

Sobre el perfil del inversor

Tapia, Gustavo N.

1. Introducción y elementos a considerar

El perfil del inversor es el conjunto de características derivadas de la personalidad, conocimiento del mercado, expectativas de rentabilidad esperada y riesgo asociado, experiencias anteriores y necesidades o motivos que originan la decisión de inversión, aspectos todos que condicionan su comportamiento y actitud, conduciéndolo a realizar un determinado tipo de inversiones.

Cada persona como potencial inversor debería conocer y aplicar su perfil. De la misma manera, los asesores financieros podrían brindar mejores consejos o sugerencias oportunas si conocen el perfil de los inversores.

Si no se conoce el perfil de inversor seguramente que no se fijarán adecuadamente los objetivos de la inversión y muy probablemente la ecuación utilidad esperada - riesgo estará en desequilibrio.

La determinación del perfil del inversor puede llevarse a cabo mediante la realización de una serie de preguntas, las cuales apuntan principalmente a dar una idea acerca de los objetivos de inversión y de la rentabilidad esperada, del horizonte de inversión y del grado de aversión al riesgo. El asesor deberá conocer todos estos aspectos que permiten armar el perfil del inversor, de manera de poder ofrecerle al mismo el mapa de inversiones disponibles en función a los objetivos de rentabilidad y riesgo que espera el individuo.

Según se puede observar en la web de la Comisión Nacional de Valores, se definen ciertos patrones que caracterizan a los inversores, agrupándolos en tres perfiles distintos:

Conservador: Se caracteriza por buscar inversiones que representen un crecimiento moderado, sin asumir riesgos importantes, priorizando tener una disponibilidad inmediata de sus inversiones y buscando minimizar la incidencia de las fluctuaciones del mercado.

Moderado: Se encuentra dispuesto a asumir ciertas oscilaciones en sus inversiones, esperando que en un mediano / largo plazo pueda obtener una mayor rentabilidad. Es un perfil intermedio, tratándose de personas que pueden tolerar cierto riesgo en sus inversiones a cambio de una mayor rentabilidad

Arriesgado: Se caracteriza por inversores cuyo objetivo principal es maximizar el rendimiento de su cartera, asumiendo para ello un alto componente de riesgo. Están dispuestos a mantener sus inversiones por períodos largos, sin asignarle una alta prioridad a la disponibilidad inmediata de sus activos.

Uno de los aspectos más particulares de las personas para la construcción del perfil es la denominada tolerancia al riesgo; para ello, habrá que evaluar la situación financiera actual del inversor, sus expectativas futuras de rentabilidad y conocer su mirada o inclinación frente al riesgo de modo de seleccionar activos o proyectos que favorezcan la tranquilidad y / o el hacerse cargo de la decisión tomada. Así entonces, definida la tolerancia al riesgo, se podrá establecer en forma preliminar hasta qué punto estará dispuesto a perder en la curva de pérdida

potencial, es decir que las decisiones serán programadas y no serán tomadas de forma irracional o en las que pesen los factores emocionales, (VG. mal vender activos, compras a precios elevados, desatender la alta volatilidad, etc.).

Supongamos dos personas ante la emisión de acciones de una nueva empresa, de la cual se estima habrá una rentabilidad esperada muy atractiva (mayor al 200%), pero ambos saben que los mercados son muy volátiles. La inversión mínima es de \$ 10.000. La persona A tiene ahorrado \$ 30.000, sin deudas y propietario de su vivienda. Por el contrario, la persona B tiene \$ 10.000 que tenía previsto destinar para firmar el boleto de compra de su primer departamento y sus gastos corrientes consumen casi todos sus ingresos. Sin dudar, podríamos decir que la percepción de riesgo para ambas personas es bien diferente.

Las siguientes preguntas posibilitarían descifrar la tolerancia al riesgo del inversor:

- * ¿Cómo clasificaría su conocimiento sobre las inversiones financieras?
- * ¿En qué porcentaje de sus ahorros destinaría a alternativas de inversión de renta variable?
- * Entre tres activos financieros con distintos niveles de rentabilidad y riesgo ¿con cuál se quedaría? A saber: A (10% renta vs 15% pérdida); B (20% vs 25%) y C (25% vs 30%)

1.1. Elementos que comprenden el perfil del inversor

a) Características derivadas de la personalidad

En general las encuestas apuntan a la edad del inversor: ¿en qué tramo de edad se encuentra? Menos de 35 años; entre 35 y 55 años; más de 55 años.

Las necesidades económicas de una persona de 25 años son muy diferentes de las de otra de 40 o de 65; a los 25 años, muy probablemente vivan aún con sus padres y no se supone un gran trastorno perder cierta cantidad de dinero en una inversión riesgosa. A los 45, con hijos estudiando, a lo mejor no se puede permitir el mismo riesgo. Una persona joven puede plantearse un plazo u horizonte para su inversión mucho más largo que otra madura, pensando que a la hora de la jubilación, dentro de 30 años, la bolsa me dé un rendimiento medio mayor al plazo fijo. Con 65 años, evidentemente, se prefieren inversiones de más corto plazo.

b) Conocimiento del mercado

Interrogantes del siguiente estilo, ayudan a conocer evaluar los conocimientos del mercado:

- * ¿Cuál es el conocimiento que Ud. tiene sobre inversiones?
- * ¿Tiene experiencia en inversiones en renta variable?

Sin conocimiento es más factible tomar decisiones erróneas.

Conocimiento bajo: recién se ha comenzado a aprender sobre inversiones y aún no se tiene la experiencia personal.

Conocimiento moderado: se está familiarizado con algunos tipos de inversión (plazo fijo, fondos de plazo fijo, bonos, otros).

Conocimiento alto: se comprende que existen distintas categorías de inversiones, con distintos niveles de riesgo y rentabilidad para cada uno de ellas, contando con experiencia personal en estas inversiones.

c) Expectativas de rentabilidad esperada y riesgo asociado

Debemos entender la regla: a mayor riesgo mayor rentabilidad y viceversa.

La actitud frente al riesgo puede determinarse de modo sencillo, respondiendo a preguntas tales como:

* ¿Estoy dispuesto a asumir pérdidas en mis inversiones? Si es así, ¿cuál es la cuantía máxima?

* ¿Quiero afrontar un mayor riesgo para obtener más rentabilidad?

Una respuesta negativa a ambas indicaría una clara aversión al riesgo y una preferencia por activos seguros (plazo fijo, bonos, letras). Una respuesta positiva señalaría una actitud más abierta frente al riesgo y un abanico más amplio de posibilidades (acciones, derivados, etc.).

¿Qué opción define mejor sus objetivos de inversión?

Protección del capital: la principal preocupación es la mayor seguridad posible de la inversión.

Crecimiento moderado: la finalidad es obtener un rendimiento moderado y estable y crecer sin grandes variaciones en el valor de la inversión.

Gran crecimiento: el objetivo es lograr el crecimiento de las inversiones en el mediano / largo plazo, aceptando variaciones en el valor de que se produzcan ocasionalmente en la inversión.

Crecimiento agresivo: se desea obtener el mayor rendimiento posible en el largo plazo, estando dispuesto el inversor a aceptar variaciones en el valor de la inversión.

d) Motivos que originan la decisión de inversión

* Preservación de capital con disponibilidad inmediata de los ahorros.

* Obtener una renta relativamente estable en el corto y mediano plazo.

* Maximizar el rendimiento en el mediano plazo aceptando oscilaciones frecuentes en el corto plazo.

* Crecimiento de capital en el largo plazo.

Entre las preguntas que podríamos hacer se encuentran, por ejemplo:

* ¿La principal meta financiera de la inversión es cubrir los gastos corrientes?

* Si se toman la totalidad de los ahorros, ¿qué proporción representa la inversión que se piensa realizar?

* ¿Por cuánto tiempo se cree que no necesitará recurrir a su dinero?

Las necesidades de liquidez también es un elemento de importancia en la consideración, en función de los compromisos asumidos y consumos futuros que se hayan planificado.

Diferentes entidades financieras y analistas de consultoría hacen completar a las personas inversoras un cuestionario para ayudar a determinar el perfil y sugerir una cartera de inversión.

1.2. Glosario

En el armado de carteras de inversión, es usual tener un glosario de términos que explicitan con precisión y síntesis el concepto de la inversión con otros aspectos asociados. Así por ejemplo podría elaborarse el siguiente glosario:

Acciones: Títulos que indican una participación en el capital de una empresa.

Activo: Bienes y derechos que tienen valor comercial o de cambio, como las propiedades, las acciones o los títulos de deuda.

Agente colocador: Entidad que tiene como finalidad la promoción y comercialización de productos de distintas instituciones.

Ahorro: Postergación del consumo en el presente para satisfacer necesidades en el futuro.

Bonos: Títulos que representan una deuda adquirida por un plazo determinado, por una empresa (título privado u obligación negociable) u organismo estatal (título público).

Capital: Patrimonio susceptible de producir una renta.

Comisión Nacional de Valores: Entidad oficial que regula y supervisa el funcionamiento del mercado de valores argentino.

Commodities: Productos estandarizados que se venden a granel con precios únicos, como el oro y el petróleo.

Cuotaparte: Título que indica la participación en el capital de un fondo común de inversión.

Disponibilidad: En una inversión, el tiempo en el que se puede retirar el dinero.

Diversificación: Distribución del riesgo entre diferentes opciones de inversión.

Dividendos: Parte de la ganancia de una empresa que es distribuida entre sus accionistas.

Fondos abiertos: Fondos en los que se puede ingresar y retirar el dinero en cualquier momento.

Fondos cerrados: Fondos cuyo cupo y plazo son limitados.

Inversión: Aplicación de fondos para generar rendimientos.

Know how: Conocimiento específico y práctico en un área o tema valorado por otros.

Portfolio manager: Administrador de cartera o portafolio de inversiones. Es el especialista que administra un fondo, decidiendo dónde y cómo invertir el dinero confiado por los inversores individuales a una institución.

Riesgo: Posibilidad de perder dinero o de no ganar lo que se espera en el momento de invertir.

Sociedad depositaria: Institución que custodia los activos de un fondo de inversión y controla el cumplimiento del reglamento de gestión del mismo.

Sociedad gerente: Institución que administra y promociona uno o varios fondos de inversión.

1.3. ¿Inversor o especulador?

Es común pensar que cuando se invierte dinero en el mercado de capitales se lo hace como un inversor y esta definición es utilizada de forma general para todos aquellos que compran acciones, bonos, títulos, etc. Ahora bien, en realidad la mayor parte de los que invierten en el mercado son más especuladores que inversores y parece ser que no quieren ni siquiera saberlo.

Como se expresó en el glosario, una inversión supone, luego del análisis, la promesa de

seguridad sobre el capital y un retorno satisfactorio. Si la operación no cumple con estos requisitos se presume puramente especulativa.

La regla primera de un "inversor inteligente" dice que éste no se embarcará en una operación que no comprende en detalle y de la cual no pueda justificar su rendimiento futuro en base al análisis realizado. Bajo este razonamiento, las inversiones se realizan de largo plazo y no se efectúan cambios en el portafolio a no ser que haya cambiado en ese lapso algunas de las condiciones intrínsecas o extrínsecas de la empresa o de la actividad elegida.

Los inversores inteligentes invierten con un importante margen de seguridad, pensado en el largo plazo, y cuando compran acciones manejan el siguiente ratio: las acciones de una empresa bien elegida puede triplicar sus ganancias y cuadruplicar su valor en el mercado, mientras que las malas elecciones sólo pueden perder una parte de su valor, aunque en algunos casos puede llegar a ser sustancial. Mientras que las ganancias deberían ser ilimitadas para las exitosas, las pérdidas deberían ser limitadas para las equivocaciones.

Distintos autores sostienen que un inversor tiene que tener presente los siguientes aspectos básicos para ser exitoso:

- * Inteligencia promedio o normal.
- * Información ordinaria.
- * Conceptos claros y, sobre todo, disciplina para actuar en consecuencia.
- * Recurrir al asesoramiento de gente capacitada, a quienes se le debe hacer las preguntas.

En cuanto a los especuladores, no tienen margen de error en sus inversiones o están en lo cierto o están equivocados, y ganan o pierden dinero al poco tiempo de realizada la operación. Por lo general tienen pensamiento binario.

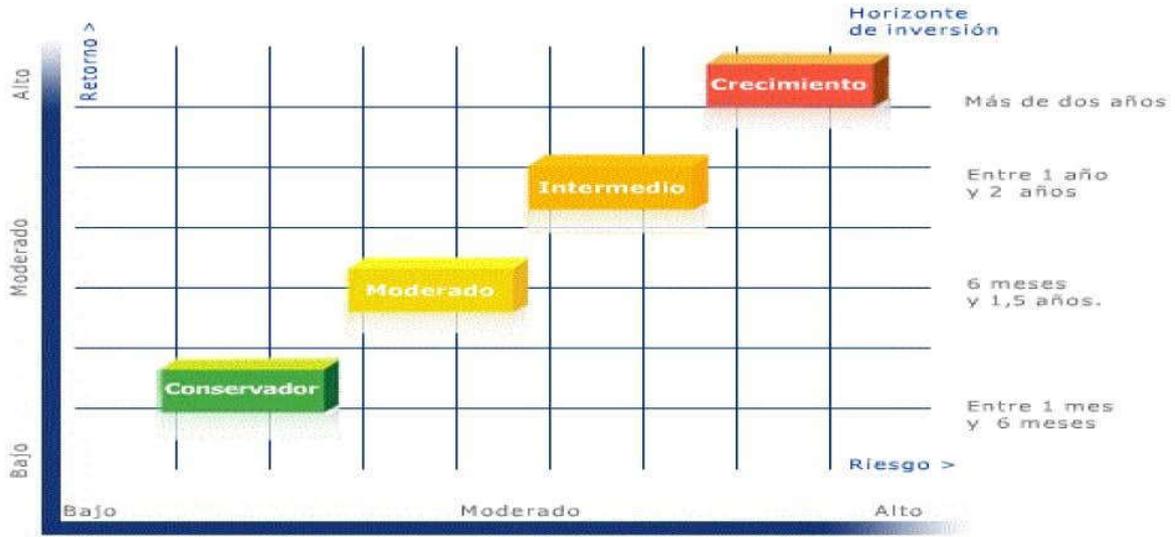
Se pueden identificar dos tipos de especuladores:

- * Los especuladores del trading general: buscan anticiparse y participar luego de los movimientos generales del mercado, siguiendo los índices generales (operando acciones, en distintos ETFs, etc.).

- * Los especuladores del trading selectivo: buscan seleccionar acciones de empresas individuales (picking up) con el afán de superar el rendimiento promedio del mercado.

En ambos casos, el tiempo de las operaciones puede variar desde un máximo digamos de un año hasta un mínimo de minutos (aquellos que operan intradiariamente con gran cantidad de operaciones son conocidos como scalpers), y el research llevado a cabo antes de invertir no tiene nada que ver con los fundamentals de la empresa sino que se aplican otras técnicas.

La elección entre ser un inversor inteligente o un especulador es más bien un tema de identificación personal y dependerá del tiempo, energía, disciplina y dominio de las emociones con las que cuente o pueda contar cada uno de nosotros. Por otro lado, el perder o ganar, mucho o poco dinero, en el corto, mediano o largo plazo, como inversor del mercado, incidirá en las decisiones de inversiones futuras que se planteen a posteriori.



En resumen, definir el perfil del inversor, saber si uno está dispuesto a asumir más o menos riesgo es el primer paso antes de adoptar cualquier decisión que afecte al patrimonio financiero. No hay que engañarse y forzar las respuestas sabiendo que adoptar una postura más o menos conservadora, supondrá lograr menos rentabilidad. Es verdad, pero no es menos cierto que en determinados momentos esa misma postura significará sufrir unas menores pérdidas.

Mencionamos que los factores más relevantes que determinan el perfil de inversión son: la rentabilidad esperada, el riesgo que se desea asumir, el horizonte temporal de la inversión y las necesidades de disponibilidad o liquidez. Si determinamos estos cuatro aspectos, será más fácil decidir qué productos financieros o combinación de ellos se adapta a nuestro perfil como inversores.

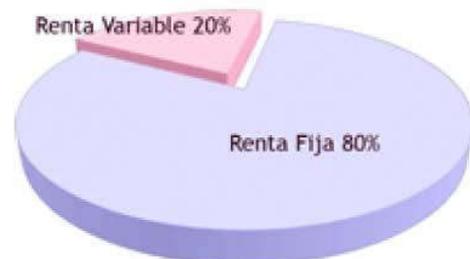


Perfil ultraconservador

Definir un perfil del inversor ayuda a la hora de determinar qué inversiones son las más adecuadas para cada persona y cada situación.

Los distintos tipos de perfiles de inversión dan una orientación sobre qué tipo de productos son los más adecuados en función de el riesgo que pueda (y sobre todo que quiera) asumir cada persona.

Es importante tener en cuenta dos principios básicos que están detrás de cualquier tipo de clasificación del perfil. El primero supone que el riesgo y el rendimiento están relacionados. Está demostrado que la rentabilidad de los productos menos arriesgados como la renta fija es menor que la de los productos de renta variable.



Perfil conservador

Múltiples series históricas aplicadas a distintos mercados en determinados periodos de tiempo apoyan esta teoría.



Perfil moderado

Lo segundo a tener en cuenta es que el riesgo de la inversión en renta variable, es menor cuanto mayor sea el periodo que se mantenga la inversión. Se trata de una estrategia que algunos economistas denominan como "estrategia de comprar y mantener".

La actitud hacia el riesgo es un factor clave a la hora de definir el perfil del inversor. Se basa en una filosofía tan simple como que "el que no arriesga no gana". Sin embargo, no todo el mundo está dispuesto a arriesgar lo mismo. Se trata de un factor que tiene un gran condimento psicológico y que requiere de una evaluación específica.

Depende única y exclusivamente de cada individuo y, paradójicamente, se resume en algo tan sencillo como que el porcentaje adecuado de inversión en renta variable es aquel que nos permite estar tranquilos. Es un aspecto fundamental de cualquier plan financiero y sólo uno mismo puede evaluar su actitud hacia el riesgo.



Perfil dinámico

Sin embargo hay que saber diferenciar la capacidad hacia el riesgo de la capacidad de riesgo, que también es algo fundamental a la hora de definir este perfil.

2. Riesgo y diversificación

El riesgo de un activo o de una cartera es la incertidumbre sobre su valor futuro, lo que implica variaciones en cuanto a los resultados esperados. Cuanto mayor sea este desconocimiento, más riesgo presentará la inversión. Así, un activo seguro será aquél cuya evolución futura es perfectamente conocida.

2.1. Preguntas básicas

¿Existen activos 100% seguros?

En la práctica, no:

- * incluso la compra de deuda pública de un estado calificado como AAA (máxima calificación) por las agencias de rating está sujeta a un cierto riesgo de impago (aunque mínimo en este caso).

- * si además no se mantiene hasta su vencimiento, podrían sufrirse pérdidas u obtenerse beneficios como consecuencia de variaciones en los tipos de interés. Por ejemplo, compro un bono del estado por 100 pesos al 5,5% en enero. El 31 de marzo los tipos de interés suben un

punto, hasta el 6,5%. Ya nadie quiere mis bonos; para venderlos, lo tendré que hacer por debajo de 100 pesos. Sin embargo, si espero hasta el final del bono, los 10 años, el estado me dará todos los años 5,5 pesos, y al final de los 10 años, el capital de 100 pesos.

* finalmente, puesto que la inflación futura no se conoce, la rentabilidad real de la inversión, es decir, qué bienes se pueden comprar con los beneficios de la misma, es una incógnita.

¿Por qué afrontamos riesgos a la hora de invertir?

Los inversores presentan por lo general aversión al riesgo, es decir, se prefiere la certeza a la incertidumbre. Por ello exigimos una compensación en términos de rentabilidad por la compra de activos arriesgados. Asumimos riesgos porque esperamos obtener una rentabilidad mayor que invirtiendo en activos seguros.

¿Cómo podemos medir el riesgo?

La medida empleada habitualmente para evaluar el riesgo total es la desviación típica o volatilidad de los rendimientos.

¿Qué nos indica la volatilidad?

La volatilidad nos informa sobre la magnitud media de las fluctuaciones de la rentabilidad en torno al valor esperado de ésta y, por tanto, sobre la incertidumbre que existe sobre si se alcanzará o no dicho rendimiento. En otras palabras, la volatilidad mide si un valor cuando sube lo hace un 50% en un día, o un 10% (y cuando baja lo mismo).

Una volatilidad baja señala que la oscilación de los rendimientos es escasa, y la cartera relativamente segura, mientras que una volatilidad elevada se corresponde con un riesgo mayor.

La desviación típica proporciona una medida global e intuitiva del riesgo, y por ello puede emplearse para comparar distintas inversiones, independientemente de su heterogeneidad (peras y manzanas, siderurgia y high-tech).

2.2. Diversificación: una herramienta para reducir el riesgo

La intuición ya nos avisa que repartir reduce el riesgo. Somos conscientes de que concentrar todos nuestros fondos en una única inversión (poner todos los huevos en la misma canasta) es arriesgado. Se obtendrá un rendimiento alto si ésta evoluciona a nuestro favor, pero nos causará pérdidas considerables si las cosas no resultan como esperábamos. Por ello, es usual repartir el dinero en varias inversiones. Repartir es diversificar y reduce el riesgo de manera significativa (esto luego la volatilidad lo confirmará).

La desviación típica, como medida de riesgo, debería reflejar este fenómeno intuitivo. Efectivamente, la volatilidad de la inversión en activos tomados individualmente es mayor que la de la inversión en todos ellos conjuntamente.

El rendimiento esperado, en cambio, no se ve reducido por la diversificación, como ocurre con el riesgo. La clave está en la correlación de los activos que componen la cartera.

¿Cuál es la explicación para el menor riesgo que obtenemos diversificando?

Los activos no evolucionan todos por igual: mientras que algunos suben, otros pueden estar bajando o mantenerse estables. Así, las fluctuaciones de unos se pueden compensar con las de

otros, dando un resultado global más estable.

La correlación es un indicador de la evolución conjunta de dos variables, cuyo valor oscila entre 1 (ambas evolucionan paralelamente) y -1 (los movimientos de una de ellas son contrarios a los de la otra). Cuanto más próxima a 1 esté, menor será la reducción del riesgo que se alcanza mediante la diversificación.

La máxima diversificación se alcanza con una correlación de -1, porque las fluctuaciones de un activo compensarían exactamente a las del otro, pero en la práctica las correlaciones no suelen ser ni siquiera negativas. Esto no impide alcanzar un grado razonable de reducción del riesgo.

2.3. Tipos de riesgo de una inversión

La diversificación, aunque muy útil y sin duda recomendable para reducir la incertidumbre de los rendimientos, no obra milagros: siempre persiste un cierto riesgo del que no podremos deshacernos aunque repartamos nuestra inversión entre todos los activos disponibles.

Esta persistencia permite descomponer el riesgo total asociado a una inversión en dos elementos:

- * riesgo no sistemático o idiosincrásico: está causado por factores de cada activo y se puede eliminar parcial o totalmente mediante diversificación.

- * riesgo sistemático: está asociado a factores de la economía que afectan a todos los activos, y no puede diversificarse.

¿Cómo se miden?

De manera preliminar, podemos cuantificar el riesgo sistemático mediante la desviación típica de una cartera convenientemente diversificada, puesto que añadir nuevos activos no reduce la volatilidad de la misma. El riesgo idiosincrásico resulta más complicado de medir y sólo puede aproximarse comparando la volatilidad del activo aisladamente con la de una cartera diversificada que lo contenga: la diferencia entre ambas nos servirá de indicador de riesgo no sistemático.

Por ejemplo, algunos factores de riesgo no sistemático de las acciones de un banco pueden ser un cambio en el equipo directivo, la adquisición de algún rival o la publicación de información no esperada sobre alguna área de negocio; los factores de riesgo sistemático incluirían la evolución de los tipos de interés o del tipo de cambio, la marcha del P.I.B. o un nuevo gobierno.

¿Tienen todas las inversiones el mismo riesgo sistemático?

No. Aunque el riesgo sistemático afecta a todos los activos disponibles para invertir en una economía, no lo hará de manera idéntica en todos los casos:

- * Renta variable. Para la renta variable, características como el sector en el que se encuadra la empresa que emite los títulos, su estructura financiera o su presencia internacional determinarán el efecto que cambios en variables como los tipos de interés tendrá en el valor de sus acciones.

- * Renta fija. Para la renta fija ocurre lo mismo, aunque en este caso los tipos de interés juegan un papel predominante, por la propia naturaleza de estos activos financieros. Las

características del emisor (sector, calificación crediticia) tienen efectos que pueden considerarse de segundo orden en la mayoría de las ocasiones.

¿Debe remunerarse el riesgo idiosincrásico?

El rendimiento medio de una inversión no cambia si la consideramos aisladamente o dentro de una cartera diversificada. Sin embargo, hemos visto que su riesgo se ha reducido. Puesto que los inversores exigen una compensación en forma de mayor rentabilidad de las inversiones más arriesgadas, ¿debe esperarse un rendimiento mayor de la inversión en títulos aislados que de la inversión en carteras? En general no, puesto que la diversificación está al alcance de todos nosotros y elimina fácilmente el riesgo idiosincrásico, éste no debe ser compensado con una mayor rentabilidad, cosa por otra parte muy poco factible, pues obligaría al mercado a distinguir a los inversores que sólo poseen un activo financiero de los que poseen varios.

Si hubiera imperfecciones en el mercado o restricciones legales a la inversión y no pudiéramos realizar una diversificación eficiente deberíamos obtener una rentabilidad adicional, destinada a compensar el riesgo no sistemático que soportamos. Por ejemplo, si alguien me vendiera un activo bajo la condición de que sólo tuviera ese activo.

2.4. El riesgo sistemático (o del mercado) y la rentabilidad de la inversión

Puesto que el riesgo idiosincrásico no proporciona ningún rendimiento al inversor, la rentabilidad de los activos arriesgados nos compensa exclusivamente por asumir riesgo sistemático. ¿Cómo medimos el riesgo sistemático de activos individuales?

Por otro lado, no todas las carteras presentan el mismo nivel de este riesgo. Según su composición, las habrá más y menos volátiles. ¿Puede determinarse entonces qué rentabilidad le corresponde a cada una, de acuerdo con el riesgo que implica? Necesitamos una referencia que permita relacionar rentabilidad esperada de la inversión y riesgo sistemático de ésta. ¿Cómo podemos elegirla?

Este concepto sólo tiene sentido si los añadimos a una cartera diversificada, puesto que en caso contrario asumimos su riesgo total, no sólo el sistemático.

Añadir un activo a una cartera diversificada cambiará el riesgo sistemático de ésta, aumentándolo o reduciéndolo según las características del mismo y su relación con los demás componentes. En realidad, es este cambio del riesgo de nuestra cartera el único que debe importarnos, puesto que sólo deberíamos exigir rendimiento a nuestra inversión de acuerdo con él.

En este contexto se ha desarrollado una medida del riesgo que tiene cada activo individual cuando se añade a una cartera diversificada: la beta, que se calcula según la siguiente expresión:

$$\beta = \frac{\text{COV}(r_P, r_R)}{\text{var}(r_R)}$$

La beta de la cartera de referencia es la unidad, por lo que un activo con una beta de 1 tendrá el mismo riesgo sistemático que aquélla; un activo con una beta superior a 1 tendrá un riesgo mayor; y otro con beta menor que 1, inferior. Así, analizar cómo cambiará el riesgo de nuestra cartera al añadir un activo nuevo resulta sencillo: basta con comparar su beta con la de la cartera que se posee.

Sin embargo, es necesario unificar la cartera de referencia, de modo que podamos comparar de manera homogénea las betas. Para ello se define la cartera de mercado.

2.5. La cartera de mercado

El conjunto de todas las inversiones disponibles en una economía, denominado cartera de mercado, puede ser la referencia que necesitamos para relacionar rendimiento esperado y riesgo, pues:

- * ha alcanzado la máxima diversificación posible, por lo que puede contemplarse como un indicador de riesgo sistemático puro;

- * su rentabilidad se tomará como indicador de la remuneración que el riesgo tiene en esa economía;

- * comparando el nivel de riesgo sistemático de las restantes inversiones con el de la cartera de mercado podremos estimar los rendimientos que debemos esperar de éstas.

Aunque lo anterior puede parecer muy sencillo, su aplicación práctica ha ocupado a un gran número de académicos durante más de cuatro décadas, sin que se haya podido obtener una relación estable y universalmente aceptada entre la rentabilidad y el riesgo sistemático.

2.6. Estilos de gestión en la conformación de una cartera

a) Gestión pasiva

En sentido estricto, la gestión pasiva consiste en determinar la composición de una cartera en el momento de constituir la, sin que posteriormente se tome ninguna decisión para alterar esta composición inicial. El término se emplea actualmente para describir un tipo de gestión por el que se elige una referencia para la cartera en el momento de su constitución y se replica la composición de aquélla en cada momento del tiempo. La referencia suele ser habitualmente un índice representativo de un mercado determinado y así se habla de fondos o carteras indicados.

La elección de este estilo de gestión se apoya fundamentalmente en los estudios sobre la eficiencia de los mercados y sus consecuencias en los rendimientos de las carteras, aunque hay razones adicionales que lo justifican:

Eficiencia de los mercados

Si los mercados de valores son eficientes, no se podrán obtener de manera sistemática rendimientos superiores a los del mercado en su conjunto. Períodos en los que se supere la rentabilidad de la cartera de mercado podrán ser seguidos por otros en los que ésta no se alcance. Puesto que el rendimiento que debemos esperar de una cartera correctamente gestionada durante un horizonte relativamente largo es el del mercado, realizar estrategias distintas no nos proporcionará beneficios significativos, pero sí correremos el riesgo de no

alcanzar ni siquiera dicho rendimiento. De ese modo, lo menos arriesgado es replicar la cartera de mercado desde el principio:

* En el largo plazo todo revierte a la media.

* Estadísticamente, se demuestra que mucho más del 50% de los gestores de fondos, en el medio plazo, no baten al mercado.

Minimizar gastos de intermediación

Muy relacionado con el argumento anterior, cualquier gestión que implique reajustar periódicamente la cartera ante cambios en nuestras expectativas o en la evolución del mercado lleva aparejados unos gastos como consecuencia de las comisiones de los intermediarios financieros. Si, en cualquier caso, no vamos a obtener un rendimiento superior realizando estas operaciones, el gasto en comisiones debe ser reducido al mínimo.

Facilitar la toma y la cobertura de riesgos

Puesto que los productos derivados más líquidos son aquellos que se negocian sobre determinadas referencias de los mercados, resultará más sencillo cubrir los riesgos de la cartera si ésta se ajusta a la composición de los índices. Igualmente, tomar posiciones en el mercado podrá hacerse fácil y eficientemente empleando estos mismos derivados.

b) Gestión activa

La gestión activa consiste en ajustar en cada momento la composición de la cartera a las expectativas que tenga el gestor sobre la evolución del mercado en su conjunto y de valores determinados, de modo que, de realizarse éstas, se obtengan resultados positivos.

La elección de este estilo de gestión se apoya fundamentalmente en los estudios sobre la eficiencia de los mercados y sus consecuencias en los rendimientos de las carteras, aunque hay razones adicionales que lo justifican.

La única fundamentación válida para este estilo de gestión es la obtención sistemática de rendimientos superiores -batir al mercado- a los de la referencia más indicada para la comparación. Al igual que hay numerosos estudios académicos que afirman la eficiencia de los mercados en distintas modalidades, también están documentados casos de profesionales y de estrategias de inversión que obtienen rendimientos sistemáticamente mayores que los de las referencias. Además, es necesario tener presente que la gestión activa resulta más arriesgada, puesto que existe la incertidumbre sobre si se logrará batir al mercado o, por el contrario, no se alcanzará el rendimiento de éste. Con esta perspectiva, la obtención de rendimientos superiores no hace sino remunerar este riesgo adicional.

2.7. Rentabilidad y riesgo de una cartera

¿Por qué debemos medir la rentabilidad y el riesgo?

La rentabilidad es una medida vital, pero incompleta. Aunque la rentabilidad obtenida por una inversión es sin duda el **indicador financiero** fundamental de su éxito, tanto desde el punto de vista del objetivo del inversor como a la hora de compararla con sus posibles alternativas, se trata de una medida incompleta. Por ejemplo, si una cartera que invierte en renta fija y otra que lo hace en renta variable obtienen el mismo rendimiento, no podemos deducir de ello que ambas sean igualmente convenientes. Es necesario disponer de medidas

adicionales que permitan comparar los resultados de distintas carteras, y para ello debe proporcionarse algún indicador del riesgo de las mismas.

Una vez tomada la decisión, nuestro único objetivo es obtener la máxima rentabilidad. Antes, a la hora de evaluar distintas alternativas de inversión y/o decidir si confiamos en una determinada institución o profesional para que gestione nuestra cartera, estaríamos ignorando una información muy valiosa si no considerásemos alguna medida de riesgo.

¿Para qué sirven las medidas de rentabilidad / riesgo?

Facilitan las comparaciones entre distintas inversiones porque sintetizan en un indicador las dos variables claves mencionadas anteriormente. Así, se emplean medidas relativas que proporcionan el rendimiento por unidad de riesgo total o que ajustan la rentabilidad de la cartera a un nivel de riesgo total de referencia.

¿Qué son los benchmarks?

La información que proporciona la desviación típica sobre el riesgo de una cartera puede completarse empleando medidas más específicas, que permitan relacionar el comportamiento de la cartera con el de una referencia o benchmark.

La definición de un benchmark para una cartera tiene como objetivo proporcionar un indicador de su evolución y de la calidad de la gestión realizada, por lo que debe elegirse de modo que sea representativo. Una comparación detallada entre el comportamiento del benchmark y el de la cartera permitirá determinar la calidad de los distintos componentes de los resultados obtenidos por ésta, como el market timing.

2.8. Medidas de riesgo relativas al benchmark

Una medida del riesgo de una cartera relativo a su benchmark es la beta, que indica los movimientos de aquélla en función de las fluctuaciones de éste. Una cartera con una beta superior a 1 amplificará las oscilaciones del mercado, por lo que su riesgo será mayor que el de éste; en cambio, una beta menor que 1 señala una cartera conservadora, con movimientos de menor magnitud que los del benchmark. Teóricamente pueden darse betas negativas, que indicarían que la cartera se mueve de forma opuesta al mercado, pero son valores extremadamente raros en la práctica.

Debido a su motivación teórica, la beta resulta más apropiada como medida de riesgo para carteras de renta variable y / o mixtas que para carteras de renta fija. En cualquier caso, para disponer de una estimación del riesgo total debe complementarse la información proporcionada por la beta con la desviación típica.

A la hora de emplear la beta como medida de riesgo para carteras de renta variable debe tenerse en cuenta que es especialmente adecuada para carteras diversificadas, ya que no mide el riesgo conjunto (como hace la desviación típica), sino sólo el riesgo sistemático o de mercado. Por ejemplo, una cartera concentrada en dos valores del sector de construcción no debe ser evaluada según su beta, pues su componente de riesgo específico es muy elevado y se obtendrían conclusiones erróneas acerca de su comportamiento. En este caso, debería redefinirse el benchmark, de modo que en lugar del mercado se eligiera un índice sectorial o emplear solamente la desviación típica.

¿Cómo elegir el benchmark adecuado?

La elección del benchmark viene en general dada por la composición de la cartera, que condicionará de manera casi total cuál es la referencia apropiada para seguir su evolución y formar expectativas sobre su comportamiento futuro.

Para cuantificar la proximidad entre la cartera y el benchmark elegido se emplea el tracking error, que mide la desviación entre ambos. Un tracking error elevado denota una evolución alejada de la del benchmark, por lo que debe tenerse cierta cautela a la hora de realizar comparaciones entre éste y la cartera. En cambio, un tracking error bajo indica que el benchmark elegido resulta muy representativo del comportamiento de la cartera.

3. Finalmente

Sobre la base de lo expresado en los puntos anteriores, podrían hacerse las siguientes preguntas:

- * ¿Dónde estoy? (situación financiera actual)
- * ¿A dónde quiero ir? (sus objetivos financieros)
- * ¿De cuánto tiempo dispongo para llegar? (su horizonte temporal)
- * ¿Qué nivel de riesgo estoy dispuesto a asumir en el camino? (su personalidad y tolerancia al riesgo)
- * ¿Quiero viajar solo o prefiero que me lleven? (sus conocimientos financieros y tiempo de dedicación)

A la hora de adoptar una estrategia de inversión, lo primero a tener en cuenta es el perfil del inversor. Posteriormente, se analizarán posibilidades y evitar los riesgos relativos a volatilidades, tipos de cambios, de interés, etc. De este modo se optimizarán el tiempo y la energía en la búsqueda de potenciales socios o inversores.

Existen una serie de premisas (sugerencias) que pueden conformar una suerte de decálogo del inversor, a fin de que este los tome en cuenta al momento de decidir sobre la propuesta:

- * Optimizar la distribución de los activos.
- * Correr riesgos calculados.
- * Diversificar.
- * Pensar y actuar con paciencia.
- * No estar pendientes de las variaciones diarias del mercado.
- * No imitar a la multitud.
- * Comprar a precios bajos.
- * Considerar la inversiones globales (invertir también en el extranjero).
- * Mantener la perspectiva.
- * Tomar préstamos con responsabilidad.
- * Llevar adelante las acciones previamente planificadas.
- * Ser ordenado y pensar en la descendencia.

Fuentes consultadas

- * Ariganello Claudio y Tapia Gustavo. Valuación de Bonos. Ed. Nueva Técnica. 2000. Buenos Aires.
- * Brealey R.; Myers S y Allen M. Principios de Finanzas Corporativas; Ed. McGraw Hill-Interamericana. Madrid. 2006.
- * Casparri M.T., Bernardello A., Tapia G. y otros colaboradores. Administración financiera utilizando Excel MS. 2006. Ed. Omicrón. Buenos Aires.
- * Gitman Lawrence. Principios de Administración Financiera. Ed. Pearson. 2007. México.
- * Kanheman - Tversky. Psicología de la decisión: Alternativas, valores y marcos de referencia. Escritos FCE UBA. Buenos Aires.
- * Ross, Westerfield, Jordan. Fundamentos de finanzas corporativas. Ed. Mc Graw Hill. 2000. México.
- * Weston J.F. -Copeland T.E. Finanzas en Administración. Ed. McGraw Hill. 1992. México.