

¿Cómo ser value investor y minimizar el impacto de una recesión económica?

Imagen



Lun, 20/05/2019 - 11:18

Por Quim Abril

Compartir

-
-
-
-
-

Si existe alguien autorizado a hablar de cuál es el rendimiento de las acciones a largo plazo, ese es **Jeremy J. Siegel, profesor de finanzas de la Wharton School en Pennsylvania (EE.UU.)** y autor del famoso libro "Stock for the Long Run". Probablemente el gráfico 1 sea el más importante de su libro, donde calcula la acumulación de patrimonio real (eliminando el efecto de la inflación) de un inversor hipotético que hubiera invertido 1 dólar en diferentes activos financieros y reales desde el año 1802.

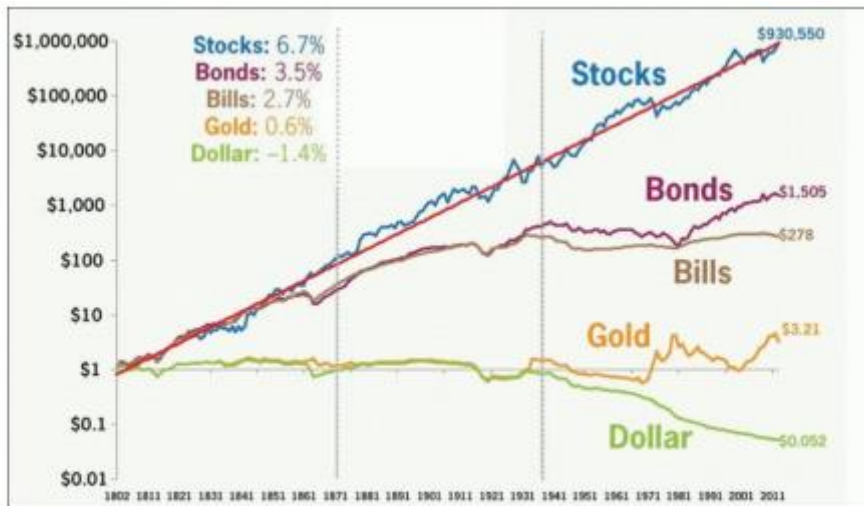


Gráfico 1: Acumulación rentabilidad real desde 1802 invirtiendo \$1 en diferentes activos.
Fuente: *Stocks for the Long Run*, Jeremy J. Siegel

Observando el gráfico 1, Siegel concluye que en promedio una cartera de acciones diversificada prácticamente ha doblado en cada década su poder adquisitivo a lo largo de los últimos dos siglos; por tanto, parece claro que las acciones son el activo en el que invertir a largo plazo. Ahora bien, si observamos la línea de tendencia sobre la serie de rentabilidades reales de las acciones, visualizamos las oscilaciones por encima y por debajo de la línea de tendencia, es decir, la reversión a la media o el ciclo económico.

Cuando se invierte en acciones hay que tener en cuenta el ciclo económico, pero no hay que tratar de predecir con exactitud cuándo será la próxima recesión económica. Las acciones tienden a empezar a caer justo antes de los periodos de recesión económica y a repuntar fuertemente ante señales de recuperación. Siegel demuestra que desde 1802 hasta 2012, Estados Unidos ha experimentado 47 recesiones con una duración promedio de 19 meses y 34 meses para las expansiones, es decir, la economía ha estado en recesión casi una tercera parte del periodo y una sexta parte desde la Segunda Guerra Mundial. Durante una recesión económica, los índices de acciones suelen experimentar elevadas pérdidas en función de su intensidad y duración.

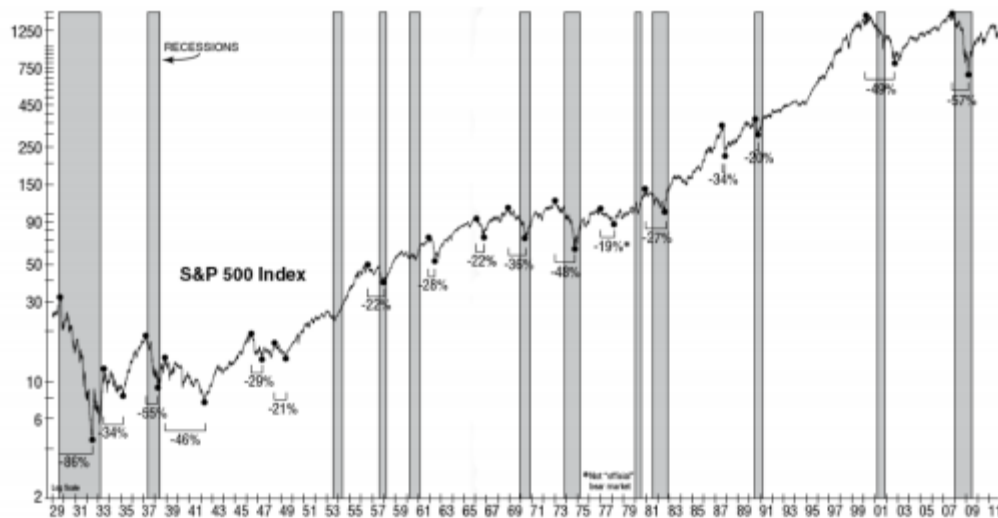


Gráfico 2: Caídas superiores al 20% en el índice SPX desde 1929

Fuente: Bloomberg

En el gráfico 2 observamos cómo a lo largo de la historia nos encontramos con múltiples periodos donde las acciones presentan una caída superior al 20% y casi siempre coinciden con una recesión económica. Aun siendo las acciones el mejor activo a largo plazo, la realidad es que casi ningún inversor tiene un horizonte temporal de 100 años y que una caída del 50% únicamente se recupera con una subida del 100%.



Gráfico 3: Periodo de tenencia promedio de una inversión en acciones desde 1929 en la bolsa de NY (años).

Fuente: Ned Davis

En el gráfico 3 observamos cómo a lo largo de la historia, el periodo de tenencia medio de acciones por parte de los inversores en Estados Unidos se ha ido reduciendo de forma dramática hasta suponer hoy menos de doce meses; por tanto, resulta casi imposible exigir a un inversor en acciones que aguante su inversión durante 10, 20, 50 o 100 años.

Según el propio Siegel, si un inversor pasara de las acciones a la liquidez cuatro meses antes del comienzo de la recesión y volviera a invertir en acciones cuatro meses antes del final de la recesión, ganaría en media un 5% más al año respecto a una estrategia de buy&hold. Como ejercicio teórico está muy bien, pero a la práctica resulta imposible predecir con exactitud cuándo empiezan y terminan las recesiones; economistas de todas las ideologías no han sido capaces nunca de efectuar previsiones con exactitud.

Como inversores deberíamos tratar de construir la mejor cartera de acciones posible, con ventajas competitivas fuertes y sostenibles, no pagar demasiado ($PER < 15$ veces), en compañías de pequeña y mediana capitalización bursátil que tienden a subir más en el largo plazo y proteger esta inversión con una estrategia de riesgo de cola o tail risk.

Estrategia de riesgo de cola o tail risk

Todos tenemos en la memoria la reciente crisis financiera de 2008-2009 y no solo por las pérdidas sufridas en la mayoría de las carteras de inversión sino sobre todo en aquellas carteras que se creían previamente diversificadas. A raíz de este episodio, algunos inversores descubrieron qué era el riesgo de cola y cómo las rentabilidades de la bolsa no seguían una distribución normal. La mayoría de los modelos de riesgo se construyen bajo la hipótesis de que el mercado sigue una distribución normal, pero la historia nos ha demostrado multitud de veces que no es así y 2009 es un ejemplo más.

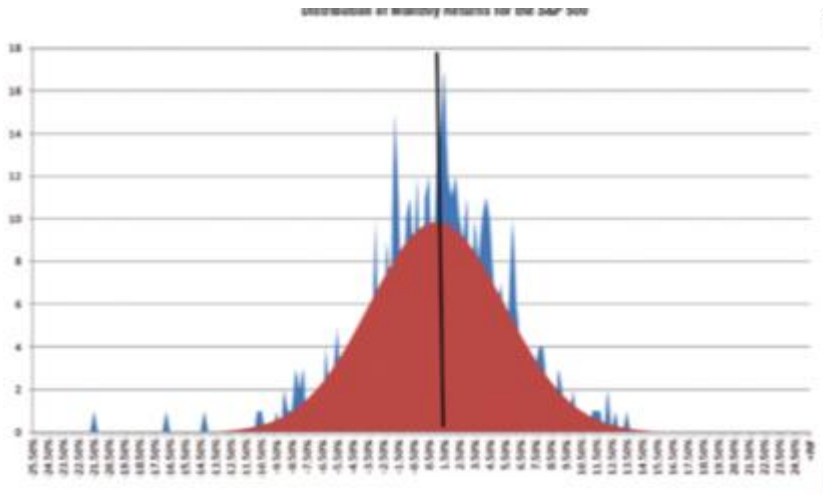


Gráfico 4: Rentabilidades mensuales del S&P 500 (línea azul) en comparación a las rentabilidades de una distribución normal (línea roja). Fuente: Ned Davis

Desde entonces, algunas empresas de inversión sobre todo anglosajonas han lanzado estrategias de protección del riesgo de cola diseñadas para enfrentar períodos de dificultades donde existe alta probabilidad de caídas en el precio de los activos.

La sociedad en general contrata seguros para proteger sus bienes más valiosos (coches, casas, etc.) pero en cambio no lo hace para su cartera de acciones, ¿por qué? Comprar protección ante una caída del precio de las acciones no difiere demasiado de pagar una prima por un seguro sin pensar que no se trata de un lujo sino más bien de una necesidad. Muchos inversores piensan que la diversificación es la solución a una posible caída de los precios, pero la realidad es que la beta de una cartera aumenta durante las correcciones y se reduce en las subidas; por tanto, el argumento ampliamente utilizado de que mi fondo tiene una beta baja, no le va a proteger de una gran caída. La estrategia de tail risk busca proteger una cartera de acciones únicamente de grandes caídas, como durante la reciente crisis financiera de 2009, donde desde máximo a mínimo hubo una caída del 60%.

Existen muchas maneras de proteger el riesgo de una cartera: 1) con activos correlacionados negativamente con el subyacente que se quiere cubrir como letras y bonos del tesoro; 2) con estrategias de correlación negativa durante eventos de riesgo de cola como el VIX o estrategias con futuros; 3) con productos estructurados complejos como un CDR o 4) simplemente cash. En el gráfico 5 observamos la estrategia utilizada en función de la pérdida esperada. Para

grandes caídas únicamente el cash y las estrategias con opciones parecen funcionar bien.

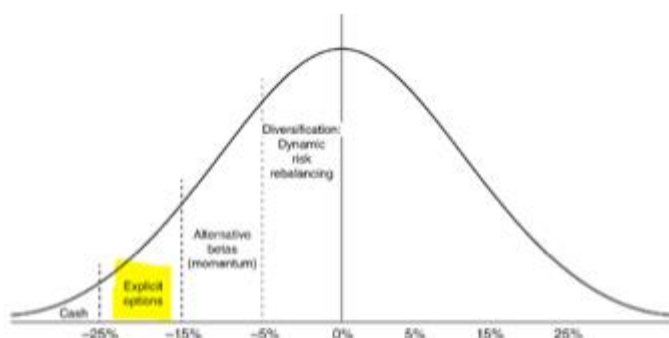


Gráfico 5: Estrategia utilizada en función de la pérdida esperada.
Fuente: PIMCO

Definitivamente la mejor estrategia de cobertura que hemos encontrado a lo largo de los años y que es más fácil de explicar a los inversores es la compra de opciones PUT (Protective Put), 'fuera del dinero', cuando existe cierta probabilidad de que la economía pueda entrar en una recesión en el medio plazo.

¿Cómo realizar la cobertura con opciones?

Para realizar una estrategia de cobertura con opciones primero se deben tomar una serie de decisiones:

- **Exposición.** Conocer bien la beta de nuestra cartera de acciones para ajustar el número de opciones a comprar. Como la beta de la cartera tiende a subir en las caídas utilizamos uno como referencia, aunque por nuestra filosofía de inversión de invertir únicamente en empresas con ingresos recurrentes, la beta de nuestra cartera en un entorno normal está por debajo de 0,6.
- **Subyacente.** Este debe ser líquido, correlacionado negativamente con el subyacente a cubrir y con un spread reducido que no incremente en exceso los costes de transacción. Utilizamos opciones del DJ Euro Stoxx 50 para Europa (no hay otra alternativa) y del S&P 500, Nasdaq 100 y Russell 2000 para EE.UU. en función de nuestra cartera de acciones.
- **Strike.** Las opciones OTM son más baratas porque existe menor probabilidad de que el subyacente pueda caer por debajo de un nivel concreto, pero un strike demasiado lejano no protegerá suficientemente la cartera. Generalmente se sitúan entre el 10% y el 15% por debajo de los precios de mercado, obteniendo

una volatilidad anualizada del 8%-12% que se corresponde con un drawdown del 10%-15%. Por último, los strikes OTM más alejados son más penalizados por un incremento de la curva de SKEW (volatilidad implícita de las opciones para diferentes strikes y un mismo vencimiento), incrementado el coste marginal de las opciones más alejadas. Utilizamos un strike un 20% por debajo de los precios de mercado, primero porque nuestros inversores saben y entienden que se trata de un fondo de renta variable y segundo porque las caídas inferiores al 20% (correcciones) se recuperan con relativa facilidad (ejemplo primer trimestre de este año).

- **Vencimiento y frecuencia del Rollover.** Una opción con vencimiento a un mes es más barata porque tienen poco valor temporal y por tanto es menos probable que suba en precio, en cambio, una opción con vencimiento a tres años es más cara justo por lo contrario. Descartando los extremos, no existe una respuesta sencilla a cuál es el vencimiento y frecuencia del rollo correcto, pero si utilizamos la lógica, deberíamos observar cuál es la curva de volatilidad implícita (SKEW) y la estructura temporal de la volatilidad en cada momento. A modo de guía, podríamos utilizar rollos con mayor frecuencia cuando la volatilidad a corto plazo es inferior al largo plazo, la estructura temporal de la volatilidad es plana o cuando se espera que la estructura temporal de la volatilidad se mantenga constante. En cambio, si la curva de volatilidad está invertida nos interesará realizar menos rollos porque saldrá más cara la prima, por tanto, hay que tener cierta flexibilidad en cuanto a la elección de la frecuencia de los rollos de la estrategia en opciones. En cuanto al vencimiento de las opciones la mejor elección es posicionarse contra cíclico, es decir, si la curva de volatilidad está plana o ligeramente al alza resultará mejores vencimientos cortos en cambio si la curva de volatilidad está invertida, shock de mercado, serán mejores vencimientos largos. En caídas fuertes de mercado, nos podría interesar cambiar puts por put spreads.

Utilizamos normalmente vencimientos entre los tres meses y los seis meses y rollo mensual o trimestral.

- **Coste de la estrategia.** Se trata de definir un presupuesto anual para la estrategia y ser muy estrictos en no excederlo, porque si lo hacemos va a ir en detrimento de la rentabilidad global del fondo. La forma más habitual es utilizar como benchmark el coste de una opción al strike que queremos y con vencimiento anual. Por ejemplo, el coste anual de cubrir el 100% de una cartera de acciones con vencimiento a marzo 2020, strike 10% fuera del dinero y con opciones del DJ Euro Stoxx 50 sería hoy del 3,87%. En conclusión, todos nuestros

cálculos tienen que ir enfocados a no sobrepasar ese coste. Como utilizamos strikes un 20% por debajo de mercado, nuestro coste de referencia será de 1,70%, por tanto, es de esperar que nuestra estrategia no consuma más del 2% en un entorno normal de mercado. En definitiva, una estrategia de riesgo de cola bien administrada no puede ser pasiva. El inversor tiene que comprar primero la cobertura cuando esta sea barata. En segundo lugar, el inversor tiene que monetizar e intercambiar activamente la cobertura por otras antes de que se vuelva costosa. Cuando se mantiene hasta el vencimiento, el valor de la cobertura se reduce a cero si aún está fuera del dinero, por lo que una estrategia de cobertura de riesgo de cola puramente pasiva no contribuiría más que a una reducción del rendimiento potencial de la misma magnitud que la prima pagada por la cobertura.

¿Cuándo realizar la cobertura con opciones?

Probablemente se trata de una de las decisiones más comprometidas y debatidas por la comunidad inversora lo largo de los años. La mayoría de los actores del mercado se empeñan en tratar de anticipar una recesión con unos pocos meses de antelación, pero realmente resulta imposible acertar en el "timing". Cuando se utilizan estrategias de riesgo de cola, el "timing" a corto plazo deja de tener importancia y únicamente interesa el medio y largo plazo. Es aquí donde entra en juego el indicador adelantado de la Conference Board para Estados Unidos (LEI). El LEI es un promedio compuesto de varios indicadores económicos líderes individuales. Es una herramienta de pronóstico de uso común que intenta predecir cambios en la dirección de la actividad económica agregada y determinar los puntos de inflexión del ciclo económico, suavizando así la volatilidad de los indicadores individuales. En general se utiliza el LEI para preveer la evolución del precio de las acciones a corto plazo, pero en el gráfico 6 observamos cómo el LEI no funciona para anticipar el movimiento de la bolsa en el próximo mes o trimestre.

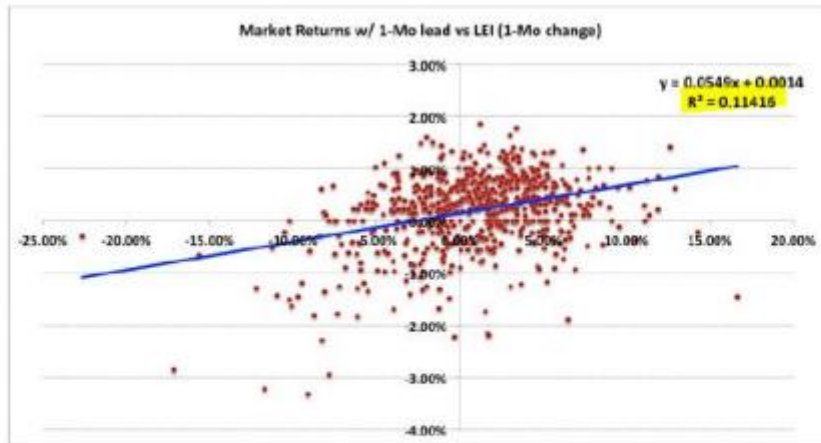


Figure 5. Scatter plot of market returns and changes in LEI (in the following month).

Gráfico 6: Relación entre la variación mensual del LEI y la rentabilidad del mercado en el mes siguiente.

Fuente: Charles Schwab studies

Estamos convencidos de que la forma correcta de utilizar el LEI es analizando si grandes movimientos negativos del LEI explican las colas negativas del mercado (las grandes caídas). Sin querer entrar mucho en detalle, consecuencia de que estamos realizando un estudio de nuestra estrategia con una entidad de reconocido prestigio internacional en tail risk, sí podemos avanzar que con un enfoque probabilístico y con datos históricos del S&P desde 1990, si utilizamos la variación interanual del LEI como variable condicional, la probabilidad de que el S&P 500 esté en la cola izquierda (negativa) se aproxima al 40%.

En un segundo artículo en próximos trimestres, entraremos más en detalle con la construcción de la estrategia así como la utilización de indicador LEI, mientras tanto, en Global Quality Edge Fund sabemos que para proteger bien una cartera mediante una estrategia de riesgo de cola, primero hay que ser pacientes y segundo hay que pagar poco por la cobertura, ya que nunca sabremos con exactitud cuándo vendrá la recesión.

Quim Abril Auladell

Presidente y Gestor de DRACO GLOBAL SICAV.

[¿Cómo ser value investor y minimizar el impacto de una recesión económica? | Funds Society](#)