



AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

El apalancamiento

Marcos Pérez & Sharash Alexander

22 de julio de 2021

Aviso legal:

Todo el contenido de este documento está protegido por las leyes de Propiedad Intelectual y sujeto a las siguientes condiciones: Ninguna parte total o parcial de este documento podrá ser copiado, reproducido, modificado, publicado de nuevo, cargado, manipulado, transmitido o distribuido de modo alguno, en ningún soporte, total o parcialmente, sin el consentimiento previo por escrito de los representantes de Affinium Internacional FI; salvo una copia de los materiales que usted podrá almacenar en su ordenador personal para uso privado, sin fines comerciales, respetando todos los derechos de propiedad intelectual y cualquier otro derecho que se pudiera mencionar. La reproducción, almacenaje permanente y la difusión de los contenidos o cualquier otro uso que tenga finalidad pública o comercial queda expresamente prohibida sin el consentimiento previo expreso y por escrito.

A todas las mentes curiosas...

El apalancamiento es una herramienta a disposición de los inversores que se puede utilizar de muchas formas y en distintos grados. Uno de sus usos más comunes y populares es buscar multiplicar el beneficio esperado de una inversión o apuesta, habitualmente motivado por una gran confianza en un modelo o escenario previsto.

Cuando se recurre al apalancamiento con este enfoque y objetivo, es inevitable aumentar el riesgo de la inversión. Efectivamente, por muy fiable que sea el modelo o probable que se considere el escenario esperado, en caso de no producirse las pérdidas pueden llegar a ser, más que desproporcionadas, devastadoras. De ahí la mala fama que esta herramienta tiene entre muchos inversores, aunque no sea el único uso que se le puede dar.

Sin embargo, el aparente apalancamiento que se reporta en Affinium es consecuencia de la implementación elegida para construir la cartera, así como de la manera en que la CNMV lo contabiliza. Como vamos, en ningún caso se trata de una apuesta deliberada en un tipo de activo, modelo o escenario particular.

Para mostrar esto más claramente y ayudar a entender mejor la construcción de la cartera, vamos a ver cuatro formas diferentes pero equivalentes de implementar la misma estrategia.

Introducción

Según la CNMV, el apalancamiento es la posibilidad de realizar con una cantidad de dinero una inversión que se comporta como otra de un volumen muy superior. Así, la normativa establece como nivel o grado de apalancamiento el ratio del valor del mercado invertido (valor nominal o “*notional*”) dividido por valor del patrimonio del fondo. Como vamos a ver, este ratio definido por la CNMV puede llevar a malentendidos en algunos casos.

Se busca construir una cartera con exposición equiponderada a las siguientes clases de activos:

- 25% Bolsa
- 25% Inmobiliario
- 25% Oro
- 25% Bonos de largo plazo (20 años)

Vamos a ver 4 formas distintas de implementar de manera equivalente la misma cartera, pero que computan de manera diferente según el ratio de apalancamiento de la CNMV:

Cartera 1: Sólo ETFs

Se construye la cartera comprando ETFs o fondos que nos den exposición a cada clase de activo con el porcentaje (peso) deseado. Como la cartera es equiponderada con cuatro elementos, un 25% para cada clase de activo.

En este primer caso no quedaría liquidez remanente (cash) en el fondo, por lo que no sería necesario incluir otras compras como por ejemplo Bonos a 3 meses (90 días).

El ratio de apalancamiento según la CNMV sería pues del 100% ó 1 a 1.

El resumen de esta forma de implementar la cartera quedaría:

| Cartera 1 | ETFs |
|--|-------------|
| Bolsa: | 25% |
| Inmobiliario: | 25% |
| Oro: | 25% |
| Bonos de 20 años: | 25% |
| | |
| Cash: | 0% |
| Bonos de 90 días: | 0% |
| Duración equivalente (años) de los Bonos en cartera: | 20 |
| | |
| Exposición total o apalancamiento: | 100% |

Cartera 2: Derivados + Cash

Otra manera de conseguir la misma exposición a los activos deseados es hacerlo a través de derivados.

Esto requiere la contratación de instrumentos derivados por un nominal (o exposición equivalente) igual al de la Cartera 1. Estos instrumentos, por ejemplo Futuros, requieren sólo la aportación al bróker de unas pocas garantías que suelen ser una parte muy pequeña del nominal expuesto, por lo que **el grueso de la cartera pasa a estar prácticamente en su totalidad en liquidez (cash)**.

Con esta forma de implementación de la misma estrategia, el ratio de apalancamiento según la CNMV seguiría siendo del 100%.

El resumen quedaría así:

| Cartera 2 | | Derivados + Cash |
|-----------|--|------------------------|
| | Bolsa: | 25% |
| | Inmobiliario: | 25% |
| | Oro: | 25% |
| | Bonos de 20 años: | 25% |
| | | |
| | Cash: | 100% (menos garantías) |
| | Bonos de 90 días: | 0% |
| | Duración equivalente (años) de los Bonos en cartera: | 20 |
| | | |
| | Exposición total o apalancamiento: | 100% |

Cartera 3: Derivados + Bonos a 90 días

La tercera forma de implementar la misma estrategia es, partiendo de la Cartera 2, **invertir el cash en bonos gubernamentales a 90 días con el objetivo de recuperar el coste de financiación implícito en los derivados** que se renuevan trimestralmente. De esta manera se compensa su coste y apenas se añade riesgo a la cartera, pues la sensibilidad a los tipos de interés de los bonos a 90 días es extremadamente baja.

Tenemos ahora una cartera con un 25% de bonos a 20 años más un 75% de bonos a 90 días. ¿Cuál es entonces la duración de la cartera?

Sin complicar aquí el cálculo utilizando la duración de Macaulay, la duración modificada o la duración efectiva; la mayoría de gestores de renta fija utilizan en la práctica la **duración media ponderada o el plazo medio ponderado hasta el vencimiento** para estimar la duración o plazo a vencimiento de su cartera de bonos.

El promedio ponderado de la Cartera 3 es pues $(25\% \times 20 \text{ años}) + (75\% \times 0.2466 \text{ años}) = 5.18 \text{ años}$.

Nótese que cuando no se invierte el cash (Cartera 2), según la normativa no hay apalancamiento. Pero en la Cartera 3, al decidir darle un uso práctico al cash sin añadir más riesgo, esta implementación aparecería como un apalancamiento en la CNMV de 175%. La Cartera 3 queda pues resumida del siguiente modo:

| Cartera 3 | | Derivados + Bono 90 Días |
|--|--|---------------------------------|
| Bolsa: | | 25% |
| Inmobiliario: | | 25% |
| Oro: | | 25% |
| Bonos de 20 años: | | 25% |
| | | |
| Cash: | | 25% (menos garantías) |
| Bonos de 90 días: | | 75% |
| Duración equivalente (años) de los Bonos en cartera: | | 5.18 |
| | | |
| Exposición total o apalancamiento: | | 175% |

Cartera 4: Derivados + Bonos a 5 años

Por último, otra forma de construir la misma estrategia es: En lugar de dividir la exposición a renta fija de la Cartera 3 en un 25% en bonos a 20 años más un 75% en bonos a 90 días, invertir el 100% del cash en bonos de una duración ponderada promedio equivalente de 5 años.

En otras palabras, si en la Cartera 3 la duración promedio equivalente era de aproximadamente 5 años, en la Cartera 4 simplemente invertimos ya toda la parte de bonos directamente en bonos de 5 años consiguiendo el mismo efecto. Se recupera así también el coste de financiación de los derivados con prácticamente la misma duración equivalente.

Conseguimos así una implementación limpia y simplificada de la estrategia: Un 25% respectivamente de exposición a Bolsa, Inmobiliario y oro (total 75%) más un 100% de exposición a bonos de 5 años:

| Cartera 4 | | Derivados + Bono 5 Años |
|--|--|--------------------------------|
| Bolsa: | | 25% |
| Inmobiliario: | | 25% |
| Oro: | | 25% |
| Bonos de 5 años: | | 100% |
| | | |
| Cash: | | 0% |
| Bonos de 90 días: | | 0% |
| Duración equivalente (años) de los Bonos en cartera: | | 5 |
| | | |
| Exposición total o apalancamiento: | | 175% |

Como ocurre en el caso de la Cartera 3, hay que enfatizar que en la Cartera 4 sólo existe apalancamiento por el hecho de invertir el exceso de cash no utilizado en las posiciones de derivados, y no por “apostar” a un escenario o activo concreto. Es decir, en términos de apalancamiento la CNMV contabiliza las Carteras 3 y 4 como carteras con apalancamiento de 175%, aunque como hemos visto se trata de maneras equivalentes (aunque más eficientes) de implementar la misma estrategia que en las versiones de las Carteras 1 y 2.

Riesgo de bonos en cartera

Siendo la preservación del patrimonio y la prudencia las directrices principales en la implementación de nuestra cartera, los **bonos de 5 años que elegimos para construir la versión de la Cartera 4 serán siempre bonos gubernamentales y con calificación crediticia AAA**, como por ejemplo bonos de Alemania, EEUU, etc.

El riesgo de quiebra es pues mínimo. El único riesgo que se añade a la cartera es el que se deriva de la sensibilidad de los bonos a los cambios en los tipos de interés.

* * *