

EL COMPORTAMIENTO PROCÍCLICO EN LOS INVERSORES INSTITUCIONALES: Evidencias, causas e IMPLICANCIAS

CARLOS CANO, CFA* Y BRYAN CARRASCO**

A pesar de que los inversores institucionales¹ establecen estrategias de inversión de largo plazo, lo que en teoría les permitiría sobrellevar las fluctuaciones de mercado de corto plazo, su comportamiento ha evidenciado una tendencia a invertir en línea con los precios de los activos y los ciclos económicos, mostrando, en consecuencia, una baja disposición a asumir riesgos en periodos de estrés y un mayor apetito por riesgo cuando los mercados se encuentran en auge. Este sesgo conductual es el que denominamos comportamiento de inversión procíclico. En este artículo se analizan algunos ejemplos de dicho comportamiento, las probables causas que lo desencadenaron y sus potenciales efectos.

* Especialista Senior en Políticas de Inversión.
carlos.cano@bcrp.gob.pe
Chartered Financial Analyst® (CFA)

** Especialista en Políticas de Inversión
bryan.carrasco@bcrp.gob.pe

¹ Fondos de pensión, compañías aseguradoras, fondos soberanos de riqueza, etc.

INTRODUCCIÓN

El comportamiento procíclico del sistema financiero ha sido ampliamente estudiado y documentado: las políticas de préstamos de los bancos, el rigor de sus procedimientos de calificación crediticia y sus prácticas en lo referente a la constitución de provisiones se mueven de manera correlacionada con las fluctuaciones de los ciclos de negocios.

La característica principal de este comportamiento es una subestimación o sobreestimación de los riesgos a los que está expuesto el sector bancario, lo que conduce a un crecimiento relativamente alto durante la fase ascendente del ciclo, mientras que los periodos de crisis se caracterizan por una fuerte aversión al riesgo, lo que limita la oferta de préstamos debido a las preocupaciones sobre la calidad de la cartera crediticia y las probabilidades de incumplimiento asociadas.

Este tipo de comportamiento también está presente en el proceso de inversión que siguen algunos inversores institucionales. Por ejemplo, durante la última crisis financiera, a medida que esta se intensificaba, varias de estas instituciones abandonaron sus estrategias de inversión de largo plazo, reduciendo sus exposiciones al riesgo y migrando a activos más seguros, lo que generó circuitos de retroalimentación adversos (ventas forzadas de activos y espirales descendentes de precios) y, en consecuencia, un efecto nocivo sobre la estabilidad del sistema financiero y sobre la economía real.

EL CASO DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA

Para entender mejor este comportamiento de inversión procíclico en los inversores instituciona-

les, procederemos a analizar más detalladamente el caso de los fondos de pensión y las compañías de seguros de vida.

Los planes de pensiones, por su naturaleza, implican compromisos a largo plazo al igual que los contratos de seguros de vida, lo que lleva a que los activos que sirven de contraparte a dichos pasivos sean invertidos teniendo en mente un horizonte de largo plazo; sin embargo, la evidencia empírica sugiere que muchos de estos inversores institucionales han mostrado un comportamiento de inversión procíclico durante los últimos periodos de crisis.

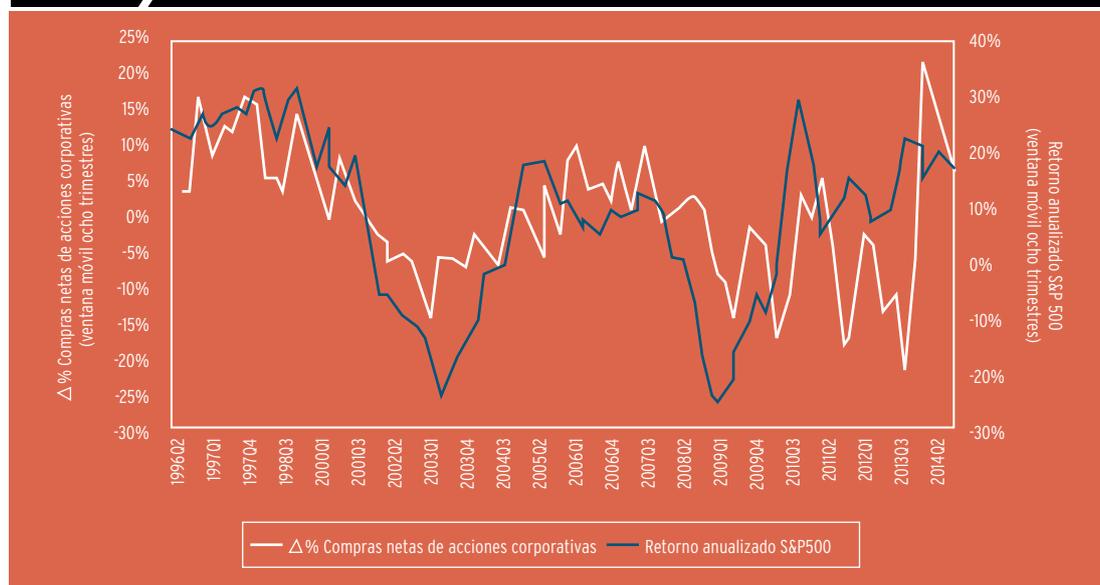
Examinando la data correspondiente a los flujos de fondos agregados de Estados Unidos, es posible observar un aparente comportamiento procíclico

“

El comportamiento de los inversores institucionales ha evidenciado una tendencia a invertir en línea con los precios de los activos y los ciclos económicos

”

GRÁFICO 1 ■ Compañías de seguros de vida de Estados Unidos



FUENTE: Flujos de Fondos Nacionales - Board of Governors of the Federal Reserve System.

en relación a las compras netas de acciones corporativas en el periodo comprendido entre 1996 y 2014. El Gráfico 1 muestra que la variación porcentual de las compras netas acumuladas (empleando una suma móvil de ocho trimestres) parece estar significativamente correlacionada con el desempeño del mercado de acciones (retorno anualizado del S&P500² empleando una ventana móvil de ocho trimestres) lo que implicaría que dichos inversores institucionales han variado sus posiciones en acciones en línea con las fluctuaciones de mercado. Esta correlación es consistente con el análisis realizado por Impavido y Tower (2009) sobre el comportamiento de las compañías de seguros de vida durante el estallido de la burbuja tecnológica (*Dotcom crash*).

Por otro lado, en el caso de los fondos de pensiones durante la última crisis financiera, la evidencia es mixta. De acuerdo a información publicada por la OECD, durante el periodo 2008-2009, los fondos de pensiones en Estados Unidos (planes de prestaciones definidos³), España y Portugal fueron vendedores netos de acciones, reflejando un cambio a asignaciones más conservadoras; sin embargo, los fondos de pensiones en otros países como Noruega, Italia y Turquía, mostraron más bien un comportamiento contracíclico, siendo compradores netos de acciones a medida que el mercado caía y reduciendo la intensidad de sus compras a medida que el mercado se recuperaba (ver Gráfico 2).

Una evidencia adicional sobre la existencia de esta conducta en los inversores institucionales proviene del comportamiento mostrado por las entidades reguladoras. Durante los últimos años se han dado varias incidencias en las que los reguladores han flexibilizado algunas de las restricciones impuestas sobre los fondos de pensiones y compañías aseguradoras como respuesta a la creciente preocupación sobre el potencial impacto del comportamiento procíclico durante los periodos de estrés en los mercados.

Por ejemplo, luego del estallido de la burbuja tecnológica del año 2000, los entes reguladores del Reino Unido relajaron las restricciones regulatorias sobre las compañías aseguradoras (cambios en requisitos de solvencia, métodos de valuación de activos y pasivos, etc.) con el fin de reducir la presión de venta sobre las posiciones en acciones ya que dichos inversores institucionales se estaban viendo forzados a reducir los niveles de riesgo de sus portafolios al verse cerca de los límites regulatorios establecidos.

FACTORES QUE FOMENTAN EL COMPORTAMIENTO PROCÍCLICO

Si bien es cierto que este comportamiento procíclico puede considerarse comprensible e incluso racional desde la perspectiva del inversor, este no es consistente con la maximización de los retornos ajustados por riesgo en el largo plazo. A continuación, detallamos algunos factores que pueden haber contribuido significativamente a la aparición de dicho sesgo conductual:

- **Presión reputacional:** Algunos inversores institucionales como los fondos de pensiones tienden a comparar el desempeño de sus portafolios con los de sus competidores. Esta práctica puede crear un temor a mostrar un rendimiento negativo relativo con respecto a los competidores, y por lo tanto, puede incentivar a dichas instituciones a comprar y vender los mismos activos al mismo tiempo (comportamiento de manada motivado por el riesgo reputacional).
- **Estructura de incentivos enfocada en el rendimiento de corto plazo:** A pesar de que muchas instituciones tienen horizontes largos de inversión, los profesionales encargados de la administración de sus portafolios (internos o externos), no necesariamente toman decisiones basadas en dicha perspectiva. Esto se debe a que, en muchos casos, una parte importante de la compensación que perciben dichos administradores de portafolios depende del desempeño obtenido en periodos de evaluación que no son consistentes con el horizonte

“

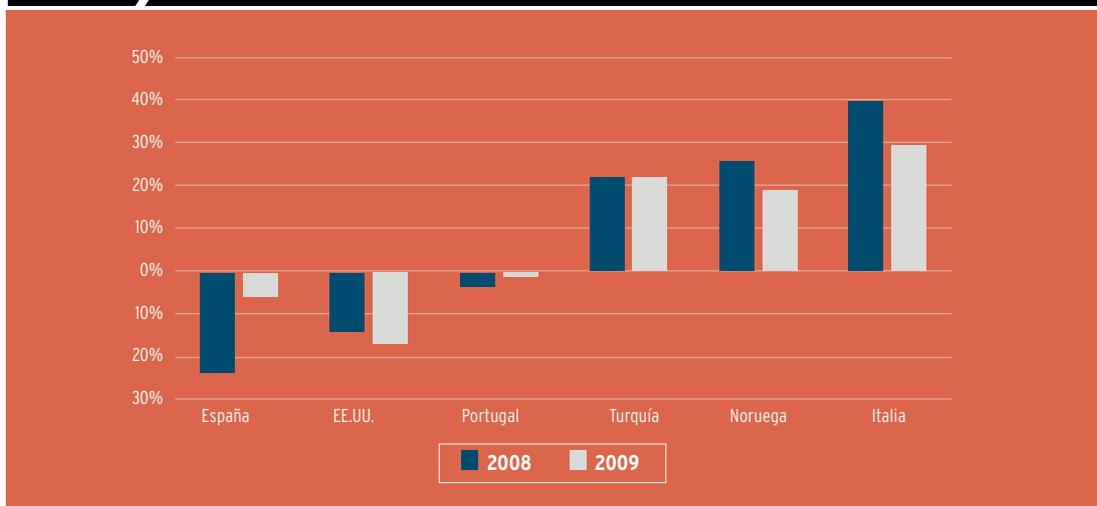
Durante los últimos periodos de estrés las entidades reguladoras flexibilizaron algunas de las restricciones impuestas sobre los fondos de pensiones y compañías aseguradoras para temperar el comportamiento procíclico”

”

² S&P500 es el índice bursátil que agrupa a las 500 compañías más representativas de diversos sectores de Estados Unidos. Además es uno de los índices de renta variable más seguido por los inversores y, debido a su envergadura, es considerado como un referente de la situación real de los mercados.

³ En los planes de prestaciones definidas (*defined benefit plans*), el empleador o patrocinador promete un beneficio específico mensual de jubilación que es establecido en función a una fórmula basada en la historia de los ingresos del empleado, el tiempo de servicio y la edad, en lugar de depender directamente del retorno de la inversión; en este sentido, es el empleador quien asume el riesgo de inversión en su totalidad.

GRÁFICO 2 ■ Compras netas de acciones en fondos de pensiones (% del total de *equity* mantenido al inicio del año)



FUENTE: OECD Global Pension Statistics.

de inversión, lo que presiona a estos gestores de cartera a tomar riesgos de corto plazo.

- **Problemas de agencia:** En un esquema de inversión institucional común, los inversores o beneficiarios (principales) contratan administradores de portafolio (agentes de primer nivel) para manejar carteras de inversión internamente y/o para supervisar a un conjunto de administradores externos (agentes de segundo nivel). El funcionamiento de esta estructura se dificulta debido a que los agentes generalmente poseen más información que los principales, y estos últimos no pueden controlar o monitorear por completo las acciones de los agentes para asegurar que las decisiones de inversión de dichos agentes sean consecuentes con los intereses de largo plazo de los principales.
- **Regulación y estándares contables:** La introducción de los principios de valor justo (*fair value*) en las normas contables han generado una mayor transparencia y consistencia en los estados financieros y, los requerimientos de capital basados en riesgo, han servido como mecanismos de protección ante potenciales eventos de insolvencia. Sin embargo, estos estándares han acarreado a su vez una mayor preocupación por las fluctuaciones de mercado de corto plazo en detrimento del enfoque de inversión de largo plazo, exacerbando el comportamiento procíclico de algunos inversores institucionales, como fue el caso de los fondos de pensiones en Dinamarca, Finlandia y Holanda durante la última crisis financiera.

IMPPLICANCIAS SOBRE LA ESTABILIDAD DE LOS MERCADOS Y LA ECONOMÍA REAL

Las decisiones de inversión de los inversores institucionales son importantes debido a que por la cantidad de activos que manejan los cambios en

sus asignaciones de activos tienen el potencial para amplificar la volatilidad de los precios de los activos y/o para exacerbar las fluctuaciones de los ciclos económicos. Si bien es cierto que el comportamiento de inversión procíclico no necesariamente deviene en inestabilidad financiera, este puede reducir la resistencia del sistema financiero y, por lo tanto, tener implicancias negativas sobre los mercados financieros y la economía real.

En lo que respecta a la estabilidad del mercado financiero, la dinámica de los precios de los activos en el corto plazo tiene implicancias sobre todos los participantes del mercado, los cuales confían en los precios de mercado para valorar sus activos y pasivos. Como mencionamos anteriormente, un comportamiento procíclico por parte de los inversores institucionales durante un periodo de crisis, puede exacerbar la volatilidad del mercado y la presión a la baja en los precios, lo cual podría ocasionar, por ejemplo, un incremento en los márgenes y capital requeridos y, por lo tanto, podría reducir la liquidez del mercado si algunos de los participantes están cerca de presentar limitaciones de capital.

Por otra parte, el comportamiento de inversión procíclico puede tener implicancias importantes sobre el sector real de la economía (consumo e inversión) los cuales podrían darse potencialmente a través de ciertos mecanismos:

- **Efectos de la incertidumbre:** Un incremento en la volatilidad de los precios de los activos, incrementa a su vez la incertidumbre en el mercado. Dicha incertidumbre puede afectar el proceso de inversión de las empresas, las cuales pueden optar por retrasar sus proyectos lo que puede causar una reducción en la inversión agregada.
- **Efectos de la riqueza sobre el consumo:** El cambio en el precio de los activos puede afec-

tar el patrimonio neto de los individuos y, por lo tanto, puede tener implicancias sobre sus decisiones de consumo y ahorro. Los individuos emplean su riqueza acumulada para suavizar su consumo sobre su ciclo de vida, en consecuencia, cualquier cambio abrupto e inesperado sobre dicha riqueza puede llevar a los individuos a replantear sus planes de ahorro y consumo.

- **Efectos del valor de mercado sobre la inversión:** Los movimientos en los precios de las acciones pueden implicar un cambio en el costo de obtención de capital social para financiar la inversión corporativa. Una empresa puede percibir que el costo de capital es alto en los períodos en que el precio de la acción de la empresa es bajo en comparación con las ganancias por acción. Como resultado de este incremento en el costo de capital, las empresas pueden reducir la inversión en proyectos previamente percibidos como rentables.
- **Efectos de hoja de balance:** Una fuerte caída en el precio de los activos puede afectar la posición de capital de los bancos y de otras instituciones financieras reduciendo, de esta manera, la cantidad de préstamos a la economía real que estos pueden y/o desean realizar.

CONCLUSIONES

La creciente influencia de los inversores institucionales sobre los mercados ha traído consigo grandes cambios en el sistema financiero. Dichos inversores, en especial los fondos de pensiones y las compañías aseguradoras, se han convertido en fuentes importantes de capital de largo plazo, reduciendo la dependencia al sector bancario y contribuyendo al desarrollo de los mercados de capitales.

A pesar del contexto descrito anteriormente, existe evidencia de que algunos de estos inversores institucionales han mostrado un comportamiento de inversión procíclico durante los periodos de crisis, tomando decisiones de inversión no consistentes con su horizonte de inversión, acentuando

“

El desarrollo de políticas en la asignación de activos contribuye a la disminución del comportamiento procíclico en los inversores institucionales

”

la volatilidad del mercado en lugar de actuar como una fuerza estabilizadora.

La preocupación acerca de los potenciales efectos de este comportamiento por parte de los inversores institucionales, ha resaltado la importancia de promover directrices que institucionalicen la inversión de largo plazo. En este sentido, el Foro Económico Mundial (World Economic Forum, WEF) ha venido desarrollando conjuntamente con líderes en la industria, un análisis sobre la importancia de la inversión de largo plazo: su impacto en los inversores, las corporaciones y la sociedad; las principales restricciones que enfrentan los inversores institucionales para implementarla, y sus perspectivas a futuro.

Si bien existe un amplio campo de acción para desarrollar más medidas regulatorias que contribuyan a disminuir el comportamiento de inversión procíclico en los inversores institucionales, internamente dichos inversores pueden establecer medidas y directrices en lo que respecta a la asignación estratégica de activos, política de rebalance de portafolios, sistema de gestión de riesgos y gobierno corporativo, que permitan reducir el sesgo conductual y, consecuentemente, sus potenciales efectos negativos sobre la estabilidad financiera y la economía real.

REFERENCIAS

- **Altissimo, F., et al. (2005)**, "Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity", ECB Occasional Paper Series 29, junio.
- **Blake, D., L. Sarno y G. Zinna (2014)**, "The Market for Lemmings: Is the Investment Behavior of Pension Funds Stabilizing or Destabilizing? The Pensions Institute - Cass Business School, setiembre.
- **Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1996)**, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", the Review of Economics and Statistics, Vol. 78, No. 1, pp. 1-15, febrero.
- **Brunnermeier, M. y L. Pedersen (2009)**, "Market Liquidity and Funding Liquidity", Review of Financial Studies, Vol. 32, Issue 6, pp. 2201-2238, junio.
- **Chilang, T y D. Zheng (2010)**, "An Empirical Analysis of Herd Behavior in Global Stock Markets", Journal of Banking & Finance, Vol. 34, No. 8, pp. 1911-21, 2010.
- **Impavido, G. y I. Tower (2009)**, "How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter", IMF Working Paper 151, julio.
- **Papaioannou, M., J. Park, J. Pihlman y H. Van der Hoorn (2013)**, "Procyclical Behavior of Institutional Investors during the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges", IMF Working Paper 193, setiembre.
- **Severinson, C. y J. Yermo (2012)**, "The Effect of Solvency Regulations and Accounting Standards on Long-Term Investing: Implications for Insurers and Pension Funds", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No 30, noviembre.
- **Yermo J. y C. Severinson (2010)**, "The impact of the Financial Crisis on Defined Benefit Plans and the Need for Counter-Cyclical Funding Regulations", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No 3, julio.
- **World Economic Forum (2011)**, "The Future of Long-term Investing", Geneva.