

La asignación de activos en portafolios diversificados internacionalmente

Rodríguez Grado, Ángel

Recibido: 02/12/2008 • Revisado: 15/01/2009
Aceptado: 20/01/2009

Resumen >>

El propósito del presente trabajo de investigación, es analizar la importancia que tiene la asignación de activos en el proceso de inversión en portafolios diversificados internacionalmente; se describen brevemente la estructura del mercado financiero internacional, el proceso de la diversificación internacional y las pautas a seguir para la adecuada diversificación de un portafolio. La metodología a seguir atendiendo al objetivo de la investigación, se relaciona con la investigación documental, la información recopilada procede de fuentes bibliográficas tanto del área de las inversiones, como de las finanzas internacionales. La asignación de activos abarca dos conceptos básicos, el primero, la combinación de diferentes activos, y en segundo lugar, la forma en que esa combinación varía a lo largo del tiempo, como respuesta a los cambios en la economía. La compensación entre riesgo y rendimiento es un factor crítico en la asignación de activos en un portafolio de activos. La teoría moderna del portafolio, sugiere que los inversionistas no desearán exponerse a unos riesgos que pueden evitarse por medio de la diversificación. Entre las conclusiones destacan que la decisión más importante que debe tomarse con respecto a la conformación de un portafolio de inversión, es la de asignación de activos, la cual se refiere a qué clase de activos se deben incluir en el portafolio y en qué proporciones a fin de lograr un rendimiento esperado acorde con las preferencias del inversionista. La gestión internacional de portafolios es una extensión de la asignación de activos, en la que se aprovechan las posibilidades de inversión que ofrecen los mercados financieros internacionales

Palabras clave: asignación de activos, diversificación internacional, portafolio, riesgo, rendimiento

Abstract

THE ALLOCATION OF ASSETS IN INTERNATIONALLY DIVERSIFIED PORTFOLIOS

The purpose of this research is to analyze the importance of asset allocation in the process of investing in internationally diversified portfolios, describes briefly the structure of international financial market, the process of international diversification and patterns to follow for well-diversified portfolio. The methodology to continue to meet the target of the investigation relates to documentary research, information gathered from sources both bibliographic investment area, such as international finance. Asset allocation involves two basic concepts, the first, the combination of different assets, and secondly, how this combination varies over time in response to changes in the economy. The trade-off between risk and return is a critical factor in the allocation of assets in a portfolio of assets. Modern portfolio theory suggests that investors do not want to expose themselves to risks that can be avoided through diversification. Among the findings highlight that the most important decision to be taken regarding the establishment of an investment portfolio is the asset allocation, which refers to what kind of assets should be included in the portfolio and in what proportions achieve an expected return commensurate with the preferences of the investor. The international management of portfolios is an extension of asset allocation, which taking advantage of investment opportunities offered by international financial markets

Keywords: asset allocation, international diversification, portfolio risk, performance

* Lic. en Ciencias y Artes Militares. Mención Administración. (AMV). Maestría en Economía (ULA). Maestría en Gerencia Empresarial (UFT). Asesor de Inversión autorizado por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Profesor investigador del CIDE, acreditado en el PPI. Coordinador de la Mención Finanzas de la Maestría en Administración. Director de Finanzas de la ULA E-mail: argrados@hotmail.com.

1. Introducción

En años recientes, producto de la globalización, los mercados financieros se han integrado, permitiendo que los inversionistas con un portafolio diversificado internacionalmente puedan beneficiarse de una mayor rentabilidad y/o menor riesgo que con sólo un portafolio doméstico, esto se debe, principalmente, a la existencia de un mayor conjunto de oportunidades de inversión. Motivados por la aversión al riesgo, los inversionistas estarán dispuestos a intercambiar un rendimiento esperado más bajo por un menor riesgo. En la teoría moderna del portafolio, una proposición bien establecida afirma que siempre que exista correlación imperfecta entre los rendimientos de los activos, el riesgo se verá reducido, si se opta por mantener sólo una porción de la riqueza en cualquier activo.

Casi todos los inversionistas concuerdan en que los activos son más seguros cuando están diversificados. Sin embargo, el aspecto geográfico juega un papel importante en el nivel de diversificación de las carteras de valores. Por ejemplo, un inversionista venezolano tendrá más conocimiento sobre las empresas venezolanas y un inversor de los Estados Unidos, lo tendrá sobre las empresas norteamericanas, por lo cual será más probable que inviertan en ellas, antes que en empresas de otros países. Incluso entre los inversionistas institucionales, existe un amplio desacuerdo sobre el ratio ideal que deben ocupar las acciones del propio país en una cartera de valores.

¿Hasta qué punto debería diversificarse una cartera de valores a nivel internacional? No existe consenso en el mercado y las opiniones son muy

variadas, pero la cuestión de la diversificación se inicia con el hecho de que los inversionistas se ven obligados a tomar decisiones en un entorno de alta incertidumbre. Puesto que resulta imposible conocer el rendimiento futuro, los inversionistas conocedores de la Teoría Moderna del Portafolio, analizarán la incertidumbre especificando las distribuciones de probabilidad.

Estas distribuciones que reflejan el punto de vista subjetivo de un inversionista, describen los valores y las variables previstas del rendimiento, pero también las correlaciones entre los diferentes activos. Una forma de generar estas distribuciones es calcularlas utilizando datos históricos y considerando de alguna manera que el futuro será igual al pasado.

Los académicos han dedicado un gran esfuerzo hacia el estudio de la diversificación internacional en los últimos años. El crecimiento de la inversión en el portafolio internacional registrado en los últimos años, refleja la globalización de los mercados financieros. Eun y Resnick (2007) señalan que en un principio el impulso provino de los gobiernos de países desarrollados al empezar a desregular los mercados cambiarios y de capitales a fines de la década de 1970. Por ejemplo, en 1979 el Reino Unido desmanteló el sistema de primas por inversión en dólares; Japón por su parte liberalizó el mercado cambiario en 1980, de esta forma se permitió por primera vez a sus residentes invertir libremente en valores extranjeros. Hasta algunos países en vías de desarrollo como Brasil, India, Corea y México tomaron medidas a fin de permitir a los extranjeros participar en sus mercados de capitales, con el ofrecimiento de fondos del país o con la cotización directa de sus

acciones en las bolsas mundiales. Además, los avances recientes en las telecomunicaciones y la tecnología de la computación favorecieron a la globalización de las inversiones al facilitar las transacciones y una rápida difusión de información entre los países.

El principal objetivo de este trabajo, es el de analizar la importancia que tiene la asignación de activos en el proceso de inversión en portafolios diversificados internacionalmente, destacando el hecho, de que los precios de los activos en diferentes naciones no se mueven juntos por mucho tiempo. De esta premisa, se infiere que es posible obtener ciertos retornos sobre la inversión con un menor riesgo, cuando ésta se diversifica no a nivel nacional, sino global. En este sentido, la asignación de activos juega un rol fundamental, dado que debe atender a la pregunta, ¿qué activos seleccionar?, tomando en cuenta la gran cantidad de instrumentos financieros existentes en el sistema financiero internacional. Esto por supuesto, va a depender de una metodología, que establezca de manera sistemática la forma adecuada de construir y gestionar el portafolio, acorde con los objetivos del potencial inversionista.

Solnik (1993) señala que la estrategia de inversión internacional más consistente y tradicional, es la de decidir primero acerca de la asignación de activos internacionales. Dicha asignación desglosa un portafolio en clase de activos (depósitos a corto plazo, obligaciones, acciones, bienes) y en país o moneda de inversión (dólares estadounidenses, libras esterlinas, francos franceses). La distribución resultante puede utilizarse para formar una matriz de monedas y clases de activos. Se puede distribuir el 10% del valor de una cartera típica en acciones japonesas, 5% en bonos en marcos alemanes, etc. Se selecciona a las acciones y

bonos usando las diversas técnicas de inversión existentes. Una vez que se ha estructurado el portafolio, debe gestionarse de acuerdo con cambios en las expectativas, teniendo a su vez, especial atención del entorno económico global, el cual podría resumirse, en el resultado de las variables macroeconómicas.

Es muy pertinente considerar que otra variable asociada con la inversión internacional, la conforma la actual crisis financiera global, que ha originado la caída de las principales bolsas a nivel mundial, lo cual a su vez ha causado fuertes contracciones en las diferentes economías del mundo. La magnitud de esta crisis global, ha llevado a muchos responsables de políticas, reguladores, y participantes de los mercados financieros internacionales a declarar una “crisis del capitalismo global” y a solicitar reformas en la arquitectura financiera internacional. La actual crisis crediticia ha aumentado la urgencia del debate acerca de rediseñar las reglas del juego para los mercados de capitales globales. La percepción actual de la mayoría de los agentes económicos, es que tanto la gestión de riesgos, como la regulación, no se han adaptado a la creciente innovación del sistema financiero mundial, en consecuencia, surge la imperiosa necesidad, de que los marcos regulatorios e instituciones existentes se actualicen a la par con la globalización.

El presente trabajo está estructurado de la siguiente manera: introducción, donde se plantea de manera sucinta, lo atinente a la diversificación internacional y los objetivos de la investigación. El marco teórico, el cual aborda algunos elementos conceptuales relacionados con la temática objeto de estudio, luego se detallan los pasos a seguir en el proceso de toma de decisiones de inversión de

un portafolio diversificado internacionalmente, posteriormente, se desarrolla lo relacionado a la asignación de activos y a la valoración de la gestión del portafolio y, por último, se exponen las conclusiones.

1.1 Objetivo general

Analizar la importancia de la asignación de activos en portafolios diversificados internacionalmente.

1.2 Objetivos específicos

- Describir la estructura del mercado financiero internacional.
- Precisar las características de la inversión en el portafolio internacional.
- Explicar los pasos que conforman el proceso de toma de decisiones de inversión en portafolios diversificados internacionalmente.
- Indicar las pautas para la adecuada diversificación de un portafolio internacional.

2. Marco teórico

2.1 Definición del mercado financiero internacional

En un sentido amplio, Otis (2005) señala que las operaciones del mercado financiero internacional, incluyen toda transferencia directa o indirecta de recursos financieros entre dos o más países. Entre los casos de transferencias de recursos cabe citar los siguientes:

- Financiamientos obtenidos en los mercados internacionales en forma de emisión de títulos valores. Así, una empresa alemana obtiene fondos con una emisión de bonos colocados en Japón.
- Transferencias de depósitos por empresas o personas a bancos fuera de su domicilio en

una moneda diferente a la moneda de curso del depositante. Sería el caso de una empresa venezolana que hace un depósito en dólares en Nueva York.

- Inversiones de portafolio hechas en el mercado internacional, un ejemplo, un fondo mutual estadounidense compra acciones en la Bolsa de Valores de Caracas.

2.2 Estructura del mercado financiero internacional.

El mercado financiero internacional, según Otis (2005), está formado por proveedores y tomadores de fondos. Proveedores de fondos son bancos e instituciones financieras que otorgan créditos a corto, mediano y largo plazo a entidades nacionales e internacionales. En esta categoría se encuentran también los bancos centrales, los individuos y las compañías multinacionales. Los tomadores de fondos están constituidos por empresas, instituciones financieras y entes públicos, así como por los bancos comerciales. Entre dichos proveedores se encuentran:

- Instituciones gubernamentales de financiamiento a la exportación.
- La banca comercial internacional.
- Los bancos centrales.
- Personas naturales.
- El mercado de capital internacional.

Entre los tomadores de fondos cabe destacar:

- Entes públicos.
- Sector privado internacional y la banca comercial interna.
- Las empresas multinacionales.
- Agencias financieras internacionales.
- La banca comercial internacional.
- Inversionistas internacionales.
- Participantes de los mercados derivados.

2.3 La inversión en el portafolio internacional

La literatura sobre gestión de carteras internacionales, específicamente Solnik (1993), ha resaltado que la teoría con más seguidores ha sido la del mercado eficiente, desarrollada en los años sesenta del siglo pasado, y aún vigente. Bajo esta teoría, al invertir en portafolios que repliquen índices bursátiles se obtendrá una rentabilidad similar a la media del mercado; por ello, la aplicación del modelo de equilibrio de activos financieros, que ha sido contrastado en forma empírica en múltiples oportunidades, sigue vigente en la actualidad, considerando que, a veces, existen oportunidades temporales de arbitraje.

La causa de estas posibilidades de arbitraje puede venir dada por la tardanza en la valoración correcta de un nuevo instrumento financiero o por la distinta fuerza con la que se descuenta una noticia entre los inversores, pudiendo reaccionar éstos de forma incluso opuesta. Surgen, por tanto, conductas no homogéneas frente al riesgo. Los especialistas en el análisis de estas actitudes no buscan anomalías en el mercado eficiente, sino pautas de actuación dentro de un caos aparente.

En los años ochenta se constató que los mercados eran eficientes porque las series históricas de los precios o rendimientos no contenían información para predecir el futuro, pero sus varianzas o volatilidades sí; de forma que, después de una gran subida o bajada en las cotizaciones, existía una alta probabilidad de que éstas se repitiesen. Utilizando el modelo autorregresivo de heteroscedasticidad condicional generalizado, se comprueba que la volatilidad tiene tendencia a concentrarse en ciertos momentos y que se consiguen

beneficios apostando a que los precios se moverán, en un sentido u otro, lo cual puede hacerse utilizando contratos de opciones. No obstante, esta teoría también tiene sus críticos, de acuerdo a lo aportado por Martín y Téllez (2006).

2.4 Diversificación internacional

El proceso de diversificación internacional consiste en la inversión en más de un activo financiero con el objeto de reducir el riesgo global de la posición. Si la cartera de inversión se compone únicamente de títulos domésticos, se puede diversificar utilizando distintos activos y sectores, posición defendida por Solnik (1974) y seguida por diferentes académicos, si la cartera de inversión se abre al exterior, a otras economías, ello permitirá obtener rentabilidades extras, reduciendo el riesgo del portafolio.

Cabe destacar, que las economías evolucionan según un ciclo similar al de los productos. Con la globalización, estos ciclos empiezan a sincronizarse, pero todavía no lo han hecho completamente, por lo que los precios en los mercados de capitales del mundo tienen diferente comportamiento, es decir, no todas las bolsas se mueven de forma paralela. Así, los activos financieros de las compañías de un país, que se encuentra en una etapa determinada, reflejan en sus precios los cambios en las condiciones económicas locales y su evolución es distinta a la que experimentan los títulos que se negocian en otro país situado en otra etapa.

Por tanto, para que la diversificación sea eficaz, los precios y rendimientos de los distintos activos elegidos deben tener bajas o nulas correlaciones entre sí, de forma

que la incorporación de un valor nuevo al portafolio reduzca la varianza total del mismo. En condiciones *ceteris paribus*, cuando más bajas sean las correlaciones entre los rendimientos, mayores serán los beneficios de la diversificación. Los activos negociados en las mismas zonas geográficas tienden a tener altas correlaciones entre sí; por tanto, si se diversifica localmente, solo por títulos y sectores, no se logra reducir al máximo el riesgo de la cartera. Esto es también extensible para mercados próximos unos a otros.

Asignación de activos o Assets allocation

El término asignación de activos de acuerdo a Garay y Llanos (2007) consiste en la decisión de determinar el porcentaje del portafolio, que será invertido en cada una de las clases de activos existentes. Dicha término abarca, en primer lugar, la combinación de activos tales como acciones, bonos, certificados de depósito y efectivo, que una persona, una unidad familiar o una institución deciden mantener. Y en segundo lugar, la forma en que esa combinación varía a lo largo del tiempo como respuesta a los cambios en la economía y las circunstancias personales.

Las unidades familiares y las instituciones analizan las oportunidades de inversión y toman decisiones de asignación de activos en un portafolio de valores, para conseguir unos objetivos que reflejen sus preferencias con respecto al riesgo y rendimiento, a sus circunstancias tributarias y a sus necesidades futuras de financiamiento. Indicustiblemente, para gestionar portafolios internacionales se deben seguir dichas pautas de asignación de activos, y que al momento de realizar una buena gestión de portafolios internacionales,

es necesario diversificar, y que han de ser explicados los criterios a seguir para una adecuada toma de decisiones. Alexander, Sharpe y Bailey (2003) señalan que antes de establecer criterios es preciso conocer la importancia de los riesgos y el comportamiento de las correlaciones entre parámetros, medidos específicamente por la media y la varianza.

Según Levi (2004) aunque existen ciertas ganancias provenientes de la diversificación internacional debido a la independencia entre los rendimientos de las acciones nacionales y extranjeras, existe la posibilidad de que se tenga un riesgo adicional como resultado de variaciones no anticipadas en los tipos de cambio cuando se mantienen acciones extranjeras. Por lo tanto, es importante considerar si las ganancias provenientes de correlaciones imperfectas entre los rendimientos de acciones sobrecompensan el riesgo ocasionado por los tipos de cambio. La medida en que el mantenimiento de acciones extranjeras aumente el riesgo proveniente de variaciones no anticipadas en los tipos de cambio depende de la volatilidad de las tasas cambiarias y de la manera como se encuentren relacionados los tipos de cambio y los rendimientos de las acciones.

Una estructura conceptual para la asignación de activos en un portafolio de valores, debe aplicarse a un considerable número de factores. La decisión sobre la asignación de activos, conecta con el compromiso entre las tres siguientes elecciones, que están relacionadas entre ellas:

- Riesgo y rendimiento.
- Prioridades a corto plazo para el financiamiento y el crecimiento futuro.
- Inversiones líquidas versus inversiones ilíquidas.

2.6 Compensación riesgo-rendimiento

La compensación entre el riesgo y el rendimiento es un factor crítico en la asignación de activos en un portafolio de valores. La teoría moderna del portafolio, según, Alexander y otros (2003) sugiere que los inversionistas no desearán exponerse a unos riesgos que pueden evitarse por medio de la diversificación. Por tanto, mantendrán portafolios de valores diversificados de acciones que soporten el llamado riesgo de mercado. En este sentido, la teoría moderna del portafolio sugiere que los inversionistas deberán mantener amplios portafolios de valores de la bolsa como, por ejemplo, los fondos de índice. Con este tipo de portafolio, el riesgo principal que existe en todo el mercado pueda caer, y por ello se le domine riesgo de mercado.

Aquellos inversionistas que sientan aversión al riesgo, ubicarán parte de su patrimonio en este portafolio de valores diversificado y el resto en bonos libres de riesgos. En esta estructura se verá que a mayor aversión del inversionista por el riesgo, mayor será la cantidad de su patrimonio que ubique en bonos libres de riesgo, el inversionista maximiza el rendimiento esperado del portafolio de valores, a la vez que mantiene el riesgo a un nivel que es coherente con su aversión al riesgo. Al portafolio de valores resultante se le denomina, portafolio eficiente, porque se trata de la combinación de activos, que ofrece el mejor rendimiento dada la mayor o menor preferencia por el riesgo del inversionista.

2.7 Principales dificultades en la gestión de portafolios internacionales

Las dificultades que debe afrontar un asesor de inversiones y/ o gestor de portafolio a la

hora de invertir en un portafolio internacional son múltiples y de distinta índole, como pueden ser el riesgo de tipo de cambio, el político y el operacional, como consecuencia de la utilización de diferentes monedas, sectores y mercados. Una complejidad adicional, quizás más importante por su dificultad de detección y solución, la constituye la interpretación de los datos utilizados en la evaluación.

Existen a la vez marcadas diferencias, en cuanto a los estilos de gestión de portafolios en función del área geográfica donde actúe el asesor. Así, el estilo americano denominado *bottom-up* selecciona los valores teniendo en cuenta principalmente los análisis fundamental y técnico, relegando a un segundo plano el sectorial. El estilo europeo, o *top-down*, consiste en un análisis a la inversa, comenzando el estudio por la situación macroeconómica y terminando por la selección de los títulos concretos.

Según Solnik (1993) el problema de homogeneización de datos contables, distorsionados por las diferencias en los principios y prácticas al uso de cada país, es uno de los más importantes. Así, se pueden encontrar cifras de beneficios que tienen en cuenta distintas normas contables en las estimaciones de las amortizaciones, en el tratamiento del fondo de comercio en las fusiones, en la consolidación, en las diferencias de cambio, en los ajustes fiscales o en el tratamiento de los planes de pensiones para sus empleados. No obstante, estas diferencias contables se van reduciendo por el esfuerzo de los organismos internacionales y de los propios mercados en ofrecer cifras homogeneizadas, aportando los ajustes necesarios.

En este sentido, se crearon tanto las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y las Normas Internacionales de Información

Financiera (NIIF) las cuales han sido producto de estudios y esfuerzos de diferentes entidades educativas, financieras y profesionales del área contable a nivel mundial, para estandarizar la información financiera presentada en los estados financieros, Venezuela por intermedio de la Comisión Nacional de Valores, decidió la adopción de dichas normas, según Gaceta Oficial N° 39.107 de fecha 27 de enero de 2009, con la finalidad de estandarizar la información financiera dirigida hacia un mercado de valores global.

3. Pasos a seguir en el proceso de toma de decisiones de inversión de un portafolio diversificado internacionalmente

A continuación se procederá a la identificación de los pasos a seguir en el proceso de toma de decisiones de inversión de un portafolio diversificado internacionalmente. En este caso, según lo señalado por Martínez (1999) los criterios a seguir para la formación de portafolios internacionales, pretenden establecer una metodología sistemática en la construcción y gestión del portafolio, que sea compatible con los objetivos del inversionista. Los pasos a seguir son los siguientes:

Especificaciones del inversionista

El primer paso para la construcción del portafolio es conocer las características del inversionista, para definir su perfil de riesgo, también conocido como nivel de tolerancia al riesgo. Con base en lo señalado por Elbaum (2004) se intentará detectar las necesidades del potencial inversionista y construirle un portafolio de inversiones acorde a ello, además de su restricción presupuestaria,

horizonte de inversión, entre otros aspectos. La determinación del perfil de riesgo no es una cuestión estática, sino que se va perfeccionando con el paso del tiempo.

Objetivos del portafolio

Una vez conocidas las características y restricciones del inversionista, que se concretan en un determinado perfil de riesgo, estamos en condiciones de establecer los objetivos del portafolio. Los objetivos generales para la gestión del portafolio son: rentabilidad, seguridad o nivel de riesgo, liquidez y fiscalidad. Estos objetivos son, al mismo tiempo, criterios para decidir sobre la estrategia de gestión y la composición del portafolio del inversionista.

Estrategia de gestión a seguir

Por estrategia de gestión se entienden las diversas técnicas de gestión de portafolios que se pueden utilizar. La estrategia de gestión debe ser consistente con los objetivos y políticas, con las especificaciones del inversionista y con los objetivos del portafolio. En forma general, se puede distinguir entre estrategias pasivas y activas. En las estrategias pasivas se pretende simular el comportamiento de un determinado índice el cual puede ser, de renta fija o variable, o fijar un nivel mínimo de riesgo, el cual no puede sobrepasarse cualquiera que sea el escenario elegido. Estas estrategias son más apropiadas para un perfil de inversionista conservador que posee una alta aversión al riesgo, su costo no es tan elevado.

En cuanto a las estrategias activas se pretende, mediante diversas técnicas, superar un determinado índice objetivo. Conllevan mayores costos y son adecuadas para los

objetivos de crecimiento. Lo importante es seleccionar una estrategia en la que se puedan alcanzar los objetivos de rentabilidad-riesgo deseados por el inversionista.

Selección estratégica de activos (Assets Allocation)

Se entiende como la distribución de los activos según sus clases, entre los cuales se encuentran renta variable, renta fija, instrumentos monetarios a corto plazo, efectivo, entre otros. La asignación final de los activos en el portafolio tiene dos componentes: asignación estratégica y asignación táctica. La asignación estratégica consiste en determinar la estructura de portafolio más adecuada a las características del inversionista. Las decisiones de inversión y la estructura suelen ser estables en el tiempo. Mientras que la asignación táctica destina un porcentaje del portafolio para aprovechar las oportunidades de mercado, sin modificar sustancialmente su composición, se trata de operaciones puntuales y de más corto plazo.

Selección de títulos-valores

En principio el gestor de portafolios y/o asesor de inversión debe realizar pronósticos de rendimientos esperados, desviaciones estándar y covarianzas para todos los títulos valores disponibles. Estos pronósticos permiten la generación de un conjunto de activos, en el cual se pueden trazar las curvas de indiferencia del cliente. En consecuencia, se debe invertir en esos títulos valores que conforman el portafolio óptimo para el inversionista en cuestión.

Control y medición de resultados

El último paso en la construcción del portafolio es establecer el sistema de medición. Hay que determinar el plazo en el que se va a efectuar la medición y el tipo de medida a utilizar, rentabilidad simple, compuesta o continua. La información que el asesor debe proporcionar al inversionista, es la siguiente:

Informe sobre rentabilidades obtenidas, con especificación del período en que se han conseguido.

- Información sobre los títulos valores en portafolio.
- Resumen de las operaciones realizadas y de los gastos incurridos por comisiones.
- Breve análisis de la situación del mercado y perspectivas para el período siguiente.

4. Asignación de Activos o Assets Allocation y valoración de la gestión del portafolio

Martín y Téllez (2006) señalan algunas pautas a tener en cuenta al diversificar el portafolio internacionalmente. Se debe tener claro, que a la hora de realizar una buena gestión de portafolios internacionales, es necesario diversificar, pero han de ser explicados los criterios o posibilidades para ello. Antes de establecer criterios es preciso conocer la importancia de los riesgos y el comportamiento de las correlaciones entre los parámetros.

En la gestión de portafolios internacionales el riesgo de divisa es menos importante que el bursátil, motivado a que, al diversificar con títulos nominados en distintas monedas, unas tenderán a apreciarse y otras a depreciarse, por

lo que el efecto neto será pequeño. Además, el riesgo de tipo de cambio sólo lo sufre la parte del portafolio invertida en el extranjero, y lo habitual es que el grueso de la inversión se produzca en el mercado local, dependiendo, en última instancia, de las preferencias del inversionista.

Generalmente, suelen darse bajas correlaciones entre los movimientos de las divisas y los de las bolsas, al contrario de lo que ocurre con los bonos, debido esto último a que los tipos de interés reales tienen un impacto en los tipos de cambio. Las bajas correlaciones históricas entre las rentabilidades de los distintos mercados venían dadas por las diferencias existentes en la estructura industrial, en los movimientos de los tipos de cambio, en las políticas monetarias y fiscales, en los tipos de interés, en las tasas de inflación y en los ciclos económicos. Actualmente, sin embargo, se observa cómo las diferencias se suavizan y aumentan las correlaciones, se sugieren algunas pautas a tener en cuenta, en el momento de diversificar un portafolio internacionalmente.

Una primera opción es la utilización de mercados emergentes, pequeños ilíquidos y muy volátiles. Diversos estudios muestran que las carteras que mantienen un pequeño porcentaje de su inversión, menos del 20%, en mercados emergentes son menos arriesgadas que las que no lo hacen. Debe insistirse en que se trata de un pequeño porcentaje y no del componente principal de una cartera, porque si se mantiene una elevada concentración en mercados emergentes, su fuerte volatilidad anularía los beneficios de la diversificación, obtenida ésta por la escasa correlación entre sus rendimientos y los de los mercados desarrollados.

Una segunda opción, a la hora de diversificar, es la distribución del portafolio entre acciones e instrumentos de deuda, es decir, entre renta variable y fija. La proporción de unos y otros activos será la adecuada en función del riesgo a asumir por el inversor, de sus necesidades financieras en cada momento y de si necesita asegurarse determinados flujos de caja. Los tipos de cambio incorporan más volatilidad a los bonos que a las acciones extranjeras, debido a que los Bancos Centrales aumentan sus tasas de interés, disminuyendo con ello los precios de los bonos, cuando sus monedas se están depreciando. Un siguiente paso, en el tramo de la renta variable, será la elección entre acciones, recibos de depósitos americanos, fondos de inversión o contratos derivados sobre índices bursátiles.

Una tercera opción, a la hora de enfocar la inversión internacional, se basa en la diversificación sectorial. Como se ha indicado, las correlaciones entre mercados son cada vez más altas; en cambio se observa cómo, entre los distintos sectores, es baja y, en algunos casos, negativa, lo que significa una alternativa ideal para diversificar. En este sentido, lo confirma Martínez (1999) cuando señala que el proceso consistiría en seleccionar títulos de empresas de los sectores que tienen una correlación baja o negativa con los de compañías, ya incluidas en el portafolio. Así, por ejemplo, actualmente se puede diversificar invirtiendo en empresas de software a la vez que en compañías químicas o de construcción.

Una cuarta opción es la inversión pasiva. Si el inversor decide diversificar internacionalmente y no desea elaborar un portafolio específico, replicaría la de un índice internacional. Se está, por tanto, adquiriendo un portafolio de activos ponderados, según

la construcción del índice, normalmente por capitalización bursátil. Un problema, en la ponderación, es que no se tiene en cuenta el producto interno bruto (PIB) o el producto nacional bruto (PNB) de los países en cuestión o las participaciones cruzadas (cross-holding), ya que éstas pueden sobreestimar el valor de las acciones en las Bolsas. En general, el asesor puede intentar batir a un determinado índice y obtener una cartera internacional que le ofrezca mejores resultados, para un riesgo dado, que el proporcionado por un indicador concreto.

Una vez que se asignen los activos, según Martín y Téllez (2006) siguiendo los criterios señalados anteriormente, el siguiente paso consiste en el estudio de la contribución del gestor y/o asesor al rendimiento del portafolio internacional. Para ello, se estudian los resultados potencialmente anormales debidos a determinados factores como las divisas utilizadas, el plazo o el país elegido para la inversión. Así, se pueden señalar los siguientes aspectos:

Selección de divisas: mide la contribución, a los resultados totales de la cartera, de la selección de divisas, respecto a otra cartera tipo, que puede ser un índice internacional.

Selección de países: mide la contribución, a los resultados totales de la cartera, de la inversión en mercados de valores con mejores resultados. Para ello, se suele realizar una media del rendimiento del índice bursátil de cada país, ponderada por el nivel de inversión en los mismos.

Selección de títulos de cada país: mide la contribución de la selección de títulos, mediante la comparación de la media ponderada de los rendimientos de las acciones, en moneda local, y el rendimiento del índice del país.

Selección entre bonos a corto y largo plazo de cada país: mide el exceso de rendimiento derivado de la indiferente ponderación entre bonos a distintos plazos en relación con la cartera de referencia.

A continuación con un ejemplo, se describirá cómo medir la contribución de las decisiones tomadas por un gestor y/o asesor de inversión de un portafolio internacional. Se tomó el FTSE ALL World Index, el cual es un índice global representativo del 90% del mercado mundial.

Tabla 1 >>

Regiones	Nº Títulos	Capitalización
Asia Pacífico	1.600	1.500
Europa (mercados desarrollados)	1.440	6.440
Europa (mercados emergentes)	80	91
Japón	1.220	2.204
Latinoamérica	180	212
Oriente Medio y África	195	173
Norteamérica	2.470	13.334

Fuente: Martín y Téllez (2006).

El gestor y/o asesor de inversión de un portafolio global lleva a cabo una determinada selección de títulos y desea conocer la contribución, a los resultados totales del

portafolio, de las divisas, los países y los títulos elegidos. Para ello se dispone de la siguiente información adicional:

Tabla 2 >>

Regiones	Cartera marco			Cartera del gestor	
	Ponderación FTSE All World (%)	Rendimiento del Índice Bursátil (%)	Variación de los tipos de cambio (%)	Ponderación (%)	Rendimiento (%)
Asia Pacífico	6,3	13,82	+15	10	11,8
Europa (mercados desarrollados)	26,9	18,90	+10	20	18,7
Europa (mercados emergentes)	0,4	27,90	+9	1	30,4
Japón	9,2	10,20	-3	10	9,6
Latinoamérica	0,9	35,90	+25	7	17,4
Oriente Medio y África	0,7	30,83	+25	0	-
Norteamérica	55,7	13,97	+10	52	12,6

Fuente: Martín y Téllez (2006).

Nota.- La segunda columna se ha calculado en función de la capitalización bursátil de las acciones del índice.

Con arreglo a la selección de divisas, se comparan los resultados, según el índice FTSE con los obtenidos por el gestor y se comprueba, que en este caso, el gestor tuvo una pérdida de 5,98%, en atención a los siguientes resultados:

$$FTSE = (0,063 \cdot 0,15) + (0,269 \cdot 0,10) + (0,004 \cdot 0,09) + (0,092 \cdot (-0,03)) + (0,009 \cdot 0,25) + (0,007 \cdot 0,25) + (0,557 \cdot 0,1) = 9,36\%$$

$$Portafolio = (0,10 \cdot 0,15) + (0,20 \cdot 0,10) + (0,01 \cdot 0,09) + (0,1 \cdot (-0,03)) + (0,07 \cdot 0,25) + (0,52 \cdot 0,1) = 3,38\%$$

El resultado obtenido por el gestor es de 8,9%, en cuanto a la selección de países, con base en los cálculos siguientes:

$$FTSE = (0,063 \cdot 0,1382) + (0,269 \cdot 0,189) + (0,004 \cdot 0,279) + (0,092 \cdot 0,102) + (0,009 \cdot 0,359) + (0,007 \cdot 0,3083) + (0,557 \cdot 0,1397) = 7,34\%$$

$$Portafolio = (0,10 \cdot 0,1382) + (0,20 \cdot 0,189) + (0,01 \cdot 0,279) + (0,1 \cdot 0,102) + (0,07 \cdot 0,359) + (0,52 \cdot 0,1397) = 16,24\%$$

El resultado del gestor es una pérdida de 2,28%, en cuanto a la selección de títulos, los cálculos realizados se muestran a continuación:

$$(0,118 - 0,1382) \cdot 0,10 + (0,187 - 0,189) \cdot 0,20 + (0,304 - 0,279) \cdot 0,01 + (0,096 - 0,102) \cdot 0,10 + (0,174 - 0,359) \cdot 0,07 + (0,126 - 0,1397) \cdot 0,52 = -2,28\%$$

La contribución total del gestor viene dada por la adición de las ganancias y pérdidas debidas a los distintos factores, que asciende a un +0,64%. Es decir, en este caso, por el hecho de elegir una inversión activa, en vez de replicar exactamente el portafolio marco, el gestor ha mejorado un poco la rentabilidad obtenida.

5. Conclusiones

Las decisiones de los inversionistas sobre la asignación de activos en un portafolio de inversión diversificado internacionalmente, están invariablemente determinadas por su aversión al riesgo, por sus necesidades de financiamiento y por sus necesidades de liquidez. La comprensión de estos vínculos lleva a importantes modificaciones en el portafolio de activos eficiente, con respecto al promedio de desviaciones que postula la teoría moderna del portafolio.

La diversificación internacional consiste en la inversión en más de un activo financiero con el objeto de reducir el riesgo global de la posición. Si el portafolio de inversión se

compone exclusivamente de títulos domésticos, se puede diversificar utilizando distintos activos y sectores. Si el portafolio de inversión se expande a otras economías, permitirá obtener rentabilidades extras, reduciendo el riesgo del portafolio. En consecuencia, para que la diversificación sea eficiente, los precios y rendimientos de los distintos activos seleccionados, deben tener bajas o nulas correlaciones entre sí, de forma que la incorporación de un activo nuevo al portafolio, reduzca la varianza total del mismo.

La gestión internacional de portafolios es una extensión de la asignación de activos, en la que se aprovechan las posibilidades de inversión que ofrecen los mercados financieros internacionales. La gestión pasiva internacional implica la réplica de un índice internacional, la principal decisión en este caso, es elegir el criterio de ponderación de capitalización bursátil o el del producto interno bruto; si se opta por una gestión activa internacional, se debe analizar detalladamente las variables macroeconómicas y las características de los mercados bursátiles a fin de tomar una adecuada decisión de inversión.

Bibliografía >>

- Alexander, G., Sharpe, W. y Bailey, J. (2003). *Fundamentos de Inversiones*. (3ra.ed.). Teoría y práctica. Pearson Educación.
 - Elbaum, M. (2004). *Administración de Carteras de Inversión*. Ediciones Macchi.
 - Eun, C. y Resnick, B. (2007). *Administración financiera internacional*. (4ta.ed.). McGraw-Hill Interamericana Editores, S.A. de C.V.
 - Garay, U. y Llanos, J. (2007). *Invertir a largo plazo*. Ediciones IESA.
 - Levi, M. (2004). *Finanzas Internacionales*. (3ra.ed.). McGraw-Hill/Interamericana Editores, México S.A. de C.V.
 - Martínez, E. (1999). *Invertir en Bolsa: conceptos y estrategias*. McGraw-Hill/Interamericana. México
 - Otis, J. (2005). *Elementos de Finanzas Internacionales*. Caracas: Anauco Ediciones.
 - Martín, J. y Téllez, C. (2006). *Finanzas Internacionales*. Thomson Editores. USA
 - Solnik, B. (1974). Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?, *Financial Analyst Journal* 20.
 - Solnik, B. (1993). *Inversiones Internacionales*, (2da. ed.). Addison-Wesley Iberoamericana.
-