una amplia gama de temas (desde el fortalecimiento del gobierno corporativo hasta la integración de mercados accionarios nacionales), con el objeto de aumentar la oferta de títulos y la profundidad de los mercados. Las oportunidades estarán allí, pero también los riesgos que siempre las acompañan. ■



VALORACIÓN DE PROYECTOS | MIGUEL NAJUL



0212-555.42.63 / 44.60
edies@iesa.edu.ve

La valoración es quizás la disciplina gerencial más exigente, porque pone a prueba los conocimientos necesarios para analizar un proyecto y su entorno. Esta es la base de *Valoración de proyectos*, un libro que expone, de manera sencilla y recurriendo a ejemplos prácticos, los lineamientos teóricos de la valoración de negocios. La obra incluye un CD con una amplia muestra de modelos matemáticos diseñados en hojas de cálculo, que propone pautas para proyectar cuentas y variables.

MIGUEL NAJUL es profesor invitado en el IESA y consultor en las áreas financieras, bancarias y de control de riesgos, así como en las de evaluación y planificación de proyectos.