

Variable Annuities

El proceso de Selección de Fondos y sus impactos.

Mercedes Zorrilla

Bilbao, 29 de Octubre de 2008

Variable Annuities - Inversiones

- Desde el punto de vista estrictamente de inversiones, excluida la parte garantizada, estos productos son muy similares a los Unit Linked.
 - Es decir, sus provisiones están soportadas en diferentes carteras de fondos de inversión.
 - No obstante la garantía introduce una serie de limitaciones en el proceso de selección de inversiones.
 - Además estas limitaciones no solo deben considerarse en el proceso inicial de selección y constitución de las carteras. Debe ser algo vivo y regularmente es imprescindible realizar un seguimiento validando que tales condiciones fijadas inicialmente se mantienen
-

Proceso Selección de Inversiones

- Definición del Modelo de Cartera de Inversiones: Benchmark y Tactical Asset Allocation. Por ejemplo: Conservadora, Equilibrada Dinámica, etc.

Cartera Conservadora

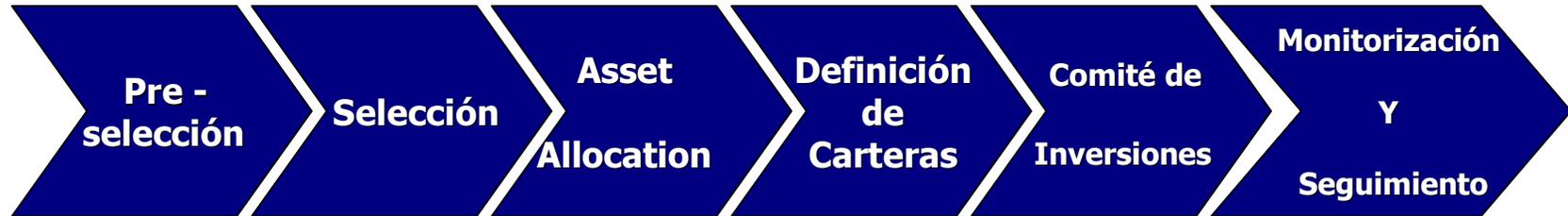
BENCHMARK		nov.-06
70,00%	FIXED INCOME	55,00%
70,00%	Euro	55,00%
<i>Citigroup Eurobig 3-5</i>	<i>Bond duration 3,7 yrs</i>	
30,00%	EQUITIES	36,30%
18,00%	Euro*	17,69%
MSCI Euro		
12,00%	Ex Euro	18,61%
2,32%	<i>Europe ex Euro</i>	4,63%
1,59%	<i>incl. United Kingdom</i>	3,17%
0,47%	<i>incl. Switzerland</i>	0,94%
7,60%	<i>USA</i>	10,39%
1,56%	<i>Japan</i>	3,07%
0,52%	<i>Pacific ex Japan</i>	0,52%
MSCI hors Euro		
	OTHERS	8,70%
	Cash euro	8,70%
100,00%		100,00%

Cartera Equilibrada

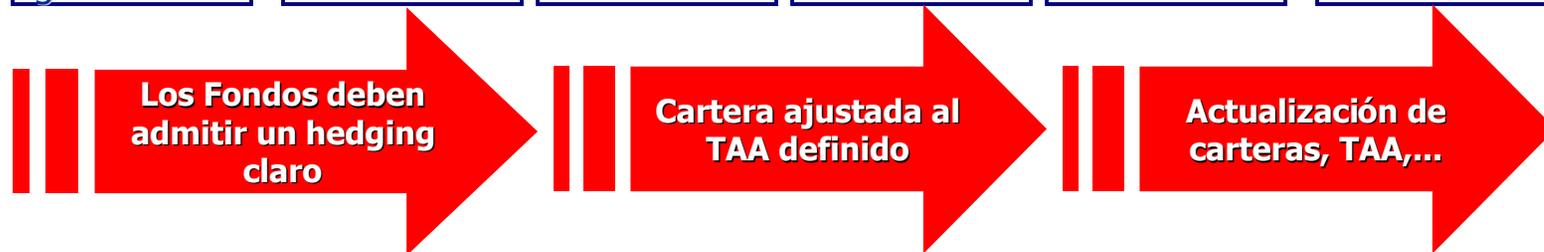
BENCHMARK		nov.-06
50,00%	FIXED INCOME	35,00%
50,00%	Euro	35,00%
<i>Citigroup Eurobig 5-7</i>	<i>Bond duration 5,34 yrs</i>	
50,00%	EQUITIES	56,30%
30,00%	Euro*	31,38%
MSCI Euro		
20,00%	Ex Euro	24,92%
3,87%	<i>Europe ex Euro</i>	4,48%
2,64%	<i>incl. United Kingdom</i>	3,06%
0,78%	<i>incl. Switzerland</i>	0,91%
12,67%	<i>USA</i>	15,46%
2,59%	<i>Japan</i>	4,11%
0,87%	<i>Pacific ex Japan</i>	0,87%
MSCI hors Euro		
	OTHERS	8,70%
	Cash euro	8,70%
100,00%		100,00%

- Este proceso debe ser realizado por los equipos de inversiones de las Compañías. En ocasiones ha sido liderado por los equipos de diseño de productos, técnicos, marketing. Resultando carteras poco eficientes: diversificación, correlacionadas, etc.

Proceso de toma de decisiones - Inversiones



<p>Fund Managers</p> <p>Atención a los impactos en Middle y Back Office</p> <p>Estilo de gestión</p>	<p>Cuestionario</p> <p>Bechmark</p> <p>Performance</p> <p>Track record</p> <p>Beta</p> <p>Histórico de NAV's</p> <p>Tamaño del fondo</p> <p>Divisa</p> <p>...</p>	<p>Managers input</p> <p>Entre clases de activos: equities, bonds,..</p> <p>Dentro de clases de activos: market cap,..</p>	<p>Rentabilidad ajustada a riesgo de las carteras.</p> <p>Rebates</p>	<p>Aprobación de las carteras.</p> <p>Descripción documentada del proceso de construcción de carteras.</p>	<p>Definir modelo de seguimiento.</p> <p>Performance y benchmark</p> <p>Reporting periódico de fund managers</p> <p>Contingencias</p>
--	---	--	---	--	---



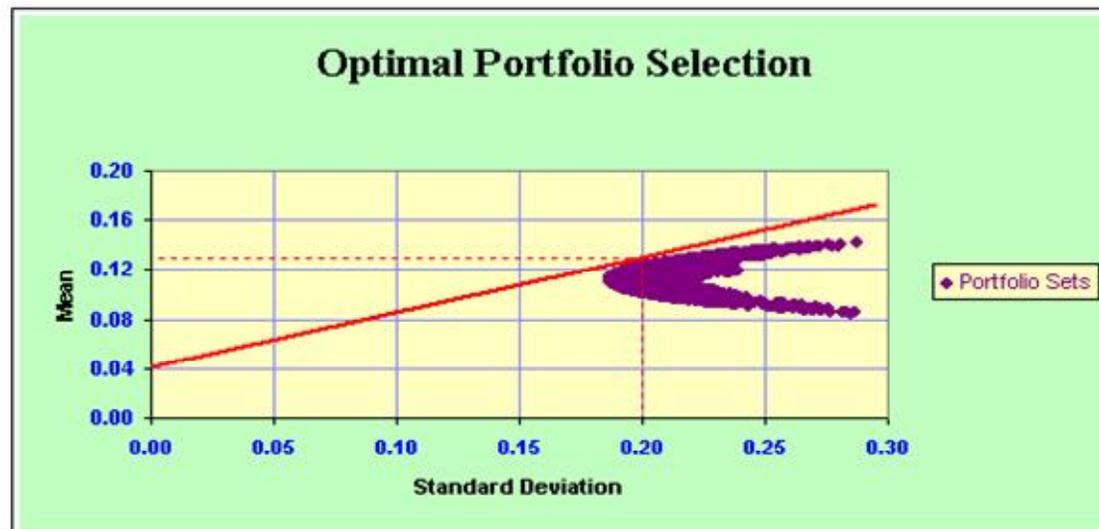
Selección de Fondos - Inversiones

- Objetivo => definir un universo de fondos admisibles para ser incluidos en alguna de las cestas de un producto del tipo VA.
 - La condición inicial básica es que el universo de fondos seleccionados inicialmente sean fácilmente hedgeables.
 - Benchmark del fondo referenciado a un índice con posibilidades de derivados con negociación suficiente. Por ejemplo: Hedge funds, Real Estate funds, no son hedgeables. Incluso High Income Bonds presentan problemas de cobertura.
 - Definir la correlación mínima asumible.
 - Los fondos seleccionados deberían tener un $R^2 > 85\%$.
 - Correlaciones inferiores, entre 80% y 85% podrían ser asumibles.
 - Cuanto mayor sea la correlación entre las cestas, compuestas por fondos, y los índices que se van a utilizar para el hedging menor será el tracking error.
-

Definición de las Cestas - Inversiones

- Análisis Cuantitativo. De acuerdo con el TAA, aplicar las técnicas de optimización de carteras de cara a identificar la "frontera eficiente" para cada cesta.
- El Ratio de Sharpe permite definir el risk-adjusted performance de un determinado portfolio. La combinación óptima de cartera es aquella que presenta el mayor Ratio de Sharpe.
- El proceso debe incluir posibles limitaciones de Inversiones, Control de Riesgos, etc.

$$\sum_{i=1}^n W_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{\substack{i=1, j=1 \\ (i \neq j)}}^n W_i^2 W_j^2 \sigma_{ij}^2$$



Definición de las Cestas - Inversiones

- Pero en la fase final de construcción de las cestas, es preciso un Análisis Cualitativo desde los equipos de inversiones y de los propios fund managers: evolución reciente de la divisa, modelos growth vs value,..
- Un factor importante a tomar en consideración en el momento de construcción de las cestas son los niveles de rebates de los gestores. Habrá que calcular el porcentaje de rebates y ver si se ajustan a los niveles definidos para el producto.

...y finalmente, tener siempre en cuenta que rentabilidades pasadas no son una predicción de las futuras.

...supongamos que hoy realizáramos un análisis de las rentabilidades de los últimos tres años...mecánicamente obtendríamos conclusiones erróneas.

Seguimiento de las Cestas - Inversiones

- Seguimiento mensual de cada uno de los fondos.
 - Matriz de seguimiento de los principales indicadores: performance, tracking error, volatilidades,...Cambios significativos de su tamaño: suscripciones y reembolsos,...cambios del equipo gestor,...
 - Atención a posibles eventos, tales como fusiones
-

Impactos en Middle y Back Office de Inversiones

- Necesidad de una plataforma tecnológica que agrupa las instrucciones con las suscripciones y reembolsos.
- Respecto a la operativa con los Gestores (Fund managers), hay que tener en cuenta que la suscripción y reembolso de participaciones de fondos no está tan automatizada ni homogeneizada como la operativa sobre renta variable (Euroclear, clearstream). Hay diferentes alternativas
 - Instruir por separado a cada uno de los gestores. Abriendo referencias de depósito con cada uno de ellos.
 - Instruir a los distintos gestores a través de un único banco custodio, normalmente el depositario de la Compañía, pero dada la complejidad de esta operativa se puede recurrir a bancos especializados.
 - Llegar a un acuerdo con una plataforma que ejecute las suscripciones y reembolsos en nuestro nombre, pudiendo ser o no a su vez el banco custodio de las participaciones. También puede asumir el rol de gestionar el recobro de los rebates.
- Necesidad de desarrollar un procedimiento de control y seguimiento de cobro de los rebates. Por experiencia no es un proceso fluido.

Es imprescindible un buen Back Office de Inversiones

Cestas de Fondos vs oferta abierta de fondos

- En esta presentación hemos analizado el proceso de selección de fondos en el supuesto de que posteriormente se agrupen en cestas, bien fijas con rebalances o incluso actualizables por la Compañía en base a una revisión periódica del TAA (trimestral, semestral, etc.).
 - Pero también cabe la posibilidad de ofrecer un abanico amplio de fondos, siendo el cliente el que construya su oferta. En estos casos, los fondos también deberían reunir las condiciones de "hedge-bilidad". Pero la compañía debería fijar, por ejemplo, unos límites máximos de exposición a Renta Variable, a determinados mercados, divisa, etc. con el fin de mitigar riesgos por la garantía otorgada.
-