

Invertir y crecer con control de riesgos

Por: Hernández Prado, Alfredo
Por: Pacheco Villaldama, Víctor

Una forma de impulsar el desarrollo en sectores en crecimiento es a través de la inversión. Esta puede tener lugar de forma directa en su capital o a través de un apalancamiento con emisión de deuda.

Los inversionistas institucionales podrían obtener mejores rendimientos, si tuvieran oportunidad de comprar o invertir en deuda de compañías cuyo sector está en crecimiento. De esta manera, con los recursos de los fondos que administran financiando su capital de trabajo, las empresas crecen, generan empleos, mejoran la perspectiva del sector y a cambio los inversionistas institucionales pueden ofrecer mejores rendimientos a sus accionistas, i.e. los beneficiarios de las afores, aumentando así la credibilidad en el sistema de ahorro para el retiro y el crecimiento de la economía formal.

Si las empresas no tienen la dimensión para colocar acciones en bolsa, la alternativa

es emitir deuda, la cual representa una opción para los inversionistas institucionales en México, que se ven limitados a evaluar sus prospectos con probabilidades de incumplimiento correspondientes a las calificaciones otorgadas a las empresas emisoras por las agencias calificadoras como Moody's, Standard and Poors, Fitch y HR.

La Circular emitida por CONSAR (2013-A, p.16), relativa al régimen de inversión, en su artículo 24, propone límites regulatorios respecto a niveles de calificación de acuerdo a las características de los instrumentos de deuda. Por esta razón, el día de hoy las AFORES dedican sólo el 18% de sus recursos en instrumentos de deuda emitidos por empresas e instituciones no gubernamentales (CONSAR, 2013-B) y su crecimiento en los últimos cinco años ha sido del 9%, mientras que la inversión en renta variable internacional ha tenido un crecimiento del 127% para alcanzar el 16% de los recursos totales.

Sin embargo los inversionistas institucionales y de grandes fondos de ahorro como las AFORES, podrían considerar otra métrica para estimar el rendimiento esperado de sus carteras de inversión: la tasa de recuperación y contar con información más sólida para su toma de decisiones de inversión y ampliar así su inversión en deuda privada.

El Lexicon del Financial Times define a la tasa de recuperación como: 'la proporción de deuda impagada que se puede recuperar' (FT, 2013).

Analice el origen de esta estimación. El otorgamiento de crédito de parte de los bancos y sofoles, implica la formación de reservas para operar y cubrir la pérdida esperada de su cartera de crédito. Conforme lo establece Basilea II o el Comité de Basilea, en sus requerimientos para la implementación del enfoque avanzado de modelos internos (o IRB por sus siglas en inglés), Saunders y Allen (2002, pp.31-32), definen a la pérdida esperada como:

● $PE = PD \times PDD$

Donde:

- PE es la pérdida esperada
- PD es la probabilidad de default
- PDD es la pérdida dado el default o tasa de recuperación.

Cada banco que pretenda utilizar su modelo interno avanzado IRB, debe poder calcular a PD y PDD, así como el vencimiento M y la exposición dado el default EDD (estos serán desarrollados en una nota posterior).

Este modelo, aunque estático, ya que se refiere al evento de default, más allá de medir el deterioro simple de la calidad de crédito, puede ser útil para la asignación de recursos que lleva a cabo un administrador de fondos de inversión que considera al riesgo de crédito, como un criterio en su selección de cartera.



Aquí se abre un área de oportunidad para las empresas en México. El día de hoy sólo se tiene calculada esta tasa para el sector hipotecario. Lo obtuvo la SHF hace varios años y no se ha concertado un nuevo esfuerzo al respecto. Esta estimación se podría obtener de manera generalizada para diversos sectores de la economía (ver Anexo 1. Tasas de Recuperación en los EEUU).

Beneficios

¿Cómo es que se pueden beneficiar las empresas y los sectores a los que pertenecen con esta estimación? Vease el siguiente ejemplo:

Suponga que el administrador de una cartera de inversión sólo cuenta con la probabilidad de default de las empresas de las que quiere comprar deuda para su cartera de inversión, y que su comité de inversión le pide no comprar deuda de acciones cuya probabilidad de default (PD) fuera superior a 4.25%:

EMISOR	COMPAÑÍA 1	COMPAÑÍA 2
Calificación	B	B+
Probabilidad de Default (PD)	4.15	4.50
Límite de PD = 4.25%	Aceptable	No Aceptable

La decisión sería, no incluir a la Compañía 2 en la cartera de inversión. Sin embargo, si se contara con el dato de la pérdida dado el default (PDD), entonces su comité de inversión podría establecer un límite con respecto a la pérdida esperada.

Suponga que el comité de inversión define ahora un límite respecto a la Pérdida Esperada = 2%. Entonces la tabla se vería como sigue:

EMISOR	COMPAÑÍA 1	COMPAÑÍA 2
Calificación	B+	B
Probabilidad de Default (PDD)*	4.15	4.50
Tasa de Recuperación (TDR)**	40.5	59.2
PDD = (1-TDR)	59.5	40.8
Pérdida Esperada = PD x PDD	2.6%	1.84%
Límite por pérdida esperada =2.00%	No Aceptable	Aceptable

*Fuente: Standard&Poors, (2005) Matrices de Transición.

**Fuente: Unal et al. (2001) Promedios industriales obtenidos de Altman y Kishore (1996).





En estas condiciones, la Compañía 2 sería aceptable para el administrador de la cartera y la Compañía 1 descartada, a pesar de tener mejor calificación.

Es importante destacar aunque la calificación de la Compañía 2 es inferior a la de la Compañía 1, su mejor tasa de recuperación la convierte en un prospecto más atractivo para el administrador de carteras y que además cuenta ahora con un criterio de decisión más sólido.

Esto implicaría un desplazamiento de la compra de instrumentos de deuda a compañías con tal vez menor calificación crediticia, pero menor riesgo de pérdida esperado, generando la cadena virtuosa mencionada: más inversión, más crecimiento, más empleo y un aumento del sector formal de la economía.

Conclusión.

Para detonar una mayor inversión en sectores en crecimiento, se puede acudir a la estimación de la tasa de recuperación por sector de la economía en el país y ofrecer así más información a los inversionistas institucionales, que ya cuentan

con más de 2,889,438 millones de pesos (CONSAR, 2013-C) y que podrían dirigirse de manera más provechosa para sus beneficiarios y para la economía en su conjunto.

La pregunta es: ¿A qué sector de la economía pertenece su empresa y que puede hacer para contar con la tasa de recuperación para su sector? AEP www.aep.mx tiene varias soluciones. 

Anexo 1. Tasas de Recuperación por Sector en los EEUU

INDUSTRIA	TASA DE RECUPERACIÓN	OBSEACIONES
Servicios públicos	70.5	56
Productos químicos, petroleros, goma y plásticos	62.7	35
Productos de maquinaria, instrumentos y relacionado	48.7	36
Servicios personales y de negocios	46.2	14
Alimentos y productos afines	45.3	18
Comercio de mayoreo y menudeo	44	12
Manufacturas diversas	42.3	20
Casinos, hoteles y recreación	40.2	21
Materiales de construcción, metales y productos pre	38.8	68
Transportes y equipos de transporte	38.4	52
Comunicaciones, televisión y filmación	37.1	65
Instituciones financieras	35.7	66
Construcción y bienes inmuebles	35.3	35
Tiendas de mercancía en general	33.2	89
Minería y perforación petrolera	33	45
Textil y prendas de vestir	31.7	31
Madera, papel y productos de cuero	29.8	11
Alojamiento, hospitales y centros de enfermería	26.5	22
Total	41	696

Bibliografía.

Altman, Edward I. and Vellore Kishore (1996), 'Default and Returns in the High Yield Debt Market, 1991-1995', NYU Salomon Center Special Report.

Asarnow, E. y Edwards D., (1995) 'Managing Loan Loss on Defaulted Bank Loans: A 24-year Study', Risk Management Associates: Journal of Commercial.

CONSAR (2013-A), 'Disposiciones de carácter general que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro', [En línea], Encontrado en: http://www.consar.gob.mx/normatividad/pdf/normatividad_emitida/circulares/Disposiciones_del_regimen_de_inversion_para_sociedades.pdf. Consultado el 18 de agosto de 2013, 12:10 am.

CONSAR (2013-B), 'Composición de las Inversiones', [En línea], Encontrado en: <http://www.consar.gob.mx/SeriesTiempo/CuadroInicial.aspx?md=21>. Consultado el 18 de agosto de 2013, 12:27 am.

CONSAR (2013-C), 'Recursos registrados en las AFORES', [En línea], Encontrado en: <http://www.consar.gob.mx/SeriesTiempo/CuadroInicial.aspx?md=2>. Consultado el 18 de agosto de 2013, 12:16 am.

Saunders, Anthony y Allen, Linda (2002) Credit Risk Measurment, JohnWiley & Sons, Inc., 2nd Edition, New York.

Standard & Poor's (2005) 'Annual Global Corporate Default Study: Corporate Defaults Poised to Rise in 2005', S&P Global Fixed Income Research.

Fuente: Managing loan loss on defaulted bank loans: a 24-year study (Asarnow & Edwards, 1995).

