

NAVEGANDO UNA REALIDAD SORPRENDENTE

Durante los últimos 15 años estuvimos navegando un escenario de tasas históricamente bajas. Para los inversionistas esto siempre implicó un desafío a la hora de tomar sus decisiones de inversión. La falta de tasa de interés en muchos casos motivó construcciones de portafolios más riesgosos en busca de retorno, y en otros casos, la incorporación de nuevas clases de activos que permitieran acceder a nuevos factores de riesgo, y por tanto, en el retorno. No sabíamos ni cuando, ni como, pero la mayoría de los inversionistas anhelaban que volvieran las tasas y la renta fija volviera a ser una clase de activo competitiva.

Por José Miguel Quiroga, CFA.

Hoy en día enfrentamos un escenario totalmente nuevo con respecto a la construcción de portafolios, a la que una generación completa de profesionales de inversión nunca se ha visto enfrentada. Tuvieron que pasar más de 15 años con tasas de interés en niveles históricamente bajos en Estados Unidos, y un “bull flattener” (caída muy fuerte de las tasas más largas versus las cortas) de prácticamente cinco décadas entrando en un período de extinción. Hoy todo eso ha ido cambiando a una velocidad extremadamente rápida, y enfrentamos un escenario que cambió radicalmente en los últimos 18 meses y que nos obliga a replantearnos la forma y herramientas a utilizar en la construcción de los portafolios. Es verdad que durante muchos años, los especialistas en inversión abogaban por mayores niveles de tasas de interés, entendiendo que la construcción de portafolio podría ser más predecible y sencillo. Sin embargo, hoy hay tasas altas a disposición, y la construcción de portafolio no se ha hecho más sencilla, e incluso aquellos activos ganadores del pasado han dejado de serlo en forma repentina.

Un ejemplo de este cambio, y utilizando las sensibilidades de modelos multi-factoriales, es que aquellos activos que tenían exposición a “quality-growth” han dejado de ser el factor más determinante en la generación del retorno dentro de la renta variable, y empieza a sufrir de la mano de una política monetaria actuando a la mayor velocidad de su historia, buscando tasas reales positivas y generando un nuevo ciclo económico, ejemplos en esta línea, de los cambios de dirección en la relación growth – value, de la mano de los cambios de dirección en tasa, se

han vuelto particularmente frecuentes en los últimos meses.

Es verdad que con estas medidas, los Bancos Centrales vuelven a tener herramientas para hacer frentes a escenarios adversos, sin embargo, el camino no estuvo, ni parece estar exento de inconvenientes. Hoy aquellos que construyen portafolios de inversión enfrentan las decisiones “bullish” de la FED, tienen en su “yield curve”, tesorerías desafiadas por el alza en las tasas, descalces en el balance de los bancos con respecto a plazos, con una estructura de depositantes altamente concentrados en los bancos que incluso ha llevado a algunos a quebrar y/o reestructurarse

Lo que se ha vivido en los últimos 18 meses son eventos tan inciertos como emocionantes. En estos casos es cuando se conjuga la esencia misma de las personas, expresados a través de sus sesgos cognitivos y emocionales, mientras al mismo tiempo se está construyendo a alta velocidad un nuevo escenario para las diferentes clases de activos y sus precios.

Cuando uno analiza el mercado de opciones, puede percatarse que la volatilidad implícita en la valorización de las opciones, como medida de precios, es mayor que la realizada y es esta incertidumbre la que puede ser utilizada para el mejoramiento de la construcción de un portafolio de inversión.

La incorporación de derivados dentro de los portafolios, al servicio de metas claras y estratificadas, han tenido un efecto positivo tanto a nivel de resultados como en la relación riesgo-retorno, además

de permitirnos alcanzar algunos objetivos no primario, pero complementarios como el foco a generación de ingreso vía cupones, la protección en mercados bajistas o la amplificación de algunas recuperaciones, por mencionar algunas.

En un ejercicio más tangible con respecto al punto anterior, hoy existe acceso a varias tesorerías que cuentan con buena calidad bancaria, y después de mucho tiempo, con altas tasas de devengo. Si a eso le sumamos un escenario en donde existe el derecho a vender a precios actuales a diferentes plazos y con precios de ejecución bastante por debajo de los niveles que cotizan los mercados, la posibilidad de obtener una mejor relación riesgo-retorno y una mayor certidumbre en la rentabilidad se hace bastante más accesible a través del uso de derivados.

La utilización de este recurso no es solo contingente al escenario actual, sino más bien se puede considerar como estructural. Sin ir más lejos, esta estrategia sigue vigente en un escenario diametralmente distinto, en aquel momento en donde encontremos una mayor certidumbre de los retornos e incluso en un proceso de estabilización de la inflación y transito hacia niveles promedio de la “smile” del dólar y el valor de las opciones.

Retomando el uso de los derivados en una contingencia como la actual, tomemos como referencia las siguientes clases de activos y sus retornos esperados.:

- **S&P 500:** Earning Yield hoy en torno a un 6%,
- **Deuda High Grade:** Devengo cercano al 6% a nivel agregado-
- **Deuda Emergente y High Yield:** Devengos a niveles de un 8%, Cabe destacar que a diferencia de la deuda high grade, esta clase tiene un mayor nivel de riesgo crediticio, pero como contrapartida, su deuda es de menor duración.

Aspirando a esos niveles de rentabilidad, y tomando variables ya presentes en los portafolios líquidos de un inversionista, incorporar las visiones de asset

allocation y resultados de método de selección de activos, y así complementar la gestión de riesgos de las estrategias, incorporando la flexibilidad que entrega el uso de derivados, es sin duda, un recurso valioso para mejorar la visibilidad y probabilidad de obtener los rendimientos esperados, dimensionar el escenario pesimista y convivir con los riesgos del mercado desde una experiencia vanguardista en la construcción de portafolio.

Hoy estamos en pleno proceso de transición generacional, es un momento en el que se debe construir una sólida política de inversión y en donde se debe ahondar en el set de herramientas disponibles en un mercado global cada vez más profundo y accesible. Y por lo mismo, esta es una invitación a incorporar todas las posibilidades de inversión disponibles y necesarias para generar un portafolio con mayor certidumbre en retornos y una mejor gestión de los escenarios más pesimistas.

Para finalizar, nos quedamos con dos ideas muy importante. La primera, es que la vuelta de las tasas y el valor relativo de la renta fija en los portafolios globales suena muy atractiva, pero se produjo pasando por un camino difícil y no es claro que sea un escenario demasiado sostenible en el largo plazo.

Por último, respecto a los derivados y el objetivo de modificar el perfil de riesgo y retorno de cada inversión, siempre es clave diferenciar el instrumento de la estructuración. Una mala elección de la contraparte, el subyacente, plazo o cualquier otra variable de estructuración nos puede llevara tener resultados muy alejados de las expectativas, pero ese tipo de outputs, son independientes del vehículo, ya que de haberse realizado de otra forma, pero cometiendo los mismos errores, el resultado seguramente no mejoría demasiado, es decir los derivados y estructurados no son buenos o malos per se, sino, dependerá del uso y objetivo que le queramos dar.