

Nota de Actualidad Número 46- Setiembre de 2008

La ambición no nos deja ver la realidad

Ricardo Tagliafichi
Profesor de Valuación de Activos Financieros
Graduate School of Business
Universidad de Palermo

Existe en el ser humano lo que se conoce como "aversión al riesgo" y también la "ambición desmedida" y por la "ambición desmedida" dejamos de ver ciertos indicios que de ser analizados convenientemente harían funcionar nuestro sentimiento de "aversión al riesgo".

Desde las crisis de los mercados financieros de los años 1987 en adelante nos hemos encontrado con una cantidad de trabajos, estudios e investigaciones que en conjunto podemos incluirlas en una gran materia de estudio y desarrollo que deberíamos llamar "Modelos y Administración Financiera".

Todos estos estudios se dieron en ámbitos separados, como lo son la Econometría, la Estadística, la Administración Financiera y las matemáticas aplicadas a las finanzas, pero nunca se han estructurado bajo un solo ámbito, que contemple todos los problemas que presenta el mercado financiero.

Con la crisis de estos días explotando en nuestras manos, se me ocurrió realizar unas reflexiones pensando en las herramientas que teníamos a nuestra disposición y tratar de encontrar las razones por las que no las utilizamos para prevenir lo que está pasando en los Estados Unidos que seguramente afectara a Europa también.

Durante la década de los 90, se desarrollaron técnicas de cálculo para estimar el Valor a Riesgo de las inversiones, poniendo de moda la sigla VaR. A tal punto las normas de Basilea I y luego Basilea II, ésta en vías de implementación en la actualidad, trataron de imponer una cantidad de normativas de manera tal que haciendo este cálculo de VaR se pueda establecer en forma neta el valor de las inversiones que respalden las obligaciones contraídas.

De esta manera así como los bancos deben mantener un equilibrio entre las inversiones y los depósitos, las compañías administradoras de fondos de pensiones deben resguardar el valor de las jubilaciones futuras con sus inversiones y las compañías de seguros deben tener cubiertas con las inversiones financieras realizadas las reservas técnicas y matemáticas correspondientes, entonces para establecer un verdadero equilibrio el valor de las inversiones debe estar actualizado y libre de los riesgos de pérdidas producidas por las fluctuaciones de precios o default.

Entonces simplificando uno podría decir que los valores de las inversiones deben reflejar no sólo el valor actual de las mismas sino que además habría que descontar el valor del VaR o lo que es lo mismo decir esta inversión tiene una probabilidad de tomar cierto valor en un futuro determinado con una probabilidad de ocurrencia dada. Entonces así sabríamos de que manera están cubiertos los depósitos, las reservas técnicas y matemáticas, y los fondos de pensiones.

Sobre las técnicas para el cálculo de VaR se han desarrollado los modelos que comentaba al principio de esta nota y que los podemos juntar en modelos aplicados al cálculo de VaR para renta fija y renta variable. Hoy nos aflige lo que suceda en renta fija.

La renta fija tiene dos riesgos importantes, que desde hace tiempo preocupan a aquellos que manejan gran volumen de inversiones y que uno ha tratado de juntar para poder exponerlo en forma conjunta a los managers para la rápida toma de decisiones. Estos riesgos son los riesgos de mercado, cambio de valor en el precio de la inversión, y el riesgo de crédito o riesgo de contraparte.

En cuanto al riesgo de mercado, para renta fija, es primordial analizar el comportamiento de la tasa de interés, a los efectos de analizar las variaciones de la misma, que dependerá de la fluidez de fondos que exista para el mercado de inversiones que se está trabajando o la relación que exista con alguna tasa de interés de referencia.

El otro problema es el riesgo de crédito. Una primera solución es la que aportaron las calificadoras de riesgo de las inversiones, tanto para las obligaciones emitidas por los estados soberanos como por las empresas privadas, mixtas o estatales. La idea de tener una calificación por parte de alguien idóneo en la materia no hizo más que encender una luz de esperanza para los inversores, tanto para pequeños inversores, como para las entidades mencionadas más arriba.

Como lo que se quiere saber es que va a pasar y recordando aquello que dice "el futuro viene del pasado, pasando por el presente" aparecieron entonces las famosas matrices de transición, pomposo nombre para describir un proceso de Markov. Este es el cálculo de probabilidades que dado un suceso hoy ocurra otro mañana y aplicado a la finanzas sería calcular cual es la probabilidad que alguien que está calificado hoy como BBB en un período dado pase a default.

Imagínense a un ahorrista italiano, japonés o alemán en el 2001, sentado ante su asesor de inversiones y éste le dice "Este bono emitido por la República Argentina está calificado como BBB y paga un interés del 15% anual en dólares y compare con el 5% que paga el Tesoro de los EEUU". La ambición dice que estamos en presencia del gran negocio. La aversión al riesgo mira una tabla que dice que alguien que está calificado BBB tiene una probabilidad del 0.18% de pasar a default aplicando las matrices de transición y con ello callo a mi conciencia.

Pero "cuando la limosna es grande hasta el santo desconfía" la diferencia de tasas o el conocido riesgo país nos da una idea de la probabilidad de default que se puede llegar a producir.

Una idea trivial para tener en cuenta es que a medida que obtenemos una tasa de beneficio mayor que la ideal "tasa libre de riesgo" esta diferencia la llamamos "premio por invertir a riesgo"

Si este concepto se lo aplica para la administración de portafolios, porque no refinamos un poco esta idea y la aplicamos a la renta fija aunque tengamos calificaciones de riesgo de las inversiones.

Dado que en el mercado existen inversiones de renta fija que no tienen calificación de riesgo tales como los créditos otorgados por hipotecas, prendas, prestamos personales, etc., el precio de dicho portafolio es el capital prestado equivalente al precio pagado por el flujo de fondos correspondiente, lo que dará una tasa de actualización que será la tasa interna de retorno TIR.

**Center for Business Research and Studies
Graduate School of Business
Universidad de Palermo**

Av. Madero 942, 8º piso
C1106ACV – Buenos Aires, Argentina
Tel. (5411) 5199-1399
www.palermo.edu/gsb

Director:

Daniel Seva
dseva@palermo.edu

Coordinador general de investigación:

Diego Gauna
dgauna@palermo.edu

Finanzas y economía:

Conrado Martínez
cmarti1@palermo.edu

Rubén Ramallo
rramal1@palermo.edu

Marketing:

Gabriel Krell
gkrell@palermo.edu

Management:

Patricio O' Gorman
pogorman@palermo.edu

