



# **ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN TIEMPOS VOLÁTILES**

---

*Carmen Pérez de Muniain  
Directora Global de Inversiones*

## **ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN TIEMPOS VOLÁTILES**

1. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

2. LA EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES

3. EL OBJETIVO DE LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y LA POLÍTICA DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO

4. EL BENCHMARK Y LA COMPETENCIA

5. INVERSIONES DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS EN LA GESTIÓN DE LAS INVERSIONES

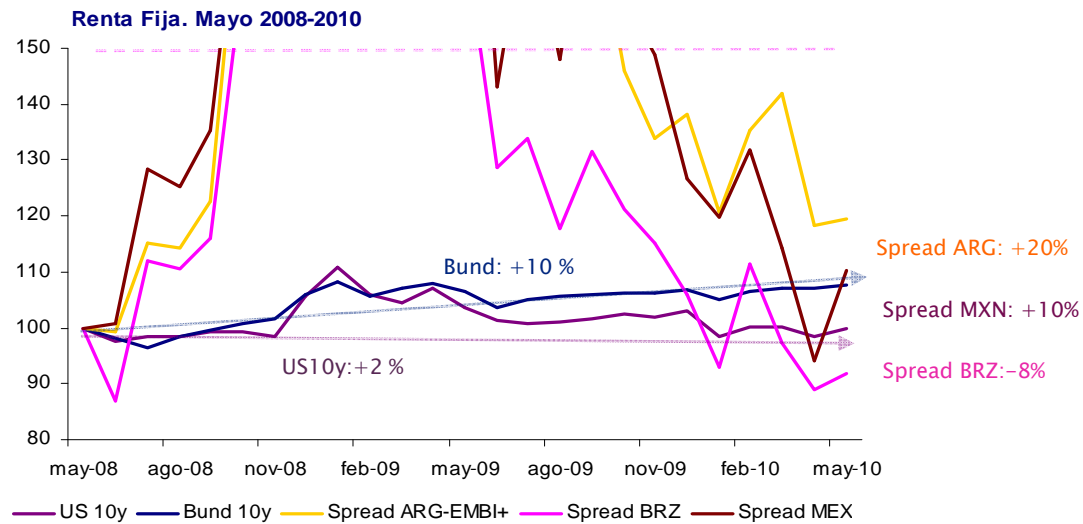
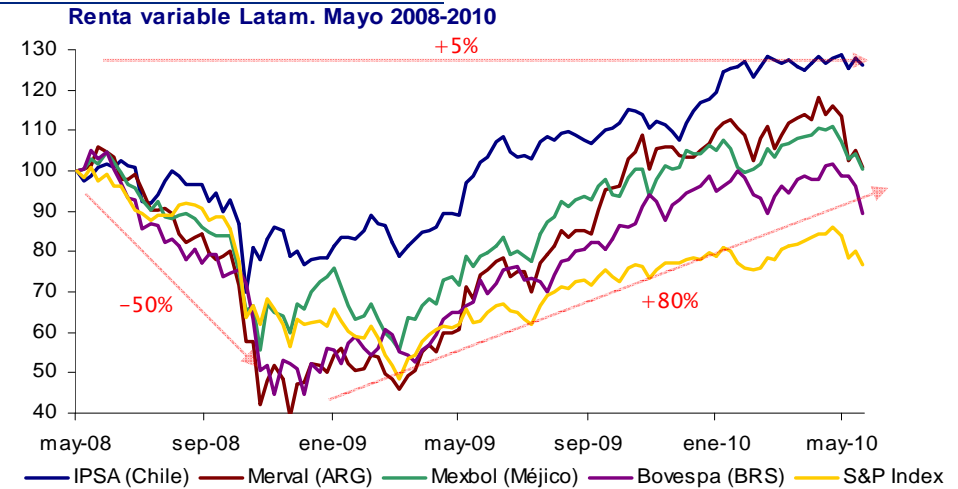
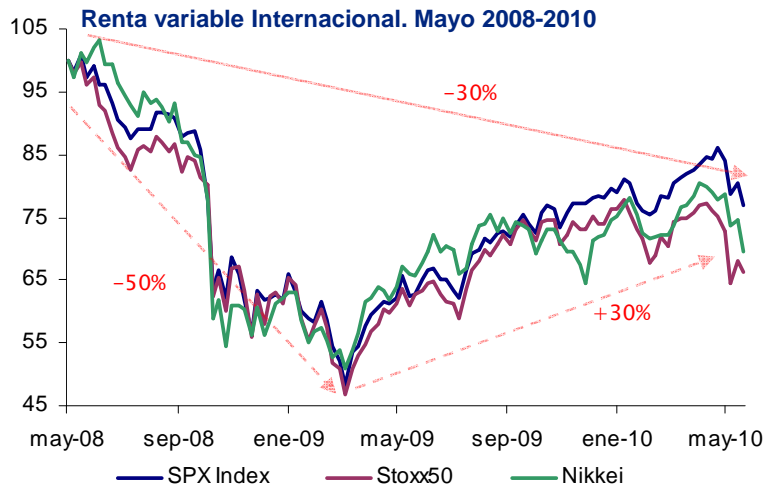
6. PROPUESTA DE PASOS A DAR

## ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN TIEMPOS VOLÁTILES

### 1. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

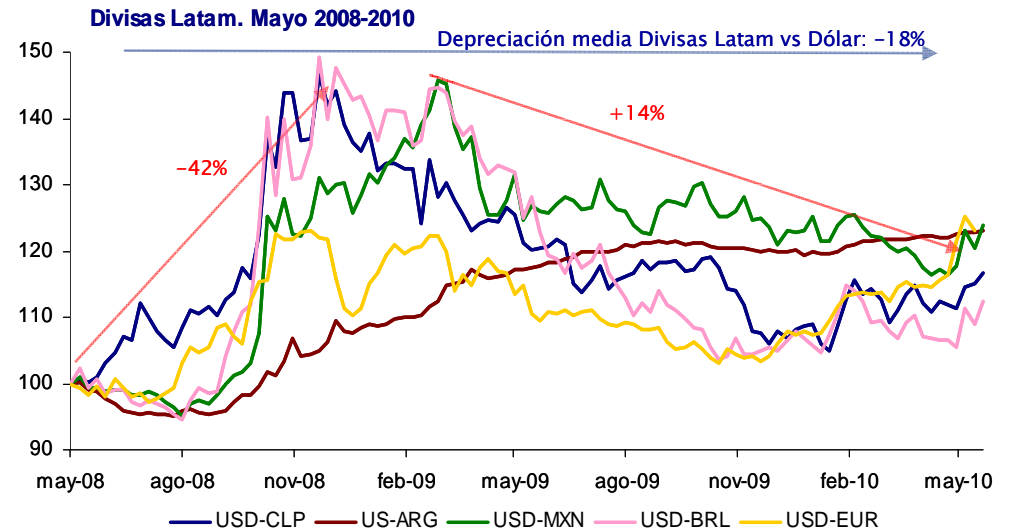
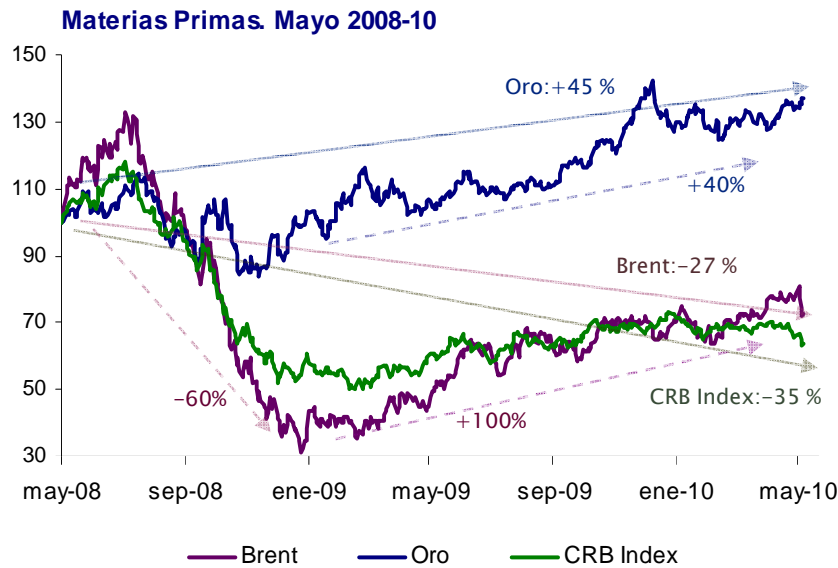
# 1. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

## LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS EN EL CORTO PLAZO



# 1. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

## LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS EN EL CORTO PLAZO



## 1. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

### LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS EN EL CORTO PLAZO

#### Comportamiento observado

- Fuertes caídas en los valores domésticos e internacionales de renta variable, así como en el precio del petróleo y materias primas en el segundo semestre de 2008
- Fortaleza del dólar y el oro, que actúan como refugio en el mismo período (La divisa fuerte actúa como cobertura en las inversiones internacionales en los momentos de crisis)
- Caídas de rentabilidad en los bonos en los mercados desarrollados y repunte de la prima de riesgo en los bonos de los mercados emergentes
- Rápida recuperación de los mercados y divisas locales en 2009 – 2010

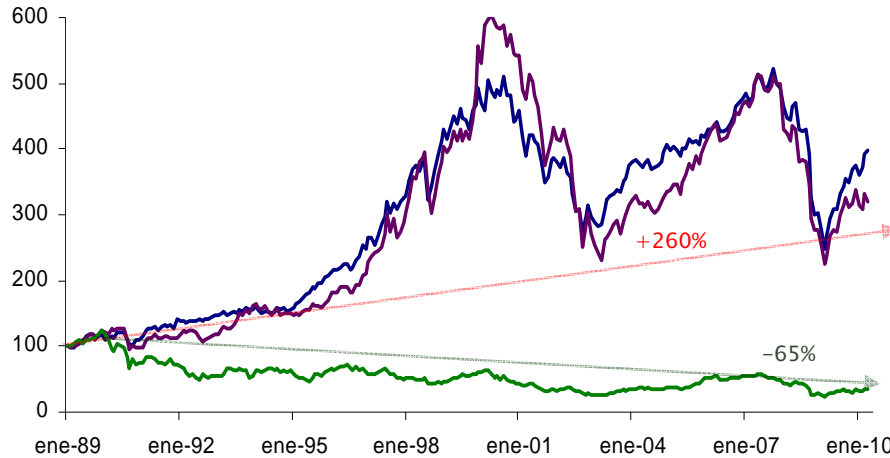


**ALTA VOLATILIDAD Y ALTA CORRELACIÓN ENTRE ACTIVOS DE RIESGO**

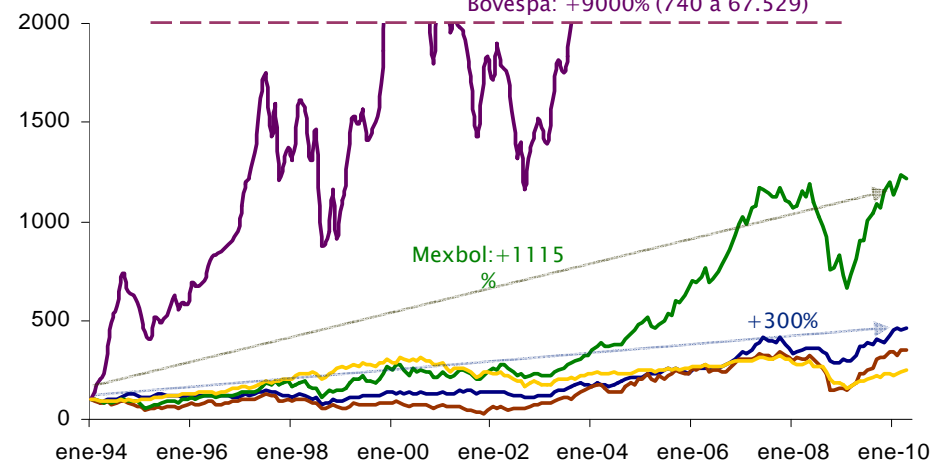
# 1. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

## LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS CON UNA PERSPECTIVA DE MÁS PLAZO

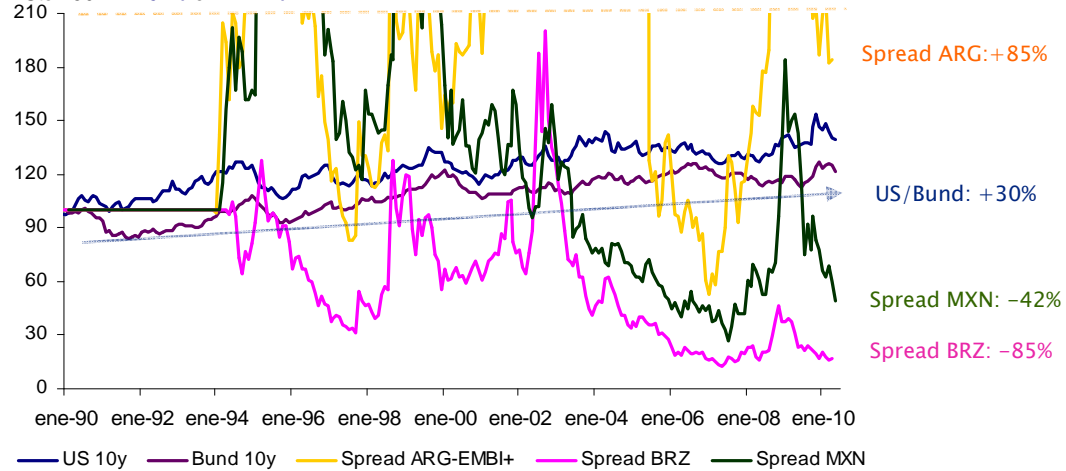
Renta variable Internacional (1989-2010)



Renta variable Latam (1994-2010)

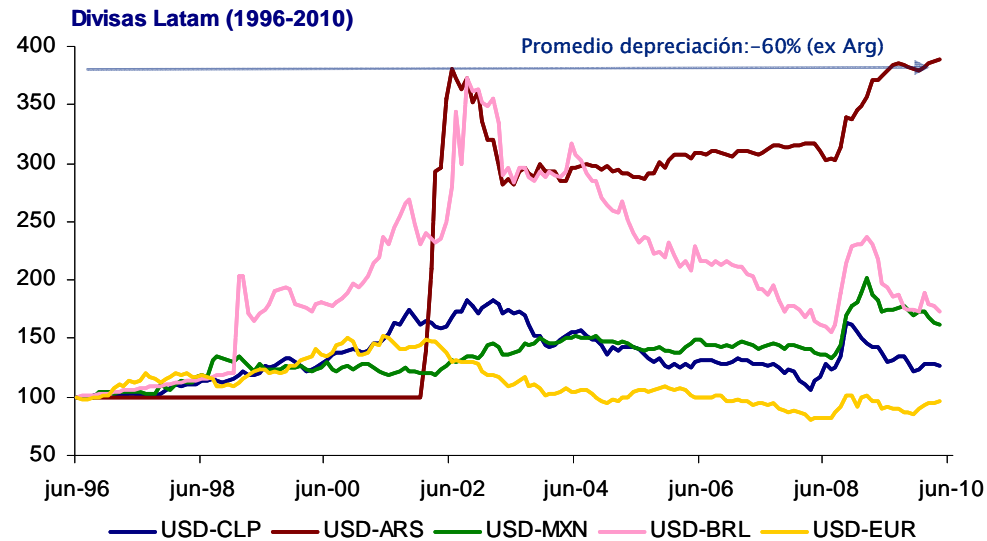
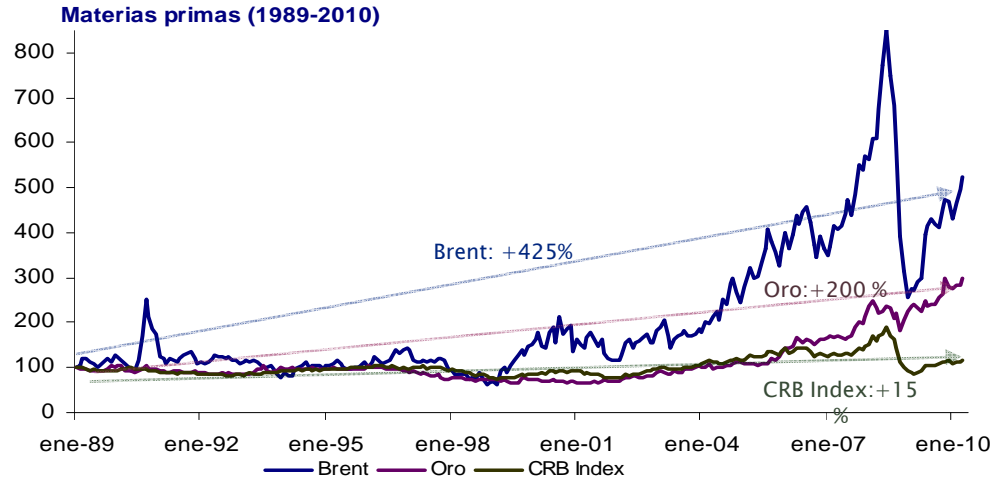


Renta fija (1989-2010)



# 1. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

## LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS CON UNA PERSPECTIVA DE MÁS PLAZO



## 1. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

### LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS CON UNA PERSPECTIVA DE MÁS PLAZO

- **Tendencias más limpias cuando se toma una perspectiva de más plazo**
- **Evoluciones muy diferenciadas según asset class o zona geográfica**
  - Crecimiento espectacular de las bolsas de México y Brasil respecto a las de países desarrollados
  - Mejor comportamiento del Brent que del resto de materias primas
  - Depreciación de divisas Latam
- **Correlación primas de riesgo país y depreciación divisa local**



**Retribución por prima de riesgo en moneda local claramente observable para los mercados de los países emergentes**

# 1. LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

## EL VALOR DE LA DIVERSIFICACION

TABLE 1  
Benefits Of Modern Portfolio Theory (January 1991 - December 2009)

	Portfolio 1	Portfolio 2	Portfolio 3	Portfolio 4	Portfolio 5	Portfolio 6
Global Equities	100%	60%	50%	40%	30%	25%
Global Fixed Income		30%	30%	30%	30%	25%
Global Real Estate		10%	10%	10%	10%	10%
Commodities			10%	10%	10%	10%
Emerging Market Equities				5%	5%	5%
Emerging Market Bonds				5%	5%	5%
Hedge Funds					10%	10%
Managed Futures						10%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Annualized Return	8.30%	9.30%	9.30%	10.10%	10.10%	10.20%
Annual Volatility	14.20%	9.40%	8.60%	8.60%	7.80%	7.20%
Maximum Loss	-49.10%	-35%	-34.30%	-32.90%	-30%	-26.40%
Average Top 3 Maximum Losses	-35.70%	-21.90%	-19.80%	-18.80%	-16.40%	-14.60%
Return / Volatility Ratio	0.59	0.99	1.08	1.17	1.29	1.41
Return / Maximum Loss Ratio	0.17	0.27	0.27	0.31	0.34	0.39
Return / Top 3 Maximum Losses	0.23	0.42	0.47	0.54	61.00	0.70

Returns are currency-hedged. Portfolios assume annual rebalancing. Source: Frontier Capital Management LLP.

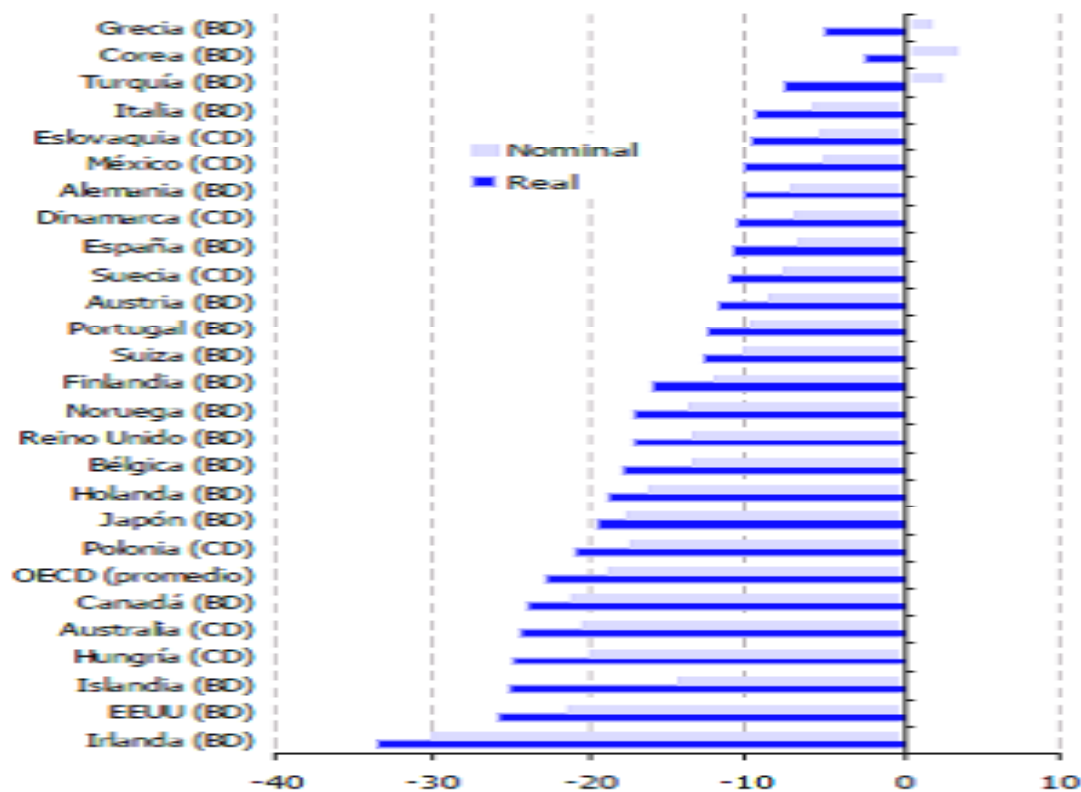
- La diversificación suma rentabilidad y resta volatilidad a largo plazo
- No está predefinido el peso a asignar a los distintos asset classes para optimizar el retorno esperado a un determinado horizonte. Dependerá del comportamiento de cada activo que no conocemos a priori
- Lo razonable es configurar un portafolio cuyo retorno esté vinculado a otras variables

## ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN TIEMPOS VOLÁTILES

### 2. LA EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES

## 2. LA EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES

### RENDIMIENTO REAL Y NOMINAL EN SISTEMAS DE PENSIONES DE LA OCDE ENERO-OCTUBRE 2008

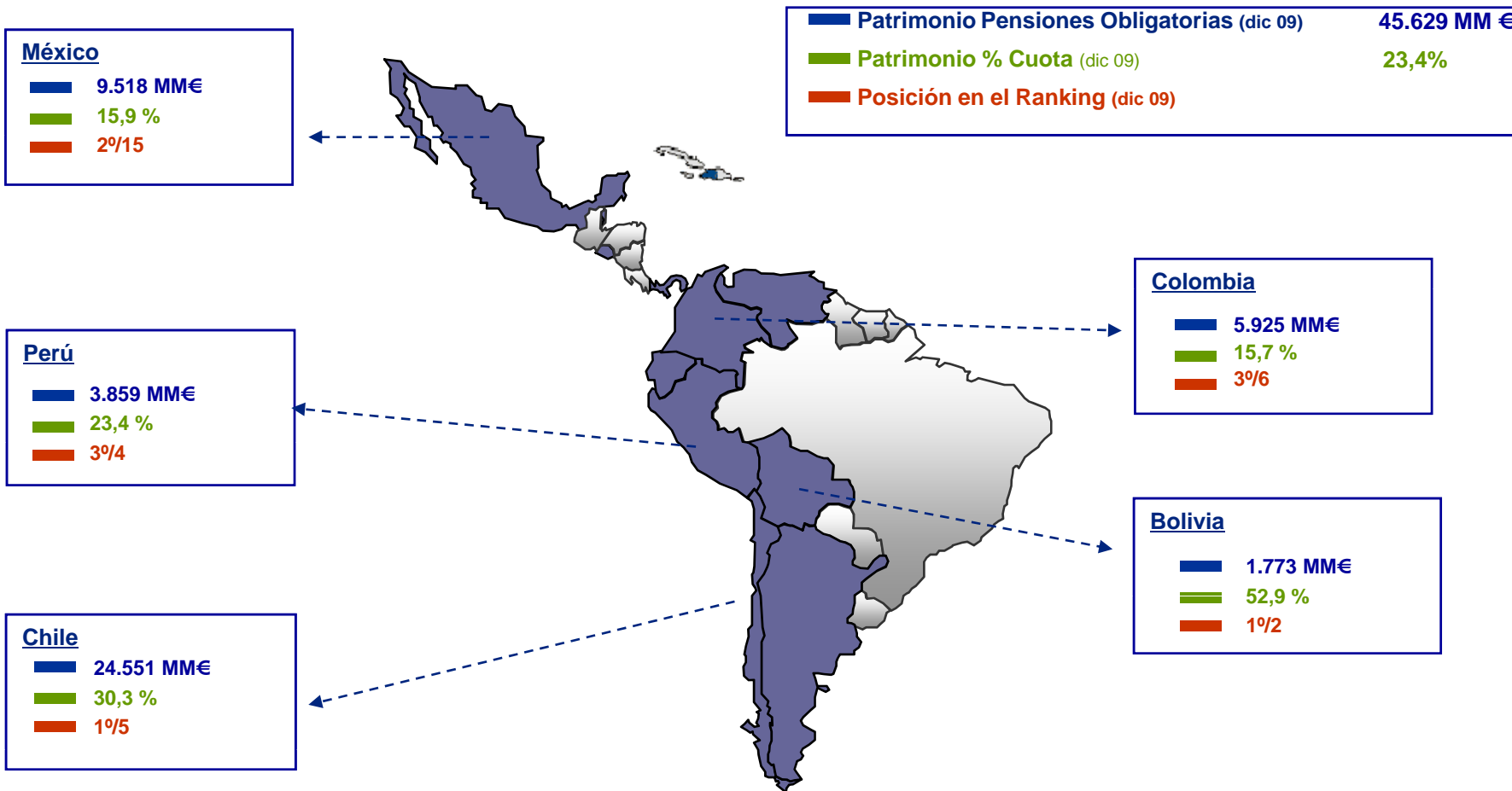


Nota: En cada país se indica el modelo provisional más importante por activos / PIB.  
 BD: Beneficio definido y CD: Contribución definida  
 Fuente: SEE BBVA con datos de OCDE (2008)

## 2. LA EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES

### MAPA DE POSICIÓN DE BBVA EN LA REGIÓN

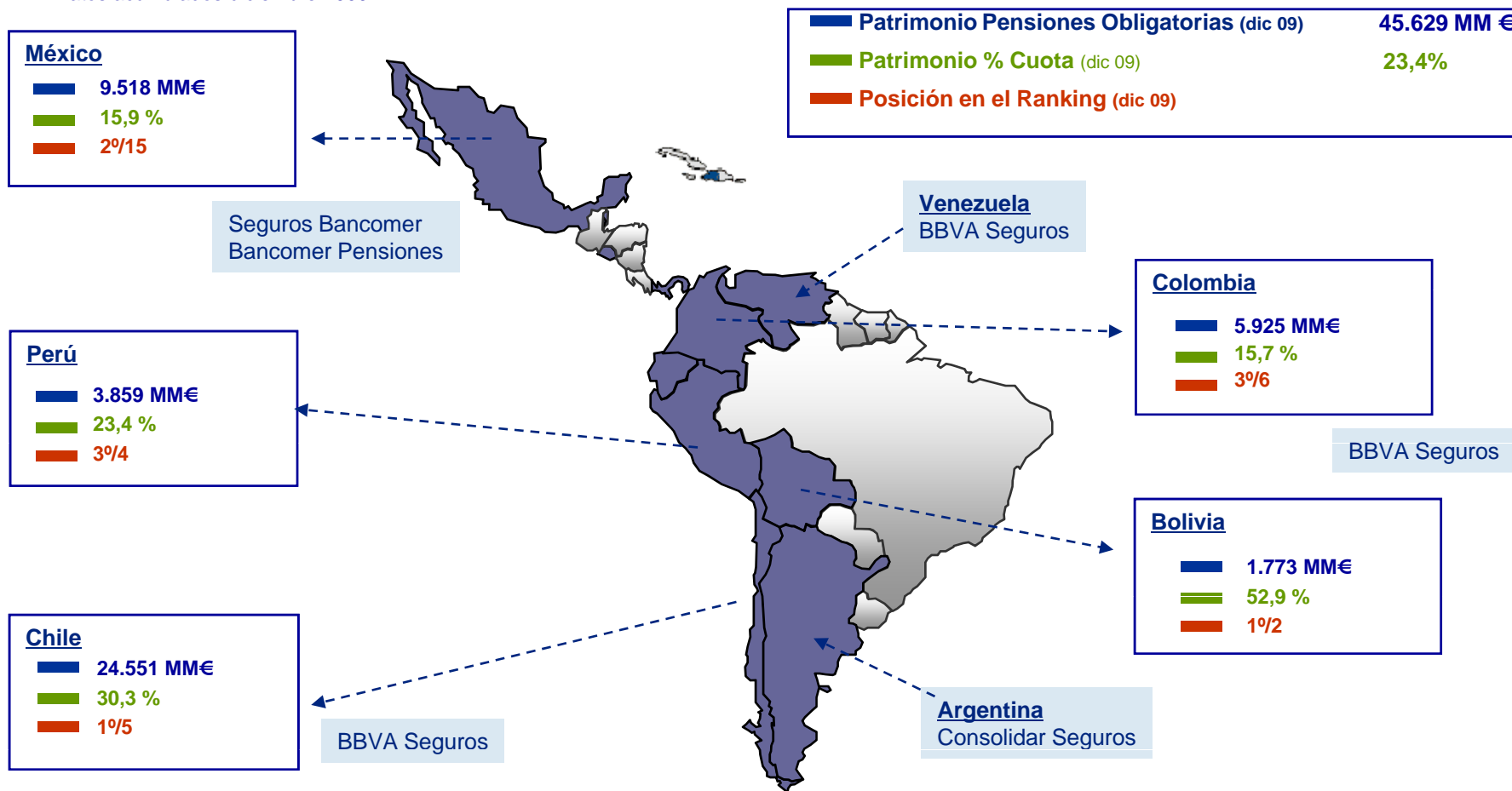
Datos acumulados diciembre 2009



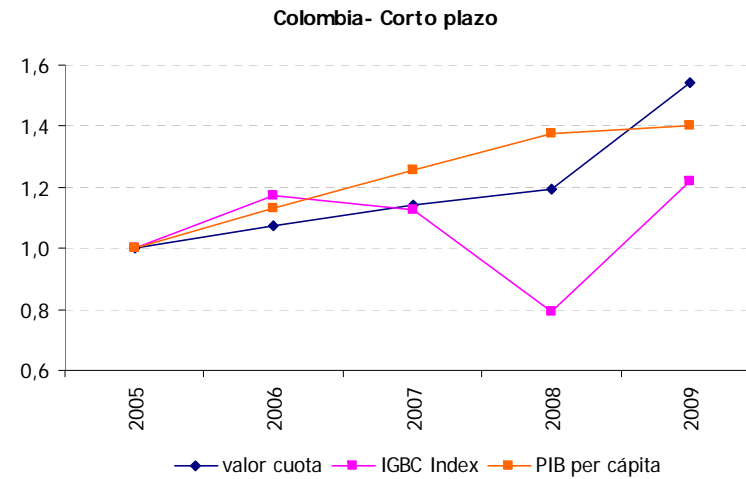
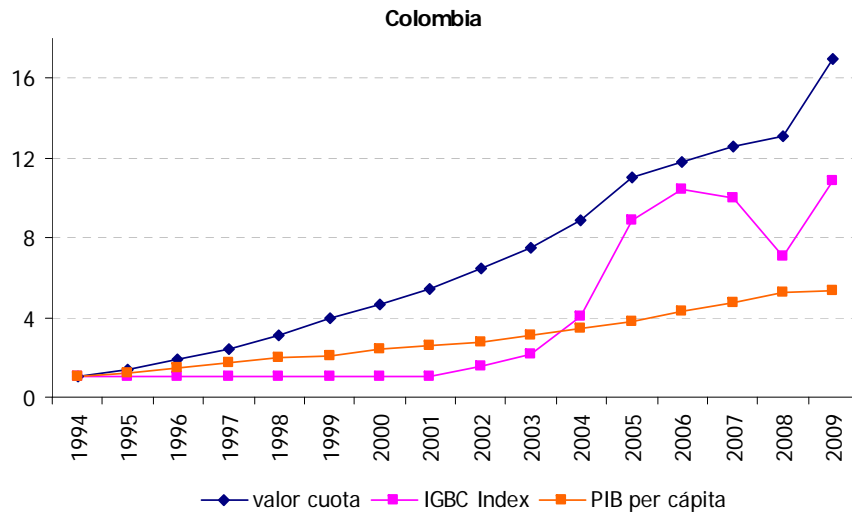
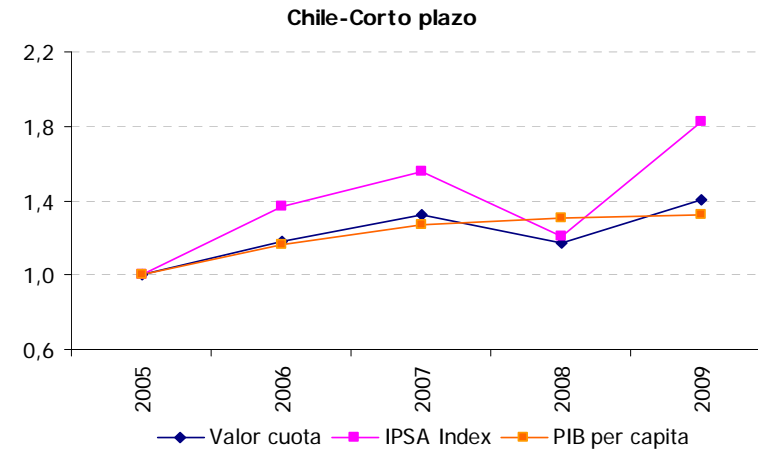
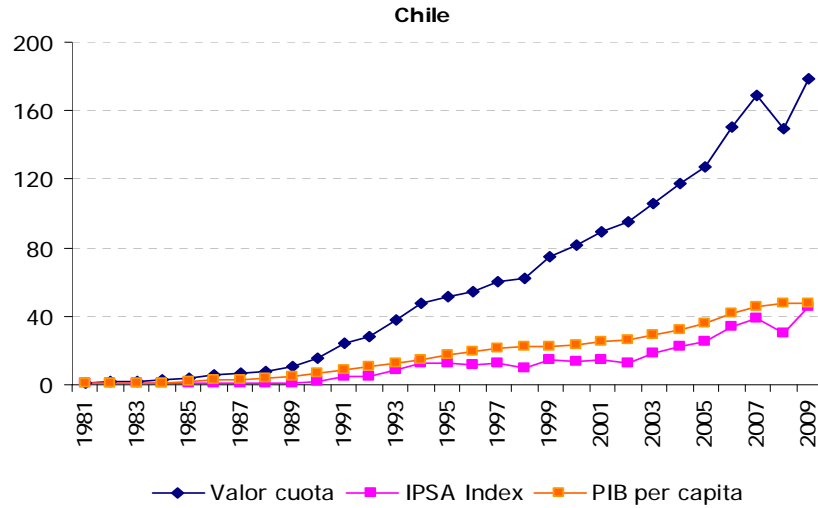
## 2. LA EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES

### MAPA DE POSICIÓN DE BBVA EN LA REGIÓN

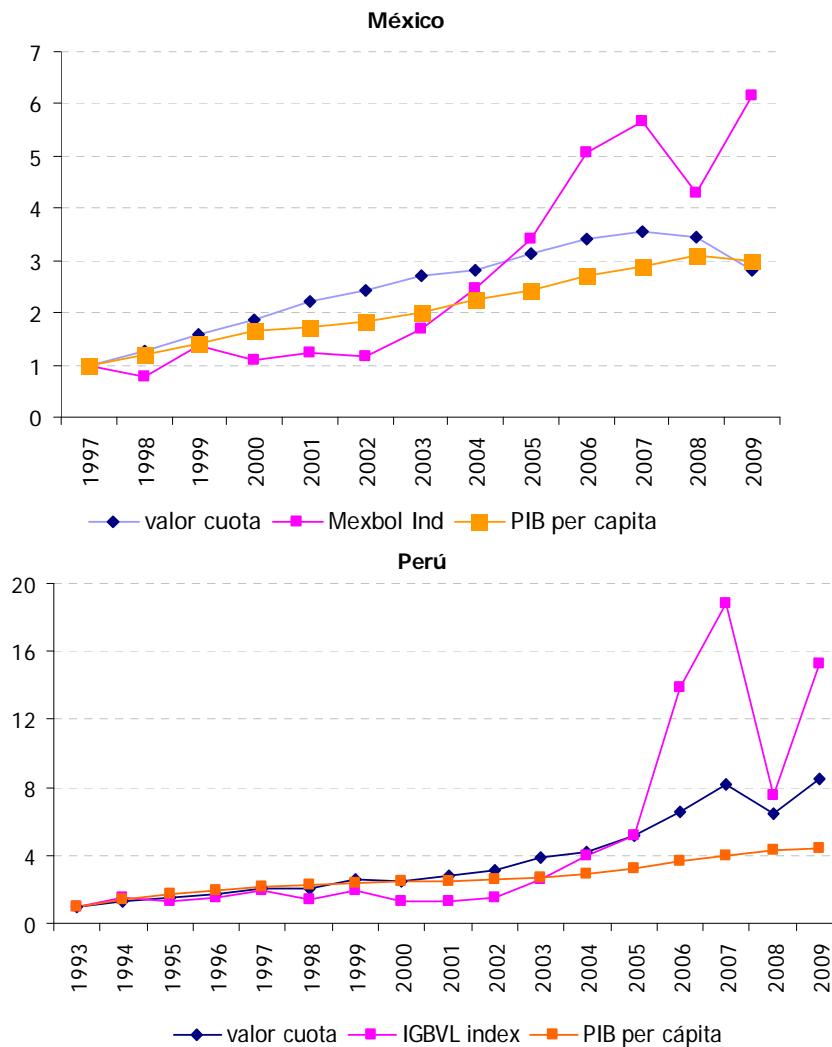
Datos acumulados diciembre 2009



## 2. LA EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES



## 2. LA EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES



## **2. LA EXPERIENCIA DE LOS FONDOS DE PENSIONES**

- **La caída de los mercados en el 2008 afectó el valor del capital acumulado en los Fondos de Pensiones en los cuatro países analizados, generando problemas a los colectivos próximos a la edad de jubilación en ese momento**
- **La rentabilidad generada por los Fondos de Pensiones, aunque no ha alcanzado la del índice de Bolsa local, ha superado el crecimiento del PIB per cápita desde el momento de la incorporación del sistema de capitalización individual hasta la actualidad**
- **Excepto en Chile ha sido así incluso en el momento de mayor caída en los mercados**



**¿Cuál es el objetivo de rentabilidad de los Fondos de Pensiones?**

## **ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN TIEMPOS VOLÁTILES**

### **3. EL OBJETIVO DE LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y LA POLÍTICA DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO**

### **3. EL OBJETIVO DE RENTABILIDAD LOS FONDOS DE PENSIONES Y LA POLÍTICA DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO**

**El objetivo es maximizar el capital acumulado en el momento de la jubilación pero...**

➤ **¿Cuál es el mandato de gestión para las aportaciones al fondo?**

▪ **¿Cuál es el retorno medio objetivo?**

▪ **¿A qué lo vinculamos? ¿A la evolución del poder adquisitivo de los trabajadores del país?  
¿Respecto a su salario durante su período activo?**

▪ **¿Qué valor respecto al objetivo medio se está dispuesto a PONER EN RIESGO a cambio de la posibilidad de superarlo?**

▪ **¿Cuál es la pérdida máxima de valor del fondo acumulado que se está dispuesto a asumir a lo largo de la vida del afiliado?**

### 3. EL OBJETIVO DE RENTABILIDAD LOS FONDOS DE PENSIONES Y LA POLÍTICA DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO

- Un claro mandato de gestión determina la política de inversión del fondo a lo largo de la vida del afiliado
- En la medida en la que avanza la edad del afiliado se pondrá razonablemente menos capital en riesgo

#### Aproximación de los multifondos hoy en funcionamiento en varios países

- Hoy el mandato de gestión no está definido expresamente y se deja la política de inversión idónea al conjunto de la industria (debido a las normativas de rentabilidad mínima garantizada y competencia comercial entre jugadores)
- Lo anterior no lleva a los mejores resultados en términos de CLARIDAD y EFFECTIVIDAD con un efecto manada entre los fondos que no conduce necesariamente al interés del afiliado

### **3. EL OBJETIVO DE RENTABILIDAD LOS FONDOS DE PENSIONES Y LA POLÍTICA DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO**

Es necesario definir un **BENCHMARK** que plasme de manera concreta el Asset Allocation para los fondos de cada:

- Colectivo de edad (Life Cycle Funds)
- Perfil de riesgo del afiliado,

que aproxime mejor el objetivo definido en el mandato de gestión recibido por los operadores de la industria

El Benchmark debe ser idéntico para todos los fondos que gestionen el patrimonio del colectivo de cada edad o perfil de riesgo.

No se puede trasladar al afiliado la determinación del Asset Allocation sobre la base de seleccionar distintos fondos con un Benchmark de mercado

- Podría valer en el ámbito del ahorro voluntario
- Requiere un alto nivel de educación financiera

## ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN TIEMPOS VOLÁTILES

### 4. EL BENCHMARK Y LA COMPETENCIA

## **4. EL BENCHMARK Y LA COMPETENCIA**

➤ **¿Cómo se define el entorno competitivo y la aportación de valor en términos de rentabilidad diferencial entre los distintos jugadores?**

- **Con la incorporación de un margen de maniobra en la política de inversión de los Fondos administrados por cada operador respecto al benchmark definido**
- **El presupuesto de riesgo deberá estar definido en términos del valor de capital en riesgo máximo a un horizonte a corto plazo para las posiciones diferenciales del fondo respecto al benchmark que corresponda**

## 4. EL BENCHMARK Y LA COMPETENCIA

➤ ¿Dónde está la aportación de valor de los operadores además de en la rentabilidad diferencial?

- Cada vez más en el asesoramiento para la selección de fondo, si como sería deseable se segmentara la base de afiliados no sólo por edad sino por otras condiciones que determinan su PERFIL DE RIESGO
- Administración eficiente
- Servicio al afiliado

## **ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN TIEMPOS VOLÁTILES**

### **5. LOS PRODUCTOS DERIVADOS EN LA GESTIÓN DE LAS INVERSIONES**

## 5. LOS PRODUCTOS DERIVADOS EN LA GESTIÓN DE LAS INVERSIONES

La aportación de los productos derivados es la capacidad de modificar (ampliando o reduciendo la exposición) el perfil de riesgo de un portafolio de manera temporal o permanente, y de forma ágil y sencilla:

- Incorporan, especialmente las opciones, la sensibilidad en el valor del portafolio a factores de riesgo distintos a los que encontramos en los activos tradicionales. Entre estos nuevos factores de riesgo están la volatilidad, el paso del tiempo, e incluso la variación de la posición inicial (vega, theta y gamma). En todo momento se podrán, en foto fija, trasladar las posiciones en derivados a posiciones equivalentes en activos tradicionales (delta)

## **5. LOS PRODUCTOS DERIVADOS EN LA GESTIÓN DE LAS INVERSIONES**

- Desde la perspectiva de riesgo se deberían incorporar los derivados al portafolio global y analizar el riesgo en su conjunto, ya que la visión del riesgo del portafolio de derivados es parcial y puede estar compensado por el riesgo asumido en el conjunto de la cartera
  
- Son instrumentos que aportan valor a la capacidad de gestión, pero requieren:
  - Herramientas adecuadas para su valoración, seguimiento y control, integrando los productos derivados en el conjunto del portafolio bajo gestión con una proyección del perfil de riesgo cambiante en el ámbito de las opciones
  - Administración cuidadosa con especial atención a los productos OTC
  - Documentación ad-hoc

## ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN TIEMPOS VOLÁTILES

### 6. PROPUESTA DE PASOS A DAR

## **6. PROPUESTA DE PASOS A DAR**

- **Definición de benchmark para cada colectivo en función de edad y otras circunstancias que condicionan el perfil de riesgo de cada afiliado**
  - **Selección de un comité de expertos que proponga la política de inversión o benchmark más idóneo en cada caso**
  - **Participación de la industria**
  - **Participación y autorización del regulador**
  
- **Cambios normativos**
  - **Cambio en la manera de presentar la información al afiliado con la incorporación de, además de la rentabilidad absoluta, la performance relativa respecto al benchmark**
  - **Desaparición de la restricción de la rentabilidad mínima garantizada**
  - **Incorporación del benchmark por cada tipo de fondo**
  
- **Otros desarrollos**
  - **Avances en la definición de índices para cada uno de los asset classes que configuran el benchmark**

**MUCHAS GRACIAS**