EE 31 685

Seguimos en Revista de Economía, el programa de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED en Radio Nacional de España, Radio 3, Frecuencia Modulada. Ahora en esta segunda parte de nuestro programa, que llamamos Aula de Economía, vamos a hablar de la gestión del riesgo de mercado por parte de instituciones financieras. Explicaremos especialmente la técnica denominada Valor en Riesgo, VERD, y analizaremos cuál puede ser el impacto de la normativa en las sociedades de gestión de fondos.

Para ello, contamos con la presencia de Marta Solórzano, que es profesora ayudante de Organización de Empresas de nuestra universidad, quien va a entrevistar a Carlos Blanco Viñas, experto en esta materia. Les dejo ya con ellos. Buenas noches.

Nos acompaña hoy en Revista de Economía Carlos Blanco Viñas, doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y máster en Economía Internacional e Inversiones por la Universidad de Nebraska. Carlos Blanco ha desempeñado su actividad profesional en distintas gestoras de fondos internacionales y actualmente trabaja junto a Mark Garman, uno de los expertos mundiales en valoración de productos derivados y gestión de riesgos financieros, como responsable del Departamento de Servicio a Clientes Internacionales en la sociedad Financial Engineering Associates en Berkeley, California. Carlos Blanco se encuentra hoy con nosotros para hablarnos sobre la gestión del riesgo de mercado por parte de instituciones financieras y, en concreto, sobre el valor en riesgo, VER, Técnica de Medición y Gestión del Riesgo de Mercado.

Carlos, ¿qué se entiende por riesgo de mercado? Hola Marta, buenas noches. El riesgo de mercado es el riesgo de perder dinero debido a movimientos de mercado que reducen el valor de las posiciones de nuestra cartera. Por lo tanto, todo gestor de fondos debe identificar cuáles son aquellos factores de riesgo de mercado cuyas fluctuaciones pueden afectar el valor de sus casteras y, por lo tanto, intentar cuantificar cuál es la variabilidad esperada de dichos factores de riesgo.

Entonces, ¿por qué es necesario que las instituciones cuantifiquen y gestionen el riesgo de mercado? En los últimos años se ha producido una auténtica revolución en el campo de gestión de riesgo de mercado, sobre todo desde la publicación del Informe Relativo a las Prácticas y Principios en la Gestión de Instrumentos Derivados del Grupo de los 30. Y la Metodología de Valor en Riesgo, o VER, se ha convertido en la herramienta estándar de medición de este riesgo para las instituciones financieras. A pesar de que la metodología de valor en riesgo se ha desarrollado recientemente, su origen se remonta a la teoría de carteras de Markowitz, que viene desde los años 50.

Sobre la que se sientan las bases de la relación entre el comportamiento de diversos activos dentro de una cartera de inversión. El VER va un paso más allá de la teoría moderna de carteras, al permitir la estimación del riesgo global de carteras invertidas en distintas clases de

activos, como pueden ser renta fija, renta variable, materias primas y distintos instrumentos, utilizando los últimos avances en técnicas de análisis de series temporales. Siguiendo sobre el tema del riesgo de mercado, los expertos hablan de la visión retrospectiva y visión prospectiva del riesgo de mercado.

¿Qué diferencias existen entre ambas? La visión retrospectiva nos permite analizar qué es lo que ha ocurrido en el pasado, pero puede ofrecer una visión errónea del riesgo actual de la institución. ¿Por qué? Las carteras cambian constantemente y los mercados cambian también constantemente. Por lo tanto, después de producirse estos cambios, no sirve mucho analizar qué es lo que ha pasado.

Un análisis postmortem sirve de muy poco una vez se han producido fuertes pérdidas en la cartera. El valor en riesgo como concepto ha de ser prospectivo, es decir, el gestor debe hacer lo posible por intentar describir cuál es el comportamiento posible de los mercados en el futuro y cuál será el efecto de esas variaciones de mercado en nuestra cartera actual. Las probabilidades que estamos buscando no son las probabilidades históricas, sino las probabilidades futuras.

Entonces, ¿nos podrías definir qué es el valor en riesgo, o VER? El valor en riesgo supone un intento de cuantificar las pérdidas esperadas de una cartera de inversión bajo circunstancias normales de mercado. Para cuantificar el riesgo de una cartera, debemos partir de unas hipótesis iniciales sobre el comportamiento individual y conjunto de los instrumentos que la componen. Para ello, es necesario llevar a cabo un proceso de abstracción y simplificación sobre los factores de riesgo a los que está expuesta una cartera de inversión, lo cual nos permitirá analizar la rentabilidad esperada de la cartera.

Antes de continuar con esta exposición sobre el valor en riesgo, es importante puntualizar que la metodología no es una ciencia exacta y, por lo tanto, es necesario conocer las limitaciones del modelo y no interpretar los resultados del análisis como si se trataran de la única solución a la difícil y compleja tarea de la gestión del riesgo de mercado. En cierto sentido, podemos pensar sobre la gestión del riesgo como una película, donde tanto los personajes, que podrían ser los componentes de la cartera, como las escenas de dicha película, que serían las circunstancias de mercado, cambian constantemente. El valor en riesgo sería únicamente un fotograma de dicha película, pero para comprender el riesgo al que está expuesta la cartera a través del tiempo, tendríamos que llevar a cabo ese análisis de forma continuada.

Por tanto, si nuestro valor en riesgo un día y para un nivel de confianza del 95% es de 50 millones de pesetas, ¿qué conclusión tenemos que extraer de esto? Hay diversas formas de interpretar el número de valor en riesgo. Por ejemplo, ese número que acabas de indicar, un valor en riesgo de 50 millones de pesetas para un día y un nivel de confianza del 95%, podría interpretarse, por un lado, como la probabilidad de que las pérdidas en las próximas 24 horas sean superiores a los 50 millones de pesetas es del 5%. Otra interpretación sería que la probabilidad de que las pérdidas sean inferiores a los 50 millones de pesetas, es decir, que

suframos pérdidas menores a los 50 millones o beneficios, sería del 95%, o que uno de cada 20 días, que supondría ese 5%, nuestras pérdidas diarias serían superiores a los 50 millones de pesetas.

¿Y cuáles son los parámetros que determinan el valor en riesgo? Cuando alguien habla del valor en riesgo, este número ha de complementarse con una serie de parámetros adicionales. No es suficiente decir nuestro valor en riesgo es de 10 millones de pesetas o de 80 millones de pesetas. Hay que añadir una serie de parámetros, como son qué metodología ha sido utilizada para el cálculo, que comentaremos posteriormente, sobre qué periodo de tiempo estamos refiriendo esas pérdidas, si estamos hablando sobre las pérdidas en las próximas 24 horas, en la próxima semana o en los próximos 3 meses, que se conoce como el horizonte temporal, también con qué grado de certeza vamos a experimentar pérdidas inferiores a ese valor en riesgo, que en la terminología del valor en riesgo se conoce como el nivel de confianza, y por último, en qué divisa se está midiendo ese valor en riesgo.

No es lo mismo que un inversor mexicano diga que su valor en riesgo es de 50 millones de pesos, que un inversor español diga que sea 50 millones de pesetas. No solamente por el cambio de divisa, sino que para el inversor mexicano sus inversiones en pesos mexicanos no tienen un riesgo de tipo de cambio, mientras que para el inversor español todas las inversiones en moneda extranjera tienen asociado un riesgo de tipo de cambio con ello. Nos encontramos esta noche hablando con Carlos Blanco, que nos está comentando los distintos aspectos sobre el valor en riesgo.

Carlos, como acabas de comentar, uno de los parámetros que determinan el valor en riesgo es el horizonte temporal. ¿Cuál es el horizonte temporal más utilizado? La respuesta a esta pregunta varía de la institución y de los gestores que emplean este tipo de análisis. Es importante puntualizar que para el cálculo del valor en riesgo se asume que la composición de la cartera va a ser constante durante el horizonte temporal, y por lo tanto horizontes temporales muy alejados suelen ser muy poco fiables.

Las carteras y las condiciones de mercado nunca permanecen constantes, siempre tienen una rotación y conforme llega nueva información a los mercados los precios cambian. Por lo tanto el riesgo siempre debe ser gestionado a corto plazo. No tiene mucho sentido calcular el valor en riesgo para un horizonte temporal de un mes de una cartera que cambia día a día, porque dicha cifra va a quedar anticuada muy rápidamente.

Asimismo, a la hora de elegir el horizonte temporal, normalmente cuanto mayor es el horizonte la estimación del riesgo es menos exacta. Nosotros desde FEA llevamos a cabo consultoría a ciertas empresas y recomendamos el uso de horizontes temporales relativamente cortos, en concreto de un día, debido a que el riesgo a medio plazo es simplemente la secuencia de varios periodos a corto plazo, y por lo tanto el gestor no puede esperar controlar el riesgo a medio y largo plazo a menos que controle el riesgo a corto plazo de la cartera. Nunca va a ser posible recuperar las pérdidas, asumiendo que nuestras pérdidas iban a ser inferiores al comienzo del

análisis.

Así que para fijar el horizonte temporal, cuanto menor sea dicho plazo de cálculo, mejor. Hay incluso algunas instituciones que llevan a cabo el cálculo dentro del mismo diario varias veces, sobre todo bancos internacionales que sufren muchas variaciones en la composición de sus carteras. Y en cuanto al nivel de confianza, aspecto que también has comentado, ¿qué recomendaciones efectuarías tú? El nivel de confianza es muy parecido a la elección del horizonte temporal.

Algunas de las elecciones más comunes son, por ejemplo, el 5% o el 1%, es decir, estimaríamos ese valor en riesgo o ese nivel de pérdidas que no superaríamos el 5% o el 1%, pero la elección del intervalo no va a cambiar la composición del riesgo de nuestra cartera. Así que de vez en cuando se oye a gestores decir, nosotros somos muy conservadores y estamos utilizando un valor en riesgo del 99%, o del 99,9%, y yo quiero decir que nunca vamos a experimentar pérdidas superiores. Están muy equivocados.

La elección de ese intervalo de confianza simplemente nos delimita un punto de la distribución de rentabilidades y no cambia la composición del riesgo de nuestra cartera. Asimismo, para niveles de confianza muy extremos, superiores al 99%, la fiabilidad del valor en riesgo es mucho menor. Existiendo como existen tantos criterios para medición de riesgos, ¿por qué ahora mismo se ha convertido el valor en riesgo en la forma estándar de medición del riesgo de mercado? Uno de los principales atractivos del valor en riesgo es su simplicidad de interpretación.

En un solo número, el valor en riesgo ofrece una estimación de cuánto puede perder una institución como consecuencia de la variabilidad del precio de los instrumentos de su cartera. Sin embargo, el valor en riesgo es mucho más que un número, y la metodología puede ser utilizada no solamente para medir el riesgo, sino para gestionarlo. El valor en riesgo es una herramienta que ayuda a descubrir los riesgos ocultos o difíciles de encontrar o medir y contribuye al entendimiento de los mismos, ofreciendo una mayor transparencia a los gestores y a la dirección, accionistas y personas interesadas en el funcionamiento de la cartera de una mayor transparencia sobre los riesgos asumidos por dichos gestores.

El valor en riesgo es un componente esencial en la gestión de riesgos que permite medir, vigilar y evaluar el riesgo de forma que pueda ser comunicada a través de todos los niveles de la organización y personas que están afectadas por el comportamiento de dichos fondos. Una vez que nos has ilustrado sobre el concepto y sobre las utilidades del valor en riesgo, ¿cuáles son las principales metodologías que se utilizan para calcular el valor en riesgo? Ahora mismo hay tres metodologías fundamentales, vamos simplemente a enumerarlas, porque un poco su exposición se sale un poquito de esta presentación, y las principales son el valor en riesgo analítico, también conocido como el valor en riesgo por varianzas y covarianzas, o de risk metrics, que es el más utilizado por la mayoría de gestoras, y luego hay dos métodos basados en simulación. Uno de ellos, conocido como el valor en riesgo por Monte Carlo, que se basa en

la simulación de escenarios de precios aleatorios, y a través del estudio de esos escenarios de precios aleatorios, se llega a cabo una estimación de cuál es el riesgo que estamos asumiendo, y el otro método basado en simulación es la simulación histórica, que se basa en estudiar cuál habría sido el comportamiento de nuestra cartera actual en el pasado, y a través de ese estudio llega a una serie de conclusiones sobre el riesgo que estamos asumiendo, suponiendo que en el futuro los mercados se van a comportar de forma parecida a la que se han comportado en el pasado.

Bien, una vez que hemos presentado la metodología, el concepto y las utilidades del valor en riesgo, queríamos comentar un aspecto que yo sé que Carlos Blanco ha estado estudiando, y es el referido a la publicación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de una circular para el establecimiento de límites a las operaciones en instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva. Esta circular sirve como complemento a la orden ministerial del 10 de junio de 1997 sobre operaciones de carácter financiero en instrumentos derivados. Carlos, ¿cuál es el objetivo de esta normativa? Bueno, la normativa surge como respuesta a la percepción existente en los mercados que es necesario imponer una serie de límites cuantitativos y cualitativos a la operativa en derivados para controlar la operativa en dichos activos en los fondos de inversión, debido a los altos riesgos potenciales que suelen asumirse y que podrían tener como resultado fuertes pérdidas inesperadas para los partícipes que en la mayoría de los casos no conocen las posiciones y los riesgos asumidos por los gestores de las instituciones de inversión colectiva.

En este sentido, el presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en una presentación que lleva a cabo el pasado 4 de marzo, citó que contra posibles pérdidas derivadas de la volatilidad de mercados o de inversiones de alto riesgo no hay ninguna vacuna. La única prevención posible es el asesoramiento leal por parte de los intermediarios y la presencia de los inversores que deben estar bien informados de los riesgos que incurren para valorar si están dispuestos a asumirlos y así evitar sustos posteriores. El valor en riesgo ofrece una solución al problema de la falta de información por parte de los inversores sobre cuál es el riesgo que están asumiendo al invertir en ciertos fondos.

Entonces, realmente, ¿cuáles son las novedades que introduce esta normativa respecto de la normativa anterior? Con la normativa aprobada en junio del 97 y, posteriormente, con la normativa que acaba de ser aprobada el pasado mes sobre la imposición de límites, se da una mayor flexibilidad a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva a la hora de utilizar los productos derivados como inversión, cobertura o con el fin de desarrollar una estructura garantizada, es decir, los llamados fondos garantizados que garantizan una rentabilidad mínima de la inversión. Debido a la importancia que tienen en nuestro sistema financiero los inversores institucionales, el Ministerio de Economía y Hacienda decidió dotar a las instituciones de inversión colectiva de todos los instrumentos que les permitan llevar a cabo una eficiente gestión de los patrimonios y, en concreto, el de los productos derivados negociados en mercados no organizados. Un poco viendo el volumen y el tremendo auge de los fondos de inversión de España, hoy en día hay cerca de cuatro millones y medio de

personas que invierten a través de fondos de inversión en España y el patrimonio gestionado por parte de estos fondos de inversión supera los 30 billones de pesetas.

El Banco de España probablemente ha expresado sus preocupaciones a la Comisión Nacional del Mercado de Valores debido al hecho que las principales gestoras de fondos están respaldadas también por los principales bancos y, por ello, siendo el Banco de España el último responsable del sistema financiero español, quiere conocer qué están haciendo estas gestoras y qué riesgos están tomando. ¿Y cuáles son los métodos que permite la Comisión Nacional del Mercado de Valores utilizar para fijar los límites? La Comisión Nacional permite dos métodos para fijar los límites de operativa en derivados. Por un lado, el método estándar, que es un método relativamente simple de aplicar en la práctica y requiere casi exclusivamente que los gestores de la sociedad extraigan de su cartera todos los instrumentos en los que invierten y valoren sus posiciones en instrumentos derivados y activos financieros cubiertos a precios de mercado y apliquen unos coeficientes.

Por otro lado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores permite la utilización del método libre o valor en riesgo, reconociendo que el método estándar de estimación de riesgos adolece de ciertas imprecisiones debido a su carácter generalizador y simplificador. La Comisión Nacional de Mercado de Valores permite que ciertas entidades lleven a cabo una estimación más exacta y más prudente del riesgo en el que tengan en cuenta los efectos derivados de la justificación que permite el valor en riesgo. Yo no sé si te pongo en un compromiso al pedirte tu opinión sobre la efectividad de la nueva normativa.

No, en absoluto. Hemos estudiado en bastante detalle la nueva normativa, incluso hemos expresado nuestras opiniones a las personas que han preparado dicha normativa y, en mi opinión, el principal objetivo de dicha normativa y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como regulador es conseguir que las sociedades gestoras conozcan el riesgo asumido en sus carteras y presenten información periódica en lo relativo a sus posiciones. El establecimiento de límites de operativa es una medida en el camino adecuado, pero puede ser contraproducente si, además, se obliga a calcular el riesgo de una forma específica y se limita la acción de dichos gestores a la hora de tomar decisiones de inversión.

Por ejemplo, en Estados Unidos y la mayoría de los países donde los productos derivados están jugando un papel de mayor importancia, las entidades reguladoras han llegado a la conclusión que no es posible exigir a todos los participantes en el sistema financiero de un método estándar de riesgo. Todas las instituciones tienen unos métodos muy particulares de gestionar el riesgo y ellos prefieren decidir cuál es la forma más adecuada de gestionar dicho riesgo. Debido a la creciente innovación en el campo de la gestión de riesgo de mercado, las entidades reguladoras se han dado cuenta que, después de estar jugando al juego del gato y el ratón en el que siempre llegaban tarde, ha sido preferible dejar en mano de las instituciones la gestión de los riesgos asumidos, debido a que ellos conocen mucho mejor su área de negocio y, al mismo tiempo, establecen una serie de penalizaciones para aquellas instituciones que incurran en demasiados riesgos o que no gestionan el riesgo de forma adecuada.

Hasta cierto punto, parece que existe cierta desconfianza por parte de la Comisión Nacional sobre la capacidad de los gestores de fondos en España de gestionar el riesgo de forma eficiente y, de ahí, la imposición de estos límites que han sido calificados como bastante estrictos por muchas gestoras. Asimismo, existe un enfrentamiento, al menos dialéctico, entre la Comisión Nacional y las sociedades gestoras de inversión colectiva, debido a que los límites que impone la Comisión pueden afectar a la hora de desempeñar su labor de gestión de fondos y van a suponer un coste importante en términos de software y de contratar al personal cualificado que pueda llevar a cabo esta gestión. Por ello, yo pienso que es necesario establecer unas vías de comunicación más transparentes y fluidas entre la Comisión Nacional y los gestores afectados por esta medida y que se lleve a cabo una explicación mucho más clara de la nueva normativa por parte de la Comisión hacia las sociedades gestoras y, asimismo, una mayor participación de los gestores a la hora de establecer estos límites porque todos deberían estar intentando llegar a la misma solución.

Asimismo, los medios de comunicación financiera pueden desempeñar una función más activa y facilitar los canales por donde dicha información pueda fluir para llegar al máximo número de personas interesadas. En este sentido, este programa es muy interesante porque lleva a los oyentes de Radio Nacional de España los últimos avances tanto en técnicas de gestión de riesgo como el impacto de la normativa en las sociedades de gestión de fondos. Muchas gracias, Carlos, por habernos acompañado esta noche.

Le recordamos que hemos tenido con nosotros a Carlos Blanco y nos ha estado comentando la técnica del valor en riesgo, técnica de medición y gestión del riesgo de mercado, así como su opinión sobre la última normativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre los límites a las operaciones en instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva. Muchas gracias y buenas noches. Perdón, ¿quieres comentar algo más? Sí, solamente darte las gracias, Marta, y dar las gracias a Radio Nacional de España por darme esta oportunidad de hablar.

Y para las personas que estén interesadas en ampliar sus conocimientos sobre el valor en riesgo, en nuestra página en el Internet tenemos bastante información y algunos artículos que hemos escrito, algunos incluso en español, y si alguien está interesado, la dirección es www.fea.com. Muchas gracias. Muchas gracias y buenas noches. Buenas noches.

Hasta la próxima semana a las cero horas del miércoles en Radio Nacional de España, Radio 3 en esta misma frecuencia. Esto fue Revista Economía.