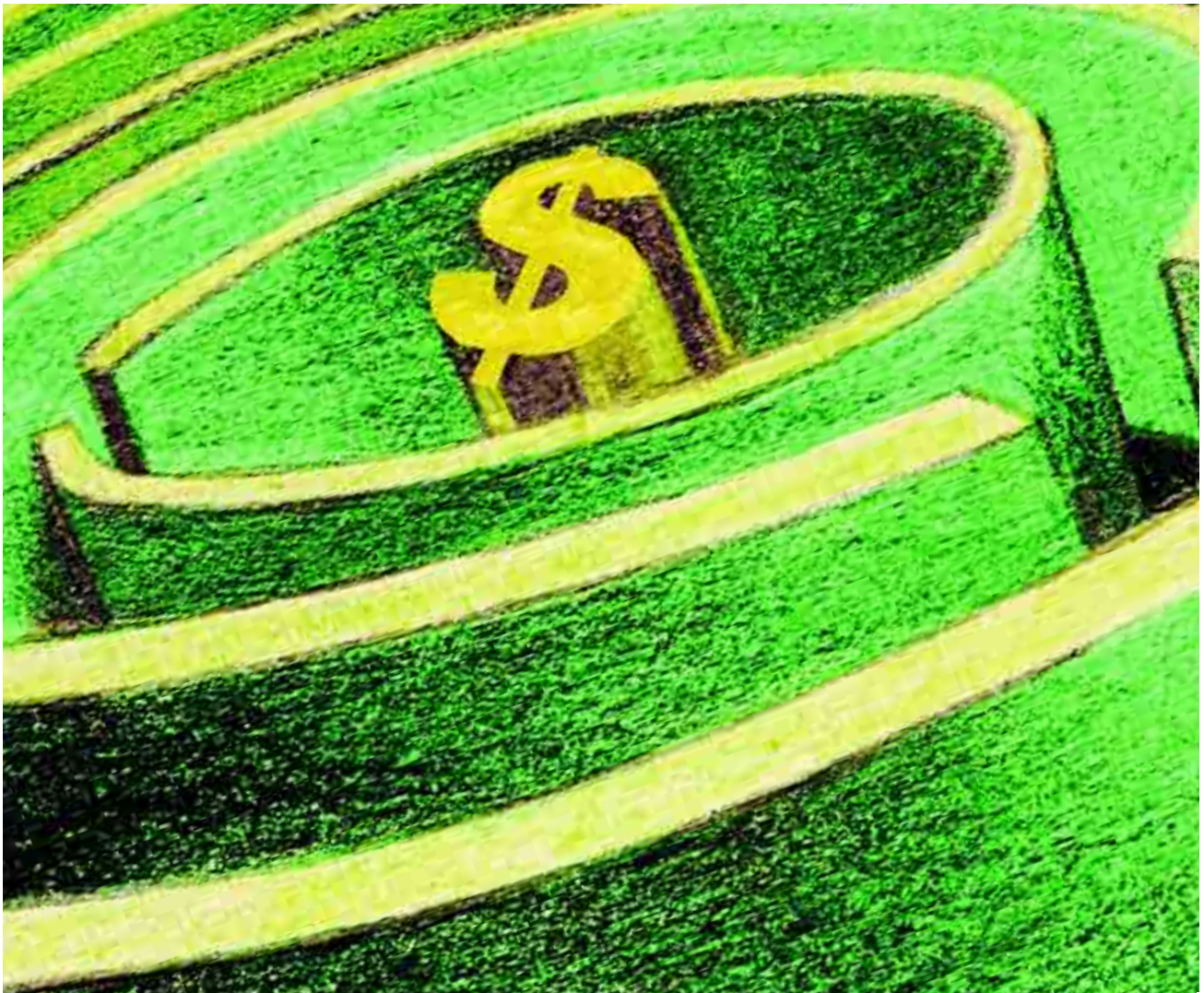


William Sharpe:

“Tomar decisiones de inversión sin tener en cuenta la incertidumbre es la mayor de las locuras”

Karen Christensen

Directora de *Rotman Magazine*.



Este profesor de Stanford y premio Nobel de Economía habla sobre el riesgo de longevidad, las ineficiencias de la regla del 4% y la importancia de una estrategia *lockbox*.

Karen Christensen: Los consumidores de servicios financieros se enfrentan a muchos mensajes contradictorios. ¿Cuál es su reflexión al respecto?

William Sharpe: Lo primero que sugiero es que las personas obtengan previsiones correctas y realistas sobre dónde es posible que acaben en la jubilación si continúan haciendo lo que hacen en la actualidad. Y por *realista* me refiero a tener en cuenta no sólo lo bueno, sino también lo malo y lo desagradable, de manera que tengan una visión realista de su futuro si siguen haciendo lo que hacen. Una vez hecho esto, pueden empezar a formular las preguntas difíciles: "¿Debería ahorrar más?" (por lo general, la respuesta es sí), "¿Debería asumir un riesgo diferente?", "¿Es suficiente el grado de diversificación de mi cartera?", etc.

En segundo lugar, las personas necesitan invertir sus ahorros de una forma eficiente y barata, y eligen inversiones que son coherentes con sus circunstancias, con el resto de sus valores y con su tolerancia al riesgo. En el momento de la jubilación, es necesario tomar decisiones con relación a los fondos que se han ahorrado: ¿debería invertir en un fondo de pensiones? En tal caso, ¿de qué tipo y cuánto dinero debería invertir? Si se mantienen los fondos, ¿cómo debería invertir y gastar a lo largo de sus años de jubilación? Todas ellas son decisiones difíciles y deben tomarse tan cuidadosamente como sea posible.

Usted ha dedicado gran parte de su carrera profesional al estudio del riesgo del mercado. ¿Cree que los inversores de hoy día se centran lo suficiente en el aspecto negativo?

Por desgracia, muchas decisiones de inversión las toman individuos que no están preparados para tomarlas. Decirle a alguien "Aquí hay 8.000 fondos de inversión" o, incluso, "Aquí hay 10. Haga lo que sea adecuado" no es de gran ayuda. Tanto el *software* como algunas de las personas que se dedican al asesoramiento parecen en muchas ocasiones ignorar el riesgo. Éstos son planes contables en los que uno gana el 9% todos los años como un reloj y fallece exactamente en la fecha prevista; no hay ninguna incertidumbre. Tomar una decisión en lo que respecta a "acciones frente a bonos frente a efectivo" y sobre cuánto ahorrar sin

tener en cuenta la incertidumbre –por no mencionar intentar calcularla– es, en mi opinión, la mayor de las locuras.

A medida que la esperanza de vida sigue aumentando, también lo hace el "riesgo de longevidad". ¿De qué modo repercutirá esto en la planificación de la inversión?

Vivir más años conlleva la necesidad de ahorrar más, trabajar durante más tiempo o ambas cosas a la vez. Sería maravilloso que hubiera alguna forma sencilla de

“Con un enfoque ‘lockbox’,
cuentas diferentes podrían
tener perfectamente diferentes
estrategias de gestión
de la inversión, así como
diferentes cantidades
de financiación inicial”

obtener mayores beneficios de las inversiones, pero, una vez que se han eliminado las ineficiencias de un programa de inversión, no hay forma de adaptarse a una mayor longevidad sin incurrir en el problema de consumir menos, trabajar durante más años o ambas cosas a la vez.

Una de las estrategias de jubilación más populares implica consumir anualmente un capital social fijo equivalente al 4% de la riqueza inicial siempre y cuando el 40%-60% restante esté formado por una combinación de bonos y acciones. ¿Qué le parece este enfoque?

Mis colegas y yo hemos abordado la "regla del 4%" y creemos que es ineficiente asociar un proceso deseado de consumo fijo con una estrategia de inversión variable e incierta. Del modo que se pone en práctica habitualmente, corre el riesgo de quedarse sin dinero durante el período previsto y el riesgo de que sobre dinero una vez que el período finalice. Es posible obtener los mismos resultados con las mismas probabili-

dades a un coste menor. En recientes estudios hemos calculado que, en un marco típico, un enfoque de este tipo sería equivalente a tirar entre el 10% y el 20% de los ahorros de jubilación de una persona. Por todas estas razones, creemos que esta "regla empírica" tan ampliamente defendida no es un enfoque adecuado. El problema con las estrategias tradicionales para garantizar ingresos durante la jubilación es que están divididas en dos partes: una estrategia de inversión y una política de consumo. Es necesario que estén realmente integradas.

En un reciente artículo, usted señala la importancia de crear una "estrategia lockbox". ¿Podría explicar este concepto?

El enfoque está diseñado para alguien que acaba de jubilarse y ha decidido dedicar una determinada cantidad de sus ahorros al consumo en los años futuros. La idea es evaluar las preferencias del individuo para diferentes cantidades de consumo en cada uno de los años futuros, su tolerancia al riesgo frente al consumo en diferentes momentos en el futuro, la riqueza actual y otras fuentes de ingresos, y a continuación determinar un plan global. Parte de este plan implica asignar los fondos actuales a una serie de *lockboxes* o cuentas virtuales, cada una de las cuales está diseñada para facilitar el consumo en un determinado año futuro. Por tanto, uno puede colocar, digamos, 20.000 dólares en una *lockbox* para el año 2020. Esta cuenta también incluiría instrucciones para la gestión del dinero desde el mo-

“En un supuesto mercado financiero ‘completo’, cualquier estrategia de consumo e inversión se puede implementar con un enfoque ‘lockbox’”

mento actual hasta el último año. Cuentas diferentes podrían tener perfectamente diferentes estrategias de gestión de la inversión, así como diferentes cantidades de financiación inicial.

En el artículo demuestro que, en un supuesto mercado financiero "completo", cualquier estrategia de consumo e inversión se puede implementar con un enfoque *lockbox*. Por supuesto, la idea de un "mercado com-

pleto" es simplemente un supuesto práctico que suelen utilizar los economistas; los mercados financieros reales no responden a este ideal. No obstante, los resultados de las inversiones que probablemente desearían lograr las personas se podrían obtener perfectamente con los instrumentos financieros actuales. Alternativamente, si hubiera suficiente demanda de un determinado conjunto de resultados, no cabe duda de que el sector de los servicios financieros crearía los instrumentos adecuados. Algunos de los enfoques actuales en lo que respecta a la inversión y al consumo durante la jubilación se pueden implementar hoy día con el enfoque *lockbox*.

Una importante consideración que hace que el sistema *lockbox* sea especialmente atractivo es el hecho de que, en los últimos años de nuestra vida, es posible que nuestra capacidad para tomar decisiones óptimas haya disminuido, por lo que, en cierto sentido, el enfoque *lockbox* permite a un individuo tomar decisiones para cuando sea viejo. Esto no significa que estas cuentas virtuales no se puedan abrir de forma prematura para obtener fondos adicionales, ni que todo el dinero de una cuenta se deba gastar en el año designado. Sin embargo, hay muchas ventajas asociadas a las intenciones que se reflejan en una estrategia *lockbox*. Además, es mucho más probable que esta estrategia proporcione un resultado eficiente de la inversión frente a algunas reglas empíricas que consideran todos los ahorros como una sola cartera.

Usted ha comentado que las inversiones con una rentabilidad superior a la esperada tienden a ser aquéllas que tienen un peor comportamiento en períodos adversos. ¿Por qué ocurre esto?

Algunas inversiones sí tienen una rentabilidad esperada mayor que otras y, en general, son aquéllas que tienen un peor comportamiento en períodos adversos. Éste es el resultado estándar de la teoría de valoración de activos financieros, ya sea el Modelo de Valoración de Activos Financieros (CAPM) o el enfoque más general, que utiliza *kernels* de valoración. La idea fundamental es que los bienes que son escasos alcanzan precios más altos que aquéllos que son abundantes. Si no fuera éste el caso, las personas querrían más de los segundos que de los primeros, lo que es inviable.

En estados futuros en los que los mercados son adversos, hay menos dinero y, por tanto, las personas pagarán más por la promesa de recibir un dólar en un mercado a la baja que por la promesa de recibir un dólar en un mercado alcista. Esto lleva directamente a una rentabilidad esperada superior para las inversio-

nes que se espera que tengan un comportamiento peor en los períodos bajistas; esto es, proporciona menos cantidad del dinero caro y más del barato. En este contexto, *períodos adversos* hace referencia a las situaciones en las que una cartera ampliamente diversificada de activos financieros de todos los tipos tiene un mal comportamiento. Por ejemplo, se podría establecer una relación con la cartera de mercado mundial, que incluye todas las acciones y bonos negociados en todo el mundo.

Usted ha señalado que existe un abismo entre el enfoque de los economistas con respecto a las estrategias durante la jubilación y la “regla empírica” que utilizan los asesores financieros. ¿Cómo puede el inversor medio sortear este abismo?

No cabe duda de que el inversor medio debería dejarse asesorar por una persona u organización que escuche lo que dicen los economistas.

¿Cree que la aportación de las Finanzas del Comportamiento es positiva para la disciplina de la Economía Financiera?

Está realizando –y lo seguirá haciendo– una aportación significativa, pero es importante diferenciar dos aspectos: la valoración de activos y la elección de la cartera. Están los precios de los activos (riesgo, rentabilidad y todo eso) y están las carteras que tienen los individuos. En su libro *The Wisdom of Crowds*, James Surowiecki hace referencia de forma razonable a una gran cantidad de estudios sobre el comportamiento y al funcionamiento de los mercados eficientes. El argumento básico es que, si contamos con un número suficiente de personas, a pesar de que éstas estén mal informadas y sean irracionales a la hora de salir al mercado, es totalmente posible que los precios de los activos y, por consiguiente, el riesgo y la rentabilidad verdaderos sean los que uno lograría si fueran todas racionales y estuvieran bien informadas.

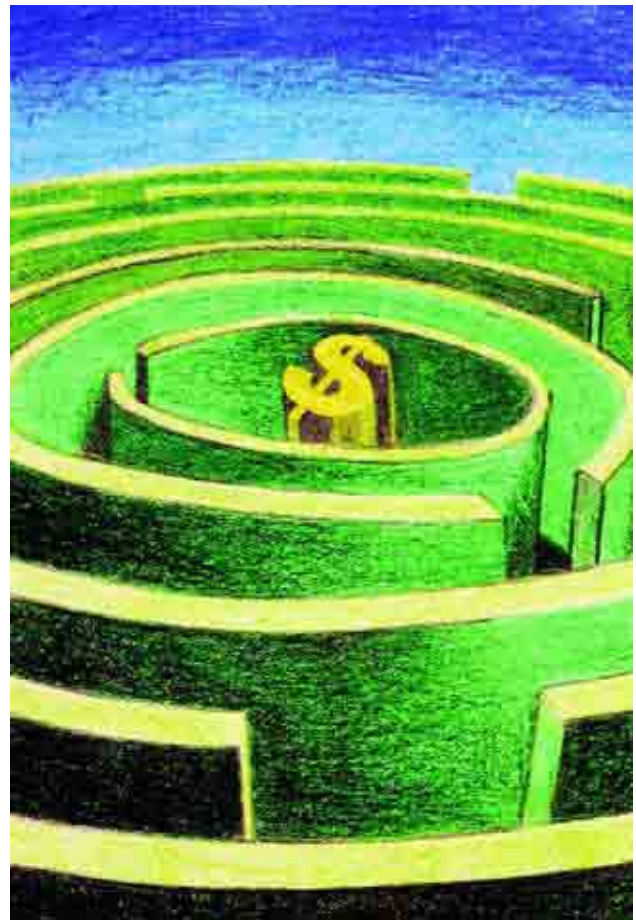
Bob Merton y Zvi Bodie también han señalado que los mercados de capitales pueden ofrecer resultados coherentes con esos modelos casi tontos, en los que todo el mundo sabe todo y todos son perfectamente racionales; y que esos modelos pueden ser adecuados en términos de precios, riesgo, rentabilidad y todo lo demás. A pesar de que las carteras de las personas sean muy divergentes del mercado, creo que los estudios sobre el comportamiento –y he sido un admirador de ellos desde los años setenta, mucho antes de que fueran populares– pueden ser muy útiles a la ho-

“Algunas inversiones sí tienen una rentabilidad esperada mayor que otras y, en general, son aquéllas que tienen un peor comportamiento en períodos adversos”

ra de ayudarnos a comprender lo que las personas hacen y por qué.

¿Utiliza los estudios sobre el comportamiento en su empresa?

Sí, pasamos mucho tiempo utilizándolos para ayudar a las personas a tomar decisiones razonables sobre la elección de la cartera de inversión. No obstante, sigo siendo escéptico en lo que respecta a utilizarlos para intentar “ganar al mercado”.



Recibió el premio Nobel por su Modelo de Valoración de Activos Financieros (CAPM). ¿Podría usted describirlo?

La base del CAPM es que un inversor individual puede elegir la exposición al riesgo mediante una combinación de préstamo-endeudamiento y una cartera con una composición apropiada (óptima) de valores con riesgo. Toda inversión comporta dos riesgos diferentes: el primero, el de estar en el mercado, conocido como "riesgo sistemático" o "riesgo beta", no diversificable; el segundo tipo, "riesgo no sistemático", es específico de la trayectoria de la empresa. Dado que es posible minimizar esta incertidumbre mediante una adecuada diversificación, la rentabilidad esperada de una cartera depende exclusivamente de su beta, su relación con el conjunto del mercado.

El CAPM fue la primera teoría eficiente sobre el mercado de capitales. Llegó a la conclusión de que sólo un tipo de riesgo se vería recompensado con una rentabilidad mayor a la esperada —el riesgo de tener un mal comportamiento en períodos adversos—. Este riesgo se estableció en términos de un valor beta.

“En estados futuros en los que los mercados son adversos, hay menos dinero y, por tanto, las personas pagarán más por la promesa de recibir un dólar en un mercado a la baja que por la promesa de recibir un dólar en un mercado alcista”

Por ejemplo, un valor o una cartera con una beta de 0,5 se podría esperar que cayera la mitad en relación con la cartera de mercado en un mercado a la baja (por ejemplo, el 5% si el mercado cayera un 10%). Un valor o una cartera con una beta de 1,5 se podría esperar que cayera 1,5 veces (15% si el mercado cayera un 10%). Cuanto más alta es la beta de un activo (malas noticias), mayor es su rentabilidad esperada (buenas noticias). En un mundo CAPM, sólo se recompensa el riesgo beta.

¿Cómo ha evolucionado el CAPM desde que lo creó en los años sesenta?

La valoración de los activos financieros ha evolucionado de forma significativa. Varios expertos —no sólo yo— hemos avanzado hacia lo que yo llamo los modelos “extendidos” de valoración de activos financieros, en los cuales la rentabilidad esperada es una función de beta, impuestos, liquidez, rentabilidad de las acciones y otros aspectos que pueden preocupar a los individuos. Gran parte de la teoría y de la práctica actuales puede atribuirse más directamente al trabajo de estado/preferencia de Arrow y Debreu que al enfoque de media/varianza de Harry Markowitz y al CAPM. No obstante, ambos están relacionados y se puede considerar el último como un caso especial del anterior. Abordo estos temas en mi último libro. La idea fundamental sigue siendo que no hay razón para esperar una recompensa simplemente por soportar un riesgo; de lo contrario, todo el mundo se iría a Las Vegas. Si hay una recompensa por el riesgo, tiene que ser especial: debe haber alguna teoría económica detrás, o el mundo está más loco de lo que creemos.

¿Puede explicar la ratio de Sharpe para los profanos en la materia?

Pretende responder a la siguiente pregunta: si quisiéramos que un solo número resumiera la conveniencia de una estrategia de inversión global, ¿cuál sería? Mi respuesta hace mucho años fue una ratio que denominé “ratio recompensa-variabilidad” y que otros denominaron “ratio de Sharpe”. El numerador es el exceso de rentabilidad obtenida por el fondo con respecto al activo sin riesgo; el denominador es la desviación estándar de esa diferencia. Por consiguiente, una rentabilidad esperada superior lleva a una ratio mejor, como lo hace un riesgo menor. La base del cálculo es el supuesto de que el inversor puede modificar una cartera con el fin de lograr el nivel más adecuado de riesgo y de rentabilidad esperada, de manera que una cartera con una ratio de Sharpe más alta dominará a una con una ratio más baja en cualquier nivel de riesgo posible.

Por supuesto, en la actualidad tenemos ordenadores, por lo que no tenemos que depender de un “único número” para clasificar estrategias alternativas. Además, para los componentes de una cartera global necesitamos otros enfoques. Uno, con frecuencia denominado “ratio de información”, es equivalente a una ratio de Sharpe en la que se utiliza una cartera de referencia en lugar de un activo sin riesgo a la hora de calcular el valor esperado y la desviación estándar. También se da el caso de que, cuando un indicador como la ratio de Shar-

pe se utiliza *ex-post* con los resultados obtenidos, el valor es en el mejor de los casos una aproximación de lo que uno puede esperar en el futuro, y esto último es lo que importa a la hora de tomar las decisiones de inversión.

En noviembre de 2007, su empresa, Financial Engines, anunció que los activos que gestionaba habían alcanzado la cifra de 15.000 millones de dólares, más del doble de la cantidad con la que empezó el año (6.000 millones). ¿Cómo ha logrado un crecimiento tan espectacular?

Hace relativamente poco que hemos empezado a gestionar directamente las cuentas que tienen los individuos en el plan de pensiones 401(k). A medida que ha ido aumentando el número de patrocinadores de este plan que nos eligen como proveedores para la gestión de cuentas, el número de empleados que pueden utilizar nuestros servicios también ha aumentado. Además, dado que hemos "ampliado" nuestros servicios a los empleados con un fondo de pensiones, el número de personas que nos eligen para gestionar sus activos también se ha incrementado. Teniendo en cuenta que nos hallamos lejos de un estado estacionario en esta área, los activos que gestionamos han aumentado sustancialmente.

Usted cree que los principios de una buena inversión se pueden resumir en cuatro verbos: *diversificar, economizar, personalizar y contextualizar*. ¿Podría explicarlos?

En primer lugar, diversificar, diversificar, diversificar: una persona debería tener muchos tipos de valores con el fin de minimizar el impacto de cualquier tipo de riesgo en su cartera. Cuanto más se aproxime su cartera a la cartera de mercado, mayor será la rentabilidad esperada por el riesgo que asume.

En segundo lugar, economizar: el dinero sólo se debería gastar en cosas tales como comisiones de gestión de la inversión y costes de contratación cuando hay razones para creer que la recompensa será lo suficientemente importante como para compensar el coste.

En tercer lugar, personalizar: a la hora de invertir, tenga en cuenta sus circunstancias y todo aquello que ha-

ce que su situación sea única, en especial los riesgos a los que uno se enfrenta fuera de los mercados financieros. A modo de ejemplo extremo, imagine que lo único que usted come es chocolate. En tal caso, debería invertir más en las acciones de fabricantes de dulces, de manera que, si éstos suben los precios, su comida será más cara, pero sus acciones subirán.

Por último, contextualizar: debe tener una opinión bien fundamentada del modo en el que se determinan

“Una persona debería tener muchos tipos de valores con el fin de minimizar el impacto de cualquier tipo de riesgo en su cartera”

los precios de los activos en los mercados de capitales y las compensaciones resultantes de riesgo y rentabilidad esperada. Recuerde: si usted cree que los precios del mercado están equivocados (invirtiendo fuertemente en un único título o sector), tiene que ser capaz de justificar por qué usted tiene razón y el mercado está equivocado. La valoración de activos no la determina alguien procedente de Marte. Al menos, aún no. 

«William Sharpe: "Tomar decisiones de inversión sin tener en cuenta la incertidumbre es la mayor de las locuras". © Rotman School of Management. Este artículo ha sido publicado anteriormente en *Rotman Magazine* con el título "Thought Leader Interview: William Sharpe". Referencia n.º 3199.

Si desea más información relacionada con este tema, introduzca el código 19381 en www.e-deusto.com/buscadorempresarial