

## REFRESHER READING: PORTFOLIO MANAGEMENT

### ASSET ALLOCATION TO ALTERNATIVE INVESTMENTS

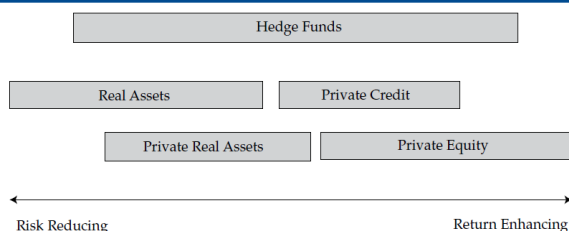
En este documento se realizará un breve resumen de una lectura de actualización para el CFA program level III – 2022, escrito por Adam Kobar, PHD, CFA y Mark D. Guinney, CFA<sup>1</sup>. El documento original está disponible para miembros en [el siguiente link](#)<sup>2</sup>

Por Fernando Galdames, CFA.

#### Introducción al rol de las inversiones alternativas en un portafolio multiactivo

La asignación a inversiones alternativas está desempeñando un papel cada vez más importante en las carteras de inversiones, impulsadas en gran medida por la creencia de que estas inversiones aumentan las expectativas de retornos ajustados por riesgo. Algunas asignaciones están impulsadas por expectativas de mayores retornos, mientras que otras están impulsadas por los beneficios esperados de la diversificación (reducción de riesgos). En conjunto, se espera que mejore el retorno ajustado por riesgo de un portafolio.

**Exhibit 1 Alternative Investments in the Risk/Reward Continuum**



Aunque se presenta una visión simplificada, generalmente se cree que los activos reales mitigan los riesgos para la cartera que surgen de una inflación inesperada. En el otro extremo del espectro, se espera que las inversiones de capital de riesgo (Private equity)

proporcionen una prima de retorno suficiente sobre las acciones públicas para compensar su riesgo de iliquidez y una mayor complejidad operativa. Los "hedge funds", la menos homogénea de las estrategias, abarcan desde la "reducción del riesgo" o la diversificación (muchas estrategias de arbitraje) hasta la "mejora del rendimiento" (por ejemplo, un fondo activista que toma posiciones importantes en empresas públicas con el objetivo de mejorar el rendimiento a través de la gestión, cambios, políticas de asignación de capital y / o estrategia de la empresa).

La reducción del riesgo puede significar diferentes cosas para diferentes inversores. Las instituciones pueden optar por agregar estrategias no correlacionadas a sus carteras para reducir la volatilidad del programa en general. Los clientes privados a menudo se preocupan por reducir solo la volatilidad a la baja, el riesgo de "cola izquierda" asociado con las caídas significativas del mercado de valores públicos. Una empresa de seguros cuyos pasivos son sensibles a la inflación podría beneficiarse de activos reales que podrían reducir su descalce entre activos y pasivos. El Cuadro 2 proporciona alguna orientación sobre cómo un asignador podría ver los activos alternativos en comparación con las clases de activos tradicionales:

<sup>1</sup> Refresher Reading, 2022 CFA Program, level III. Reading 20. by Adam Kobar, PhD, CFA, and Mark D. Guinney, CFA

<sup>2</sup> <https://www.cfainstitute.org/membership/professional-development/refresher-readings/introduction-alternative-investments>

© 2021 CFA Institute. Todos los derechos reservados.

## Exhibit 2 Illustrative Capital Market Assumptions

	Traditional Assets				Alternative Assets					
	Public Equities	Cash	Govt Bonds	Broad Fixed Income	Private Credit	Hedge Funds	Commodities	Public Real Estate	Private Real Estate	Private Equity
Expected Return (Geometric Average)	6.5%	2.0%	2.3%	2.8%	6.5%	5.0%	4.5%	6.0%	5.5%	8.5%
Volatility	17.0%	1.1%	4.9%	3.4%	10.0%	8.1%	25.2%	20.4%	13.8%	15.7%
Correlation with Equities	1.00	-0.12	-0.60	-0.41	0.70	0.83	0.21	0.60	0.37	0.81
Equity Beta	1.00	-0.01	-0.17	-0.08	0.40	0.40	0.31	0.72	0.30	0.74

Source: Authors' own data.

En el contexto de la asignación de activos, los inversionistas pueden clasificar una clase de activo en función del papel que se espera que desempeñe en el portafolio. Los roles y su importancia relativa variarán entre los inversores, pero es común identificar los siguientes roles funcionales:

- **Capital growth:** esta función puede ser una de las principales prioridades para las carteras con un horizonte temporal a largo plazo y un objetivo de rentabilidad relativamente alta. Por lo general, las inversiones de capital público y privado serían las opciones más obvias para este rol.
- **Income generation:** Ciertas clases de activos, como renta fija o bienes raíces, son capaces de generar un flujo de efectivo razonablemente constante para los inversores.
- **Risk diversification:** en el caso de una cartera orientada a la renta variable, los inversores pueden buscar activos que diversifiquen el riesgo de renta variable dominante. Los activos reales y varias estrategias de *hedge funds* pueden encajar aquí. Del mismo modo, los inversores de renta fija pueden estar interesados en diversificar el riesgo puro de la curva de rendimiento a través del crédito privado.

- **Safety:** Ciertas clases de activos pueden desempeñar el papel de refugio cuando la mayoría de las clases de activos de riesgo sufren. Los bonos del gobierno o el oro pueden potencialmente jugar tales roles en una cartera bien diversificada.

### Enfoques tradicionales a la clasificación de activos

En esta sección, se considera cómo los enfoques tradicionales de asignación de activos pueden adaptarse para incluir inversiones alternativas. Aunque la meta final de alcanzar los objetivos de inversión sujeto a las restricciones relevantes sigue siendo el mismo, los inversores a menudo se enfrentan a varios desafíos analíticos y operativos al introducir clases de activos alternativas.

Al definir clases de activos para los enfoques tradicionales de asignación de activos, los inversores pueden agrupar y clasificar activos alternativos en varias dimensiones. Dos enfoques comunes (además de los roles de crecimiento-ingresos-diversificación-seguridad descritos anteriormente) son con respecto a la liquidez de la clase de activos y con respecto al comportamiento de los activos en diversas condiciones económicas.

## Un enfoque basado en la liquidez para definir el conjunto de oportunidades

Ciertas inversiones alternativas, como los REIT o los futuros de materias primas, son muy líquidas y pueden negociarse fácilmente en los mercados públicos. Las inversiones privadas, sin embargo, son muy poco líquidas y generalmente requieren compromisos a largo plazo (más de 10 años) por parte de los inversionistas. Por supuesto, también existen diferencias entre varias clases de activos privados a este respecto: las inversiones de capital privado pueden requerir más de un compromiso de 10 años, mientras que el plazo de un fondo de crédito privado puede ser más corto, digamos de 5 a 8 años. Aunque el capital público y el capital privado pueden ser clases de activos similares desde el punto de vista económico fundamental, difieren significativamente en sus características de liquidez.

El largo horizonte de inversión y la falta de liquidez en muchas de las clases de activos alternativas dificultan la caracterización precisa de sus características de riesgo a los efectos del ejercicio de asignación de activos. Un enfoque para abordar este problema es tomar la decisión inicial de asignación de activos utilizando solo las clases de activos líquidos en los que los datos subyacentes que impulsan los supuestos de riesgo, rendimiento y correlación son sólidos (por ejemplo, acciones, bonos y bienes raíces). Una segunda iteración del ejercicio de asignación de activos descompondría aún más la asignación de activos de capital / renta fija / bienes raíces utilizando las agrupaciones de activos como se muestra en la siguiente figura que ilustra una posible categorización de clases de activos que incorpora su amplio perfil de liquidez.

	Equity & Equity-Like	Fixed Income & Fixed Income-Like	Real Estate
Marketable/Liquid	Public Equity Long/Short Equity Hedge Funds	Fixed Income Cash	Public Real Estate Commodities
Private/Illiquid	Private Equity	Private Credit	Private Real Estate Private Real Assets

## Un enfoque basado en el desempeño esperado bajo distintos regímenes macroeconómicos

Los inversionistas también pueden clasificar las clases de activos en función de cómo se espera que se comporten en diferentes entornos macroeconómicos, y los inversores pueden asignarles funciones según el contexto macroeconómico:

- **Capital growth assets:** Se espera que los activos de crecimiento de capital se beneficien de un crecimiento económico saludable. Las acciones públicas y privadas pertenecerían a esta categoría.
- **Inflation-hedging assets:** Se espera que los activos de cobertura de inflación, los llamados “activos reales” como bienes raíces, materias primas y recursos naturales, pero también bonos vinculados a la inflación superen a otras clases de activos cuando las expectativas de inflación aumentan o la inflación real supera las expectativas.
- **Deflation-hedging assets:** Se esperaría que los activos de cobertura de deflación (por ejemplo, bonos gubernamentales nominales) superen a la mayoría de las otras clases de activos cuando la economía se desacelera y la inflación se vuelve muy baja o negativa.

		Inflation Environment		
		Deflation	Moderate Inflation	High Inflation
Economic Environment	High Growth		Public Equity Private Equity High-Yield Bonds Private Credit	Real Estate Commodities
	Low Growth/ Recession	Government Bonds		Inflation-Linked Bonds Gold

Source: Authors' data.

En el cuadro anterior, se ilustra cómo los inversionistas pueden pensar sobre el desempeño esperado de varias clases de activos en diferentes contextos macroeconómicos. Cada clase de activo se posiciona a lo largo del continuo para ilustrar el entorno macroeconómico en el que esperaríamos que generará un sobre desempeño. Este mapeo generalmente se basa tanto en la experiencia histórica como en el juicio cualitativo.

## Consideraciones de riesgo, retornos esperados y vehículo de inversión

Además de las características de riesgo, retorno y correlación relevantes para la decisión de invertir en las clases de activos alternativos, se deben considerar muchas complejidades operativas y prácticas antes de finalizar una decisión de inversión. Es fundamental que el inversionista sea plenamente consciente de estas complejidades: no comprender estas diferencias entre las inversiones tradicionales y alternativas puede hacer descarrilar un programa de inversión. Los principales factores para considerar incluyen:

- Establecer expectativas de retorno esperado
- Selección del vehículo de inversión adecuado;
- Problemas de liquidez operativa;
- Consideraciones de gastos y comisiones
- Consideraciones fiscales (aplicable a entidades sujetas a impuestos);
- El trade-off entre construir un programa de alternativos o comprar una solución externa

## Principales conclusiones

En esta sección se resumirán las principales conclusiones del documento fuente, aunque la invitación queda hecha para leer el material original, ya que es muy amplio y cubre el espectro completo de lo relacionado a administrar un portafolio que incluya inversiones alternativas. Las conclusiones que destacamos son:

- Las asignaciones a alternativos aumentan el retorno ajustado por riesgo de una cartera. Estas inversiones generalmente cumple uno o más de los cuatro roles en la cartera de un inversionista: crecimiento de capital, generación de ingresos, diversificación de riesgos y / o seguridad.
- El *private equity* se consideran generalmente como potenciadores del retorno en una cartera de activos tradicionales.
- Los activos reales generalmente se perciben como una protección contra la inflación.
- Las inversiones en infraestructura tienden a generar ingresos estables / de crecimiento moderado y tienen una alta correlación con la inflación general.

- Las estrategias inmobiliarias van desde las “core” hasta las oportunistas y se cree que brindan protección contra aumentos imprevistos de la inflación. Las estrategias “core” están más orientadas a los ingresos, mientras que las oportunistas se basan más en la revalorización del capital.
- Los enfoques tradicionales para definir clases de activos son fáciles de comunicar e implementar. Sin embargo, tienden a sobrestimar la diversificación de la cartera y oscurecen los principales factores de riesgo.
- Los factores de riesgo típicos que se aplican a las inversiones alternativas incluyen capital, tamaño, valor, liquidez, duración, inflación, margen crediticio y moneda. Una ventaja del enfoque del factor de riesgo es que todas las clases de activos pueden describirse utilizando el mismo marco.
- Los enfoques basados en factores de riesgo tienen ciertas limitaciones. Un marco con demasiados factores es difícil de administrar e interpretar, pero un conjunto demasiado pequeño de factores de riesgo puede no describir con precisión las características de las clases de activos alternativas. Las sensibilidades a los factores de riesgo son muy sensibles al período retrospectivo histórico.
- Los inversionistas deben considerar si tienen las habilidades, la experiencia y los recursos necesarios para construir un programa de inversión alternativo internamente. Los inversores sin un programa de gobernanza sólido tienen menos probabilidades de desarrollar un programa de inversión alternativa exitoso.
- La presentación de informes para fondos alternativos suele ser menos transparente de lo que están acostumbrados. La transparencia total a nivel de posición es poco común en muchas estrategias alternativas.
- Las técnicas de optimización, que incorporan el riesgo a la baja o tienen en cuenta el sesgo, pueden utilizarse para mejorar el proceso de asignación de activos.
- Se pueden aplicar enfoques basados en factores de riesgo para la asignación alternativa de activos para desarrollar propuestas de asignación de activos más sólidas.