



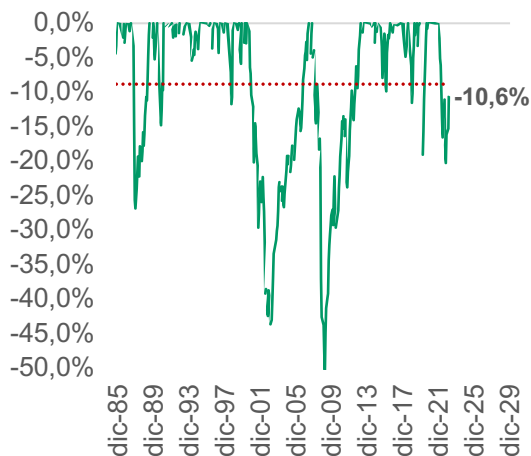
LECCIONES PASADAS DEL 2022 PARA EL 2023: ¿CÓMO PODEMOS PROTEGER EL DESEMPEÑO DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN EN ESTE ENTORNO?

El 2022 fue un “*annus horribilis*” para los portafolios de inversión internacionales, en vista que tanto la renta variable como fija internacional consignaron importantes pérdidas de capital. De este modo, al analizar el contexto que enfrentaron los portafolios en el año pasado y eventos históricos, empieza a levantarse una discusión respecto de qué tipos de estrategias son posibles de implementar para proteger de mejor forma un portafolio para los episodios malos en los mercados accionarios y que no comprometa de forma relevante el retorno del portafolio cuando se está en los episodios buenos.

Por [Sebastián Senzacqua, CFA](#).

El 2022 pasará a la historia como un año en donde la gestión de los portafolios internacionales fue muy compleja, en vista que se registró un comportamiento negativo transversal en los activos de inversión y especialmente, en los portafolios con mayor exposición a activos de riesgo, como las acciones. De hecho, al analizar las correcciones históricas en la bolsa de EE.UU., (drawdowns) se registra una caída de hasta -10,6% en el último episodio hasta la fecha, aunque llegó hace un par de meses atrás a un bottom de casi -20% (Gráfico 1).

Gráfico 1: Drawdowns históricos Bolsa de EE.UU.



Fuente: Robert J. Shiller

¿Estamos ya fuera del peligro? Es difícil argumentar que el contexto apunta a una mayor estabilidad de los mercados financieros en el presente año. El escenario de utilidades corporativas sigue siendo más bien a la baja y los bancos centrales de economías desarrolladas continúan con sus políticas restrictivas, con consecuencias adversas para el desempeño del consumo e inversión. Por otro lado, no podemos ignorar los riesgos de nuevas tensiones geopolíticas, con efectos al alza sobre los precios de materias primas e inflación.

De este modo, una pregunta empieza a surgir en la gestión de inversiones en esta etapa: ¿Qué medidas hay que tomar para mitigar el impacto de una muy probable corrección a la baja adicional en los mercados accionarios?

Campbell R. Harvey, Sandy Rattray y Otto Van Hemert en su libro *Strategic Risk Management* nos ilustran algunas alternativas que podemos considerar para mitigar el riesgo en un portafolio que tiene cierta exposición a acciones, ponderando los costos y beneficios de cada estrategia.

Al mismo tiempo, creemos que con lo anterior se rescata e incentiva una discusión de enorme valor para los gestores y asesores de inversiones, que es la de

concentrarse no sólo en buscar los mejores retornos en un portafolio, sino que también considerar y tener un buen análisis del riesgo, con el fin de obtener un retorno consistente en el tiempo que permita cumplir los objetivos planeados con las inversiones.

Para un mayor detalle del comportamiento histórico de estas estrategias, ver Tabla 1 al final de la columna.

Estrategias pasivas (i): complementar el portafolio con el uso de derivados.

En este ámbito, los autores destacan por un lado estrategia de compra de opciones de venta de un índice o “Puts”, con una metodología de renovación previo al vencimiento, por ejemplo, de forma mensual. Desde el punto de vista de episodios de corrección de los mercados accionarios es la estrategia más efectiva de protección. Sin embargo, como contrapartida está el riesgo de que si el episodio de *drawdown* es extendido en el tiempo y con mayor volatilidad, la renovación de las opciones empezaría a ser a precios más altos, restando eficiencia a la estrategia. Más aún, en momentos de mayor normalidad en los mercados, el costo de renovación genera un *handicap* en el retorno.

Otra alternativa es a través de tomar una posición corta en el riesgo de crédito de un emisor a través de la compra de seguros de no pago de deuda o *credit default swaps*. Históricamente, se ha observado que en momentos de crisis, los *spread* corporativos muestran un aumento, reflejando la aprehensión del mercado respecto de la capacidad de un emisor de cumplir con sus obligaciones financieras. En este sentido, esta estrategia ha contribuido a mejorar el desempeño de un portafolio, especialmente durante la crisis *subprime*, que fue una crisis de naturaleza de aumento en el riesgo de crédito. No obstante, al igual que la estrategia anterior, en episodios de menor volatilidad también genera un detrimento en los retornos de un portafolio. Al mismo tiempo, en momentos de mayores caídas, la verosimilitud de los precios de mercado de este tipo de derivados suele verse afectada, así como también empieza a ser más relevante el riesgo de contraparte del originador del seguro (*¿too big to fail?*).

Estrategias pasivas (ii): Gestionar el portafolio teniendo exposición a activos de refugio.

Típicamente cuando los mercados accionarios registran caídas surge el concepto de *flight to safety*, que en este caso es el aumento de exposición de un portafolio hacia activos que son considerados de refugio financiero, ya sea por una capacidad de pago del emisor que el mercado considera como muy robusta o porque son activos que tienen valor intrínseco.

En el primer caso, los autores se refieren a los bonos del Tesoro de EE.UU., mientras que en el segundo destaca el oro como depósito de valor.

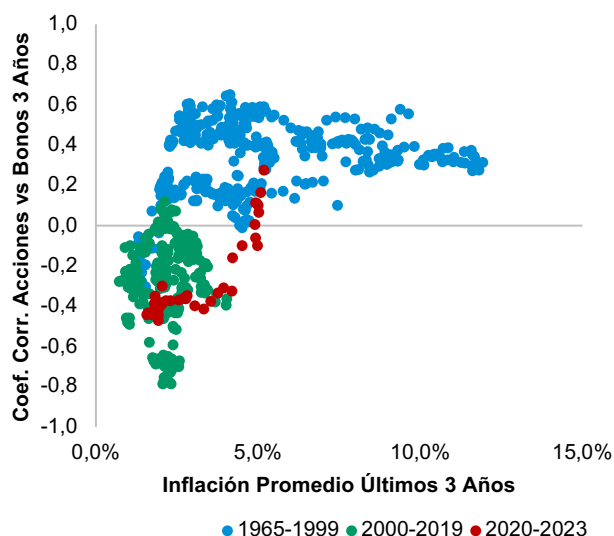
Viendo el comportamiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. en términos históricos, se ha observado un retorno positivo en los últimos 40 años, en vista de una caída persistente en las tasas de interés. No obstante, desde el punto de vista del rol diversificador de este tipo de activos, se observó una mayor consistencia en los últimos 20 años en mitigar los riesgos del mercado accionario. Lo anterior, respondió principalmente a que la correlación entre las acciones y los bonos del Tesoro EE.UU. se consolidó en valores negativos desde el año 2000, en vista de una inflación que persistió en tasas bajas y con menor volatilidad.

Así, la consistencia de este tipo de inversiones en mitigar los efectos de caída del mercado accionario en un portafolio se ve cuestionada si la correlación entre los activos prueba no ser estable ante cambios en la inflación (Ver gráfico 2). Al mismo tiempo, si el nivel de tasas de estos instrumentos de renta fija se encuentra en niveles bajos, la capacidad de absorber de mejor forma shocks inflacionarios se ve disminuida, dificultando aún más el rol diversificador de las inversiones.

¿Y qué nos podría decir el oro al respecto?

Desde muy larga data, el oro ha sido considerado como un activo de refugio contra los riesgos de mayor inflación. Por otro lado, en episodios de corrección a la baja en los mercados accionarios por aumento en la incertidumbre económica, el oro ha adquirido también una apreciación de valor.

Gráfico 2: Inflación vs Correlación Acciones/Bonos EE.UU.



Fuente: SBBI, CFA Institute

De todos modos, existen algunos puntos que se destacan en el libro respecto del comportamiento del precio del oro ante el cambio en algunas variables. Primero, el precio del oro está expresado en dólares, por lo que existe un vínculo de este activo con la evolución de los tipos de cambio y en consecuencia la conducción de la política monetaria de EE.UU. Así, si de forma contraria al resto del mundo, la Reserva Federal toma una postura más restrictiva, el dólar podría exhibir una apreciación de valor frente a otras monedas, perjudicando de este modo el valor del oro.

En segundo lugar, el oro también está sujeto a riesgos idiosincráticos, como por ejemplo huelgas en yacimientos mineros o inestabilidad política en regiones productoras convierten al oro en un activo que posee dificultades en proveer una adecuada cobertura de riesgos en el mercado accionario dentro de un portafolio.

Entonces, ¿Un portafolio puede ser a prueba de crisis?

En base a la aplicación de estrategias pasivas es posible mitigar los riesgos de corrección a la baja en los mercados accionarios, pero el grado de protección es directamente proporcional al costo de la estrategia, por lo que en el largo plazo puede no ser una alternativa viable. Más aún, es importante dimensionar la profundidad de las correcciones, dado que mientras más extensas estas sean, el costo de cubrir puede aumentar.

Por otro lado, estrategias de cobertura con activos de refugio puede ser otra alternativa dado que serían menos costosas, pero la verosimilitud de la estrategia siempre estará a prueba, tanto por la estabilidad de las correlaciones entre los activos dependiendo del régimen inflacionario, como por la existencia de riesgos idiosincráticos.

Con todo, este ámbito de administración de riesgos siempre mostrará un trade off entre costos y la verosimilitud de las estrategias. Analizar y entender el régimen en el cual se están desarrollando los activos es clave para una aplicación correcta que permita mitigar los efectos negativos de este entorno sobre los portafolios.

De todos modos, no todo está agotado desde el punto de opciones a explorar. En este punto, los autores destacan las estrategias de gestión activa que pueden ser más eficientes en costos y poseen convexidad ante eventos de corrección en los mercados accionarios, es decir, presentan retornos positivos en dichas coyunturas. En este sentido, se posicionan en esta definición las estrategias de *Momentum* y de inversión *Long/Short* en acciones utilizando criterios de selección basados en el factor de *Quality*. Revisar estas estrategias por parte de los asesores o gestores de inversión puede ser una alternativa atractiva en estos momentos en donde los riesgos bajistas en el mercado accionario no se han despejado completamente.

Tabla 1: Performance S&P 500 y Estrategias en episodios de corrección (Drawdown), Normal y Total

| | Black Monday | Guerra del Golfo | Crisis Asiática | Burbuja .Com | GFC | Euro Crisis I | Euro Crisis II | Corrección 4T18 | Drawdown (14%) | Normal (86%) | Total (100%) | Hit Rate |
|-------------------|---|------------------|-----------------|--------------|--------|---------------|----------------|-----------------|------------------------------------|--------------|--------------|----------|
| Estrategia | Retorno Total (Exceso sobre tasa libre de riesgo a un año) | | | | | | | | Retorno Anualizado (Exceso) | | % | |
| S&P 500 | -33,5% | -20,7% | -19,7% | -51,0% | -56,3% | -15,7% | -18,6% | -19,8% | -45,8% | 20,3% | 7,3% | n.a. |
| Largo Puts | 38,0% | 12,4% | 15,5% | 44,7% | 40,5% | 15,8% | 13,4% | 18,0% | 42,4% | -14,2% | -7,4% | 100% |
| Largo CDS | 7,6% | 3,3% | 12,1% | 17,0% | 127,7% | 11,7% | 26,1% | 9,5% | 39,6% | -9,8% | -3,6% | 100% |
| Largo Bonos | -8,3% | -2,7% | 3,0% | 24,2% | 20,4% | 5,7% | 10,1% | 2,5% | 10,6% | 3,1% | 4,1% | 75% |
| Largo Oro | 4,4% | 5,5% | -6,9% | 7,5% | 18,9% | 4,6% | 6,3% | 4,5% | 9,0% | -0,6% | 0,7% | 88% |

Fuente: *Strategic Risk Management, Harvey, Rattay y Van Hemert*. Desempeños en cada episodio de corrección es el exceso de retorno sobre la tasa libre de riesgo. Ventana de análisis desde 1985 a 2018. En función de lo anterior, un 14% del tiempo comprendido correspondió a una etapa de corrección, mientras que el 86% restante se clasificó como normal. Hit Rate corresponde a la tasa de éxito de la estrategia en episodios de corrección de los mercados accionarios.