

# Liquidez. Longevidad. Legado.

Un enfoque de la gestión del patrimonio orientado a los propósitos



# Índice

- 03 **Estimado lector:**
- 04 **Presentamos las tres "L"**
- 06 **Más allá de la ganancia de riesgo**
- 11 **Beneficios del enfoque de las tres "L"**
- 15 **Gestión de las estrategias de las tres "L"**
  - 1 La estrategia de liquidez
  - 2 La estrategia de longevidad
  - 3 La estrategia de legado
- 22 **Conclusión**
- 23 **Bibliografía y lecturas relacionadas**
- 24 **Notas finales**

## **Autores**

**Michael Crook**  
michael.crook@ubs.com  
+1 212 649-8153

**Ronald Sutedja**  
ronald.sutedja@ubs.com  
+1 212 713-2812

**Jeff LeForge**  
jeff.leforge@ubs.com  
+1 212 882-5594

## **Contactos regionales del CIO**

**América**  
**Michael Crook**  
michael.crook@ubs.com  
+1 212 649-8153

**APAC**  
**Hartmut Issel**  
hartmut.issel@ubs.com  
+65 64958030

**Reino Unido**  
**Caroline Simmons**  
caroline.simmons@ubs.com  
+44 20756 78846

**Suiza**  
**Marianna Mamou**  
marianna.mamou@ubs.com  
+41-44-234 28 59

# Estimado lector:



Mark Haefele

Entender sus valores y lo que desea lograr en la vida son aspectos fundamentales en como trabajamos juntos en UBS. Invertir es profundamente personal, por lo cual siempre empezamos con una discucion sobre lo que es realmente importante para usted.

En este documento técnico, el CIO de UBS explica los fundamentos básicos del enfoque Liquidez. Longevidad. Legado.: cómo funciona, por qué funciona y cómo se puede gestionar en la práctica.



Michael Crook,  
CAIA, CRPC

- 1 **Liquidez** para ayudar a mantener su estilo de vida.
- 2 **Longevidad** para ayudar a mejorar su estilo de vida.
- 3 **Legado** para ayudar a mejorar la vida de otros.

Este enfoque único de gestión del patrimonio le ayuda a entender claramente dónde está su dinero y por qué. A través de este proceso, usted tendrá la tranquilidad de saber que tiene todo lo que necesita: para hoy, para mañana y para las futuras generaciones.

Sinceramente,

Mark Haefele

Director global de inversiones  
Wealth Management

Michael Crook, CAIA, CRPC

Director de estrategias de inversión, América  
CIO de UBS, Global Wealth Management

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

# Presentamos las tres “L”

El plan financiero de cada familia es único, pero la mayoría de las estrategias de inversión se organizan de manera similar. En lugar de usar la “tolerancia al riesgo” como el factor principal de orientación, nuestro enfoque se basa en el fundamento de sus objetivos financieros. El enfoque<sup>1</sup> Liquidez. Longevidad. Legado. asigna el patrimonio familiar en tres estrategias que hemos designado las tres “L”:<sup>2</sup>

## 1 Liquidez

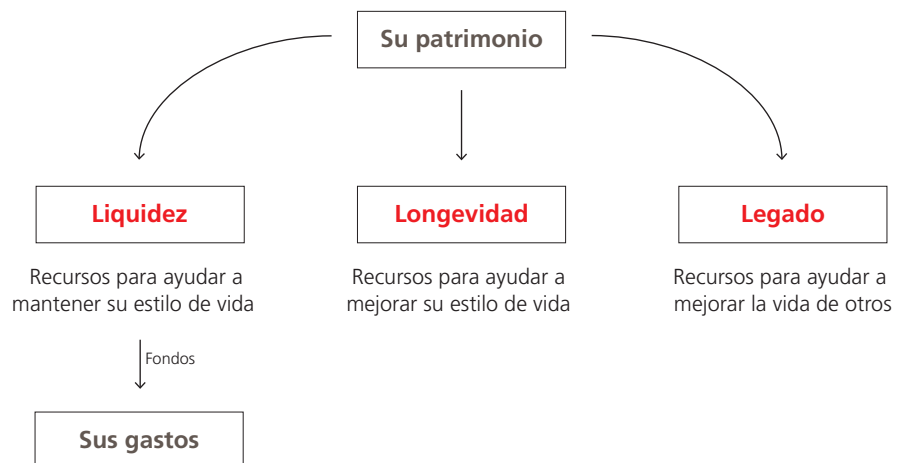
Los activos de la estrategia de liquidez se asignan para equiparar los gastos con el fin de proporcionar flujos de efectivo fijos y automáticos (o casi automáticos) para los próximos 2 a 5 años. Por ejemplo, los activos de liquidez de un jubilado podrían incluir acciones, dinero en efectivo y una escalera de bonos de tres años que, en suma, coincida con los gastos planeados del jubilado. Es importante destacar que no recomendamos mantener más de un año de gastos en efectivo, excepto en circunstancias muy inusuales.

## 2 Longevidad

La estrategia de longevidad está diseñada y clasificada para incluir todos los activos y los recursos que la familia tiene pensado utilizar durante el resto de sus vidas, lo que proporciona una imagen clara de lo que costarán los objetivos de gastos futuros. También se debe gestionar adecuadamente para esa tarea, una cartera bien diversificada, pero considerando la inflación mientras se administra el riesgo de pérdidas. Los activos de longevidad incluyen activos de jubilación, carteras de inversión, planificación para cuidado a largo plazo, residencias principales y activos similares. Con el tiempo, estos activos se pueden redirigir para reabastecer la estrategia de liquidez.

## 3 Legado

La estrategia de legado aclara qué puede hacer una familia para mejorar la vida de otros, ya sea ahora o en el futuro. Incluye los activos que exceden lo que los miembros de la familia necesitan para cumplir sus propios objetivos de vida, y generalmente es el foco de la planificación patrimonial. Las carteras de inversión de la estrategia de legado se suelen invertir con mayor agresividad, ya que el horizonte de inversión asociado con la cartera se puede medir en décadas y también puede incluir fondos benéficos, bienes raíces y coleccionables.

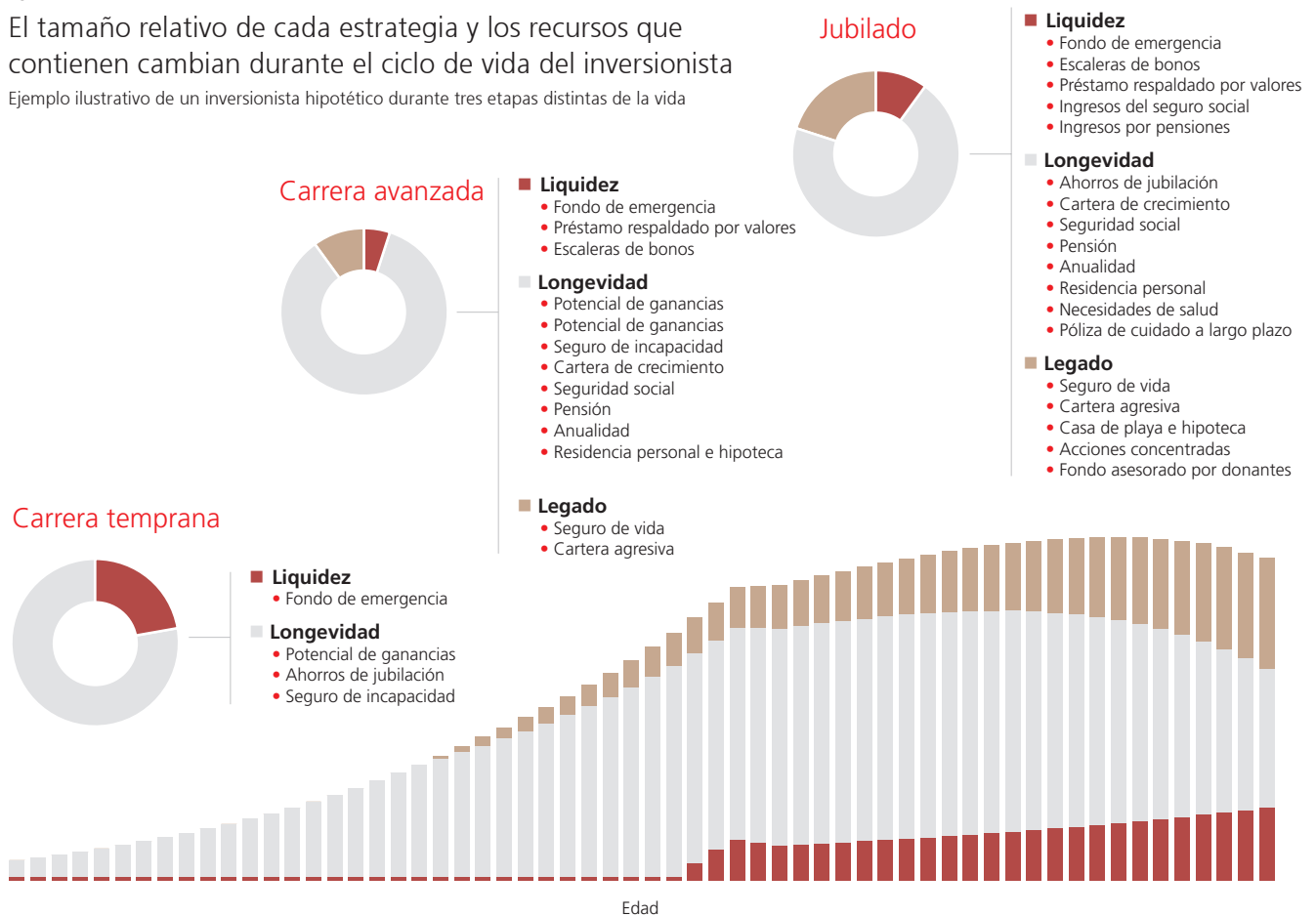


\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

Fig. 1

## El tamaño relativo de cada estrategia y los recursos que contienen cambian durante el ciclo de vida del inversionista

Ejemplo ilustrativo de un inversionista hipotético durante tres etapas distintas de la vida



Fuente: UBS

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

En su núcleo, el enfoque de las tres "L" es un modelo para familias que quieren entender cómo pueden asignar mejor todos sus activos y gestionar sus pasivos para ayudar a alcanzar sus objetivos. Está diseñado para proporcionar claridad a todas las decisiones financieras incluidas en las metas y los objetivos específicos de la familia.

El tamaño relativo de cada estrategia de Liquidez. Longevidad. Legado. cambia durante el ciclo de vida de un inversionista. Antes de la jubilación, un inversionista no tendría muchos activos financieros en la estrategia de liquidez, ya que los ingresos actuales pagarían todos los gastos. La estrategia de longevidad estaría simultáneamente a punto de completarse mediante

el ahorro y el crecimiento, y la estrategia de legado probablemente estaría vacía durante la mayor parte de ese período. El resultado natural es que casi todos los activos del inversionista se invertirían en la estrategia de longevidad.

Más cerca de la jubilación, la estrategia de longevidad debe estar financiada por completo, y algunos activos podrían ahora también estar en la estrategia de legado. Sin embargo, los activos destinados a gastos en los próximos años también comienzan a entrar en la estrategia de liquidez, que tiene un efecto natural de minimización de riesgos para la estrategia global.

Finalmente, un inversionista gastará lentamente sus activos de

longevidad durante la jubilación. Al mismo tiempo, los activos de legado no están comprometidos para que puedan aumentar su valor. De hecho, los inversionistas que tienen grandes activos de estrategia de legado en relación con sus gastos, en realidad se darán cuenta de que su riesgo promedio aumenta durante la jubilación, ya que los activos de legado comprenden una porción creciente de sus activos totales. Aunque esto puede parecer contradictorio con la sabiduría convencional, es bastante intuitivo una vez que los activos se han segmentado utilizando este marco. La **Figura 1** ilustra esta segmentación cambiante de los activos a lo largo del tiempo para un inversionista hipotético.

# Más allá de la ganancia de riesgo

En 1952, Harry Markowitz publicó "Portfolio Selection" (Selección de la cartera) en *The Journal of Finance*. Fue el primer artículo en presentar los conceptos que desde entonces se han desarrollado en la denominada teoría moderna de carteras (MPT, Modern Portfolio Theory). La premisa de la MPT, que la optimización de la cartera es una elección del rendimiento y la variación promedio (es decir, el riesgo) de la cartera, es bien entendida por los inversionistas hoy en día. La visión principal de la MPT es que estimando las características de riesgo y retorno para las inversiones de su cartera, así como las correlaciones entre activos, los inversionistas pueden maximizar el retorno para un nivel dado de riesgo, o minimizar el riesgo de un nivel de retorno objetivo (es decir, la optimización de varianza media).

Además de proporcionar el primer marco cuantitativo para asignar una cartera, la MPT proporcionó el entendimiento de dos aspectos para los inversionistas. El primero, que las decisiones de inversión se deben tomar en el contexto de todos los otros activos que se mantienen en una cartera, es quizás un aspecto de la selección de inversión que sigue siendo menospreciado por muchos inversionistas. El segundo, que los inversionistas pueden reducir el riesgo global mediante la diversificación de sus activos, ha sido aceptado en mayor medida.

Por supuesto, los inversionistas saben desde hace mucho tiempo que deberían diversificar sus activos. En el cuarto siglo, el rabino Isaac Bar Aha propuso que uno debía tener "un tercio en tierras, un tercio en mercaderías y el otro tercio, a mano" (Talmud de Babilonia). Markowitz agregó apoyo cuantitativo y precisión 1600 años después del discernimiento fundamental del rabino.

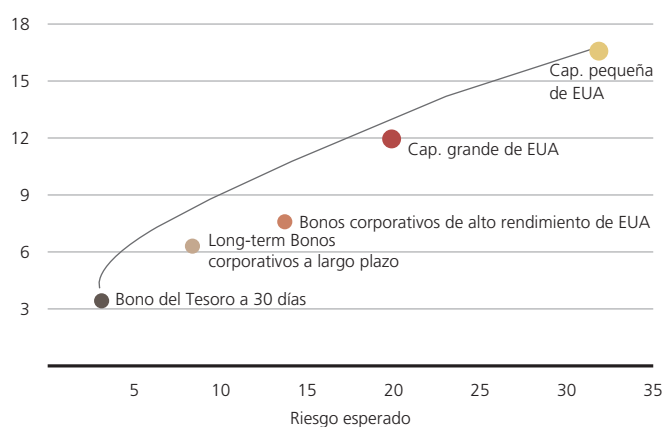
La MPT tiene el beneficio adicional de que realmente funciona en la práctica, al menos en los horizontes a largo plazo y en retrospectiva. La **Figura 2** ilustra las características de riesgo y retorno de cinco clases de activos principales entre 1926 y 2016. La línea es la frontera eficaz en el mismo período: el conjunto de carteras eficaces que habrían maximizado el retorno de un nivel determinado de riesgo. Debido a que la frontera eficaz reside sobre todas las clases de activos individuales (con la excepción de los extremos), la diversificación de los activos añade eficacia a la cartera.

En este ejemplo, utilizamos las clases de activos de EUA solamente porque tenemos un historial de datos con bastante más trayectoria para EUA que para la mayoría de los demás mercados financieros. Sin embargo, en un horizonte lo suficientemente extenso, casi todas las clases de activos muestran un patrón similar.

Fig. 2

## Frontera eficaz a largo plazo, 1925–2016

Retorno previsto (eje vertical) y riesgo esperado (eje horizontal), en %



Fuente: Morningstar Direct, UBS, al 31 de diciembre de 2016

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

Fig. 3

Liquidez. Longevidad. Legado. combina la inversión basada en pasivos (LDI), el modelo de dotación de inversiones, las finanzas conductuales y un enfoque de balance contable general.

Fundamentos teóricos del enfoque de las tres “L”

	Liquidez	Longevidad	Legado
<b>Propósito</b>	Proporcionar liquidez para los gastos a corto plazo	Proporcionar crecimiento de activos y cobertura contra riesgos apropiada para cumplir las metas de vida	Crecimiento de activos de legado
<b>Enfoque de inversión</b>	Correlación de activos y pasivos	LDI de patrimonio total	Dotación gravable
<b>Tamaño</b>	Próximos tres años de flujo de caja	Basado en objetivos, edad	Excedente
<b>Evaluación de riesgos</b>	Probabilidad de éxito, tasa de financiación, riesgo de excedente		Retorno a largo plazo ajustado según el riesgo
<b>Marco intelectual</b>	Merton, Samuelson, Kahneman, Thaler, Waring, Sharpe 2.0		Markowitz, Sharpe 1.0, Swensen

Fuente: UBS

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

Pero hay una gran diferencia entre mostrar una frontera eficiente hipotética y retrospectiva y pronosticar una frontera eficiente de antemano<sup>3</sup>. Hay una diferencia aún mayor entre construir una cartera eficiente y seleccionar la cartera correcta para una familia en particular, en el momento adecuado de su ciclo de vida. Resulta que el estrecho enfoque en la “optimización de carteras” no ha llevado a maximizar los resultados para los inversionistas.

El enfoque de las tres “L” utiliza cuatro avances distintos que se basan en las percepciones iniciales de Markowitz, ya que se aleja de la noción de que la volatilidad diaria mide adecuadamente el riesgo de la inversión: La Inversión basada en pasivos (LDI), el modelo de dotación de inversiones, las finanzas conductuales y un enfoque de balance contable general. Creemos que cada uno de estos conceptos beneficia a los inversionistas en comparación con el enfoque tradicional de Markowitz **(vea la Fig. 3)**.

### Inversión basada en pasivos (LDI)

La premisa básica detrás de la inversión basada en pasivos (LDI, Liability-Driven Investing) es una desviación del enfoque centrado en los activos a uno que asigna fondos de dinero para financiar gastos futuros específicos, o *pasivos*<sup>4</sup>. En lugar de centrarse en la volatilidad del día a día como medida principal de riesgo, un enfoque basado en pasivos genera una cartera optimizada para ayudar a satisfacer los pasivos futuros del inversionista. El riesgo se redefine a no cumplir con esos pasivos.

Los fondos de pensiones son los principales usuarios del enfoque de LDI y hemos visto que esta estrategia funciona muy bien con muchas de esas instituciones. El éxito del programa de inversión de un plan de pensiones se mide en función de si la probabilidad de cumplir con los pasivos ha aumentado y alcanzado sus objetivos.

Conceptualmente, este objetivo se puede lograr modelando los pasivos futuros como una posición corta y limitada en la cartera. Los gastos de jubilación, por ejemplo, podrían ser modelados como una posición corta en los títulos de la Tesorería protegidos contra la inflación (TIPS, Treasury Inflation-Protected Securities). La mayoría de los hogares tienen metas y objetivos que desean que sus activos de inversión cumplan. La matrícula universitaria, la compra de una casa, los gastos de jubilación, las vacaciones y los legados son ejemplos de gastos que tienen cantidades específicas de dólares y tiempo asociados con ellos, y las inversiones se pueden hacer específicamente para ayudar a minimizar la volatilidad asociada con el cumplimiento de esas metas.

Desde un punto de vista técnico, lo que realmente importa en estas situaciones es el excedente o déficit de la estrategia, los activos menos los pasivos, y no el nivel absoluto de activos o la varianza en la cartera. En consecuencia, la función del objetivo debería pasar de la maximización de los activos en relación con la volatilidad de la cartera a una estrategia que maximice el excedente en el contexto de la volatilidad del excedente.

Independientemente de la "tolerancia al riesgo" del individuo, la inversión de fondos destinados a la matrícula universitaria de un nieto en una cartera moderada tiene muy poco sentido si se deberá realizar el pago en seis meses, pero podría ser perfectamente racional si aún faltan siete años para el ingreso a la Universidad. Lo mismo puede decirse, como muchos inversionistas lamentablemente se dieron cuenta en 2008, sobre la retención de dinero necesario para los próximos dos años de gastos de vida en una cartera agresiva o en activos no líquidos.

La probabilidad de pérdidas en cualquier activo o cartera depende del horizonte temporal, lo que significa que el horizonte temporal debe tener un impacto en la cartera de inversión apropiada (vea la Fig. 4). En economías bien desarrolladas, la probabilidad de pérdida cuando se mantiene el efectivo es cercana a cero en períodos cortos, como un año. No se puede decir lo mismo de las acciones. Durante los últimos 90 años, los tenedores de acciones han perdido dinero (a veces cantidades significativas) una quinta parte del tiempo durante períodos de un año. El efectivo suele ser más seguro que las acciones para los inversionistas a corto plazo.

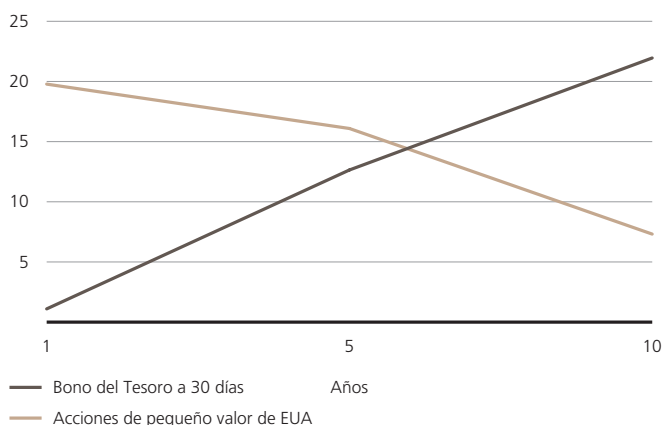
Por el contrario, las conclusiones cambian durante los períodos de tenencia de una década de duración. Si se observan una vez más los datos de EUA, porque tenemos casi 100 años de retornos en muchos entornos de mercado, los inversionistas de acciones han perdido dinero, neto de inflación, apenas alrededor del 10% de las veces que lo han mantenido durante al menos 10 años. En realidad, el efectivo disminuye en valor el 22% del tiempo si se mantiene durante 10 años o más. Durante los períodos de 20 años, los inversionistas de capital estadounidense siempre han experimentado retornos positivos ajustados a la inflación. Los peores 20 años de retornos para las acciones de EUA son casi tan buenos como los mejores 20 años de ganancias de dinero en efectivo. El horizonte temporal importa mucho, y la optimización basada en pasivos conduce intuitivamente a tomar decisiones dinámicas que toman en cuenta todos estos factores.

Por supuesto, las personas y las familias no son pensiones. Muchos inversionistas individuales cuentan con fondos en exceso con respecto al gasto futuro de vida y no necesitan utilizar un enfoque impulsado por los pasivos para la totalidad de sus activos. La segmentación de activos es una solución viable. En el marco de las tres "L", las estrategias de liquidez y longevidad trabajan juntas para formar una estrategia de LDI, y los activos excedentes de la casa se mantienen por separado en la estrategia de legado.

Fig. 4

### El efectivo es más seguro en el corto plazo, pero las acciones son más seguras en el largo plazo

Probabilidad (eje vertical) de una pérdida igual o superior al 5% ajustada para varios períodos de tiempo (eje horizontal), en %



Fuente: Morningstar Direct, UBS, al 31 de diciembre de 2016

### El modelo de dotación

El modelo de dotación es un proceso de inversión, popularizado por la dotación de la Universidad de Yale, entre otros, que abraza la orientación de valor, la falta de liquidez, y un enfoque oportunista como impulsores de retornos de la inversión a largo plazo superiores. La estrategia de legado aprovecha este modelo, ajustado en consecuencia para los inversionistas imponibles, como una forma de lograr un rendimiento superior después de los impuestos a largo plazo. Analizamos la administración de cartera para la estrategia de legado más adelante en la **página 18**.

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.



## Finanzas conductuales

En finanzas y economía, asumimos que los individuos y los inversionistas se comportan racionalmente, según lo modelan los matemáticos y los economistas. Sin embargo, la realidad es muy diferente. La información y la anticipación del rendimiento futuro del mercado producen fuertes reacciones emocionales (vea la Fig. 5). La emoción y el subsiguiente temor a la pérdida pueden cambiar drásticamente la voluntad de corto plazo de los inversionistas de asignar sus activos de manera eficaz, a menudo a expensas de las metas a largo plazo.

Por ejemplo, el temor a una desaceleración del mercado puede hacer que los inversionistas se vuelvan reacios al riesgo y minimicen los riesgos durante los tiempos en que deberían invertir. Por otro lado, la ansiedad asociada con las pérdidas de ventas, así como el arrepentimiento que conlleva reconocer un posible error de inversión, hace que los inversionistas se congelen y se mantengan en una posición de pérdida en lugar de reinversión en una mejor alternativa. A eso le sigue un momento de pánico, ya que se dan cuenta de que tienen que actuar, pero en lugar de comprar a un menor precio, venden.

De manera similar, dado un desempeño positivo sostenido, algunos inversionistas se entusiasman con pequeñas ganancias y venden demasiado pronto: esto se denomina efecto de disposición. Para otros, la codicia y el exceso de confianza asumen el poder, y muchos inversionistas con frecuencia tienen dificultades para vender activos que han tenido un excelente rendimiento y, en su lugar, optan por añadir riesgo a sus carteras. Los ejemplos podrían ser los inversionistas que agregan la exposición a la tecnología en diciembre de 1999, los inversionistas que agregan la exposición a los servicios financieros en octubre de 2007 y que venden la exposición de los capitales en marzo de 2009. Las emociones invalidaron la lógica y los hechos, y llevaron a un rendimiento bajo.

Dado que nuestras preferencias de riesgo pueden cambiar con el tiempo, el enfoque de las tres "L" ayuda a evitar errores mentales costosos, especialmente durante los entornos de mercado más difíciles, ya que proporciona la comodidad de saber que los activos destinados a las necesidades de gastos a corto plazo están aislados de

Fig. 5

## Las emociones de los inversionistas con frecuencia conducen a acciones contraproducentes

Ciclo ilustrativo de los sentimientos de los inversionistas



Fuente: Fisher, G. S. (2014) *Advising the Behavioral Investor: Lessons from the Real World* (Asesoramiento para el inversionista conductual: lecciones del mundo real), en *Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing* (Comportamiento del inversionista: la psicología de la inversión y la planificación financiera) (eds. H. K. Baker y V. Ricciardi), John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, NJ, EUA

los riesgos del mercado. La estrategia de liquidez, que está diseñada para ayudar a satisfacer las necesidades de gasto de los próximos 2 a 5 años, contiene activos financieros que son más estables durante los mercados bajistas. Esto ayuda a los inversionistas a mantener el enfoque y les brinda seguridad con el conocimiento de que sus estrategias de longevidad y legado, invertidas para el crecimiento a largo plazo, no se utilizarán durante muchos años. Durante las desaceleraciones del mercado, donde se toman las decisiones de inversión más deficientes, esta comodidad es inestimable, pero también tiene beneficios tangibles, ya que aumenta la probabilidad de que la disciplina de inversión se mantenga durante periodos de estrés del mercado, macro y geopolítico.

Además, el marco de las tres "L" tiene como objetivo convertir sesgos del comportamiento de un obstáculo en una ventaja. Por ejemplo, la contabilidad mental describe una tendencia que lleva a las personas a segmentar sus activos y metas de gasto en partes distintas y a tratar esas partes de manera diferente sin pensar en el todo. Esta tendencia puede llevar a una toma de decisiones que no es óptima, como la tenencia de un saldo de tarjeta de crédito a una tasa de interés del 15% cuando esto podría ser amortizado por una inversión que rinda un 2%. El marco de las tres "L" aprovecha esta inclinación de la segmentación al separar los activos para ayudar a cumplir objetivos específicos de gasto. El resultado es una estrategia de inversión intuitiva que crea una clara conexión entre los activos y los objetivos de dichos activos.

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

### Enfoque de balance contable general

Los balances tradicionales incluyen los activos tangibles y los pasivos de un hogar. Los activos pueden incluir bienes raíces, activos de jubilación, intereses de sociedades, cuentas de corretaje y pensiones. Los pasivos tienden a limitarse a las obligaciones pendientes: Tal vez una hipoteca y otros tipos de deudas.

Además de los activos tangibles, los individuos y los hogares tienen activos y pasivos intangibles que pueden incluirse en un enfoque de balance contable general para proporcionar una imagen más completa de la situación financiera del hogar (vea la Fig. 6).

Un activo intangible sumamente importante es el capital humano. Objetivamente, un cirujano reciente de 30 años es más rico que un estudiante de 30 años sin educación posterior a la educación secundaria o sin un empleo estable. Aunque es difícil cuantificar el capital humano con un alto nivel de precisión, la comprensión y la contabilización de los atributos generales de riesgo y el impacto del balance del capital humano pueden impulsar mejores decisiones de asignación, como la compra de un seguro de incapacidad para cubrir el capital humano durante una carrera.<sup>5</sup>

Los pasivos también se pueden expandir para incluir objetivos de gastos futuros, como la

compra de una segunda casa, la educación de un niño o nieto, y los gastos de jubilación. Este gasto es una responsabilidad futura para el hogar, similar a los pagos hipotecarios u otras deudas. El marco de las tres "L" también permite a las familias ver claramente cómo están utilizando los pasivos, como las hipotecas y los préstamos respaldados por títulos, para lograr sus objetivos. Algunos ejemplos podrían ser un SBL utilizado como un activo de liquidez para cubrir un gasto inesperado que, de otra manera, habría requerido la venta de activos de inversión y el cumplimiento de impuestos de otro modo aplazables; o una hipoteca en la estrategia de longevidad para permitir que una familia adquiera su residencia principal; o una hipoteca usada para comprar de manera más eficaz un activo de legado, como una casa de vacaciones que pretende ser parte de un legado.

Una vez que se ha compuesto el balance completo, la comparación de los activos y los pasivos proporciona información importante. Si los activos exceden los pasivos, el hogar tiene un excedente o margen de seguridad, por encima de las responsabilidades. Si los pasivos exceden los activos, el déficit se deberá abordar encontrando una manera de aumentar los activos, reducir el gasto planificado o modificar la estrategia de inversión.

Fig. 6

### Los balances contables incluyen activos y responsabilidades tangibles e intangibles.

Ejemplo ilustrativo de un balance contable general antes y después de la jubilación

Antes de la jubilación		Después de la jubilación	
Total de activos	Total de responsabilidades	Total de activos	Total de responsabilidades
<b>Liquidez</b> 5%	<b>Liquidez</b>	<b>Liquidez</b> 10%	<b>Liquidez</b>
Fondo de emergencia (efectivo)	Líneas de crédito disponibles	Fondo de emergencia (efectivo)	Solicitudes de capitales de capital privado
		Renta fija (3 años)	Gastos de jubilación (3 años)
		Ingresos por pensiones	Gastos de salud (3 años)
		Ingresos por anualidades	Líneas de crédito disponibles
<b>Longevidad</b> 85%	<b>Longevidad</b>	<b>Longevidad</b> 70%	<b>Longevidad</b>
Cartera de inversiones de longevidad	Hipotecas	Cartera de longevidad	Necesidades de gastos de jubilación
Planificación universitaria	Préstamos	Planificación para cuidado a largo plazo	Necesidades de salud en la jubilación
Planificación de invalidez	Necesidades de gastos de jubilación	Pensión pública	Planificación de cuidado a largo plazo
Pensión pública	Necesidades de salud en la jubilación	Pensión privada	
Pensión privada	Necesidades futuras de cuidado a largo plazo	Anualidades	
Anualidades	Gastos universitarios de los hijos	Residencia personal	
Residencia personal			
Capital humano			
<b>Legado</b> 10%	<b>Legado</b>	<b>Legado</b> 20%	<b>Legado</b>
Seguro de vida		Seguro de vida	Préstamo para hogares de los hijos
Cartera de inversión de legado		Cartera de legado	Hipoteca de casa de vacaciones
		Casa de vacaciones	Promesas irrevocables de legado
		Acciones concentradas	Donaciones planificadas
		Fondo asesorado por donantes	Impuesto sobre sucesiones y donaciones

Fuente: UBS

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

# Beneficios del enfoque de las tres "L"

## 1 Muestra un rendimiento mejorado en relación con otros enfoques

Un beneficio fundamental del enfoque de las tres "L" es que ayuda a un inversionista a seleccionar la estrategia de asignación de activos correcta, en el momento adecuado. Aunque la selección de la asignación correcta de activos puede sonar trivial, no lo es. Por ejemplo, los inversionistas con frecuencia no tienen en cuenta los activos como el capital humano o los ingresos por pensiones cuando los asignan a los ingresos fijos y, por lo tanto, tienen carteras que no son óptimas, que contienen más ingresos fijos de los que necesitan.

El impacto es real: estimamos que el aumento de la porción de capital de una cartera en tan solo 10 puntos porcentuales, en relación con el ingreso fijo, podría generar un aumento del retorno promedio anual del 0,5%. Por supuesto, el riesgo debe ser administrado apropiadamente, un 0,5% adicional por año no vale la pena si somete a un hogar a un riesgo secuencial al comienzo de la jubilación. El riesgo secuencial se refiere al riesgo de que los retornos altamente negativos al comienzo de la jubilación descarrilen el resto del plan de jubilación y pongan a la familia en riesgo de quedarse sin dinero. Ese es uno de los motivos por los que las tres "L" funcionan tan bien. La estrategia se ajusta naturalmente durante el ciclo de duración para aumentar o disminuir el riesgo según corresponda.

Usamos el análisis de Monte Carlo para comparar dos estrategias comunes de asignación con la estrategia de las tres "L" para una pareja de 45 años de edad: (1) una estrategia de cartera balanceada estática y (2) una estrategia de "100 menos la edad". Un análisis de Monte Carlo proporciona una simulación de retornos de inversión, contribuciones y retiros que imitan lo que un inversionista podría experimentar durante años y décadas. Las simulaciones de Monte Carlo son una parte vital de la planificación de la inversión, ya que nos permiten dar cuenta de la variabilidad del retorno de la inversión, y proporcionan una mejor evaluación de la probabilidad de éxito de la inversión en una serie de diferentes entornos de mercado.

Encontramos que el enfoque de las tres "L" genera un aumento en el rendimiento extraordinario ajustado por riesgo de aproximadamente un 1% anual, en comparación con una cartera balanceada estática. El

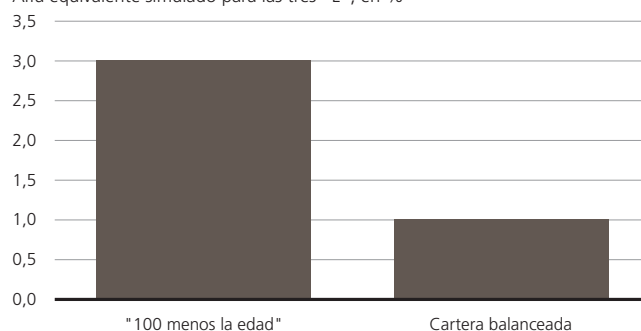
rendimiento relativo a una estrategia de "100 menos la edad" es aún más significativo: más del 3% anual en promedio, principalmente porque el uso de una estrategia de "100 menos la edad" conduce a tener carteras muy conservadoras una vez que la pareja alcanza sus 50 y 60 años (vea la Fig. 7).

La razón principal por la que el enfoque de las tres "L" típicamente supera el rendimiento es porque otras estrategias no abordan de manera efectiva las decisiones financieras que están incluidas en las metas y los objetivos de la familia (por ejemplo, el gasto de por vida). Se hace poca o ninguna distinción entre los activos que están destinados a ser utilizados en la actualidad (por ejemplo, a corto plazo) y los activos que están destinados a ser utilizados en un plazo de 10 a 20 o 30 años (ciertamente no los activos que es poco probable que se utilicen durante su vida). Los diversos fines de los activos financieros se homogeneizan y se vuelven abstractos. En consecuencia, las decisiones de inversión y asignación no están alineadas con los objetivos y la capacidad de riesgo de la familia, lo cual, a su vez, produce carteras que no son óptimas en el transcurso del tiempo.

Fig. 7

### El enfoque de las tres "L" muestra resultados más favorables en relación con otras estrategias

Alfa equivalente simulado para las tres "L", en %



Nota: Resultados simulados para los escenarios descritos en el texto. El alfa equivalente es una métrica de valor presente neta que estima el rendimiento extraordinario anual necesario para equiparar la estrategia de las tres "L" sobre una base neta del valor presente. "100 menos la edad" es un dicho que sugiere que los inversionistas ajustan anualmente su asignación de activos a las acciones para que sea igual a 100 menos su edad. Por ejemplo, una persona de 65 años tendría el 35% (100-65) de su cartera en acciones. La "cartera balanceada" supone una asignación constante del 60% en acciones y del 40% en bonos, independientemente de la edad o la etapa de la vida. Fuente: UBS, al 1 de agosto de 2017

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

## 2 La segmentación ayuda a administrar la cartera en los mercados bajistas

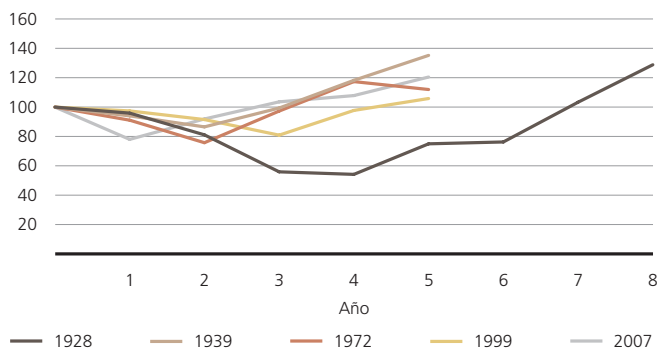
La mayoría de los inversionistas odian los mercados bajistas, pero un mercado bajista durante una carrera laboral tiende a ser una oportunidad importante para invertir a un precio más bajo. Los mercados bajistas son emocionalmente difíciles, pero muy enriquecedores para el patrimonio a largo plazo.

Los jubilados y los administradores de carteras de jubilados tienen un reto más difícil. Por definición, los jubilados no tienen ingresos del mercado laboral para añadir a sus carteras durante un mercado bajista. Están haciendo lo contrario, confiando en sus carteras de ingresos. Un mercado bajista temprano en la jubilación, junto con las distribuciones de la cartera, puede conducir a un riesgo secuencial.

Fig. 8

### La mayoría de las liquidaciones del mercado de acciones se recuperan en menos de cuatro años

Reducciones y períodos de recuperación (años) para correcciones del mercado de valores estadounidense de varios años

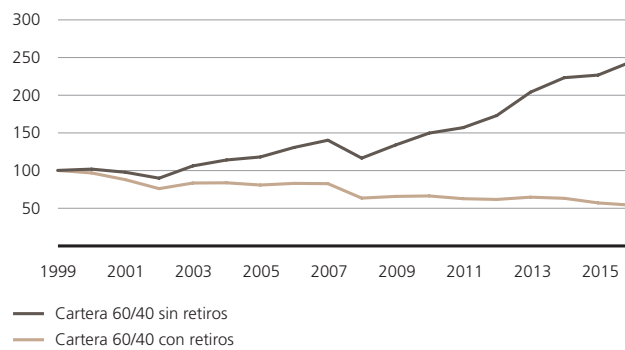


Fuente: Morningstar, UBS al 31 de diciembre de 2016.

Fig. 9

### Las carteras de los jubilados de 1999 experimentaron un riesgo secuencial negativo

Carteras hipotéticas, 1999-2016



Fuente: Morningstar, UBS al 31 de diciembre de 2016.

Por ejemplo, los inversionistas se han enfrentado a cinco descensos del mercado de valores de EUA de varios años en los últimos 90 años. Esos descensos comenzaron en 1928, 1939, 1972, 1999, y 2007. El descenso de la era de la gran depresión que comenzó en 1928 fue el peor de todos. Una cartera de crecimiento compuesta por el 30% de bonos del tesoro de Estados Unidos y el 70% de acciones estadounidenses disminuyó a la mitad y no se recuperó por completo hasta después de transcurridos siete años. Los descensos de 1939, 1972, 1999 y 2007 fueron de menor magnitud, pero aún dieron como resultado la reducción de la cartera un 20 o 30% y llevó de tres a cuatro años alcanzar la recuperación completa (vea la Fig. 8).

El desplome tecnológico que comenzó en el 2000 es el ejemplo más reciente de riesgo secuencial para los inversionistas. Teniendo en cuenta una cartera de acciones/bonos de 60/40 y una distribución inicial de un 5% ajustado a la inflación, las carteras de los jubilados de 1999 han descendido a la mitad de sus valores originales, y sin recortes de gastos esos jubilados ahora están tomando un 13% de retiros al año (vea la Fig. 9).

El enfoque de las tres "L" ayuda a prevenir el riesgo secuencial, ya que permite a los inversionistas gastar fuera de su estrategia de liquidez durante las reducciones. Al gastar los activos de liquidez, los inversionistas dan tiempo a los activos de riesgo de la estrategia de longevidad para que se recuperen antes de tener que venderlos para cubrir las necesidades de gastos. En retrospectiva hacia los últimos 80 años, nuestro análisis indica que la estrategia de las tres "L" habría agregado un promedio del 0,25% al informe Alfa anual durante cada ciclo de mercado bajista.

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

### 3 El enfoque en la eficacia tributaria es clave

Desde el punto de vista de la administración de la cartera, uno de los factores más importantes es la conciencia tributaria. Los retornos considerables antes de los impuestos pueden tener un aspecto mucho peor después del pago de impuestos, y prácticamente todos los inversionistas necesitan tener en cuenta los matices particulares del código fiscal aplicable para maximizar los retornos después de impuestos.

La segmentación de la liquidez, la longevidad y el legado proporciona una oportunidad para manejar una cartera en un contexto de conciencia tributaria basado en el uso final de los activos. En particular, los activos de longevidad y legado se pueden invertir de diferentes maneras si el tratamiento fiscal final de los activos también es diferente.

Por ejemplo, según la ley tributaria actual de EUA, los beneficiarios reciben una actualización sobre la base de los costos cuando heredan activos de legado. Esta "actualización" significa que los beneficiarios heredan los activos con una base que representa el valor al que se reciben los activos, en lugar de la base en la que los activos fueron comprados originalmente. La obligación tributaria relacionada desaparece efectivamente al momento de la transferencia. Por consiguiente, este "impuesto alfa" recibido en el momento de la transferencia hace que sea muy importante para los inversionistas estadounidenses permitir que las ganancias de capital se acumulen en sus activos de legado y no utilizar gestores excesivamente activos que incurrirán en esas ganancias de capital, en lugar de aplazarlas.

Otros países y localidades requerirán técnicas diferentes, pero todos los inversionistas deberían centrarse en los retornos después de impuestos al construir y gestionar sus carteras de inversión. Además, se deben tener en cuenta el tratamiento fiscal de las pensiones, los ingresos frente a las ganancias de capital, los ingresos de seguros y las diversas estructuras y tipos de cuenta. El enfoque de las tres "L" ayuda a superar la complejidad y les permite a los inversionistas centrarse en mejorar el tratamiento fiscal en función de los objetivos para los activos.

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

## 4 La aplicación de las finanzas conductuales puede ayudar a lograr un mayor rendimiento

---

Uno de los inversionistas más conocidos del siglo pasado, Benjamin Graham, observó que "el principal problema del inversionista, e incluso su peor enemigo, es probablemente él mismo". Los inversionistas realizan operaciones en exceso, persiguen los retornos, entran en pánico y generalmente compran alto y venden bajo, lo que resulta en un bajo rendimiento.

Por ejemplo, en "El comercio es peligroso para su riqueza"<sup>6</sup>, Brad Barber y Terrance Odean indican que los hogares promedio entregaron más del 75% de sus carteras de acciones anualmente y que tuvieron una deficiencia de desempeño del 1,5% anual. Nuestro propio trabajo, enfocado en el comportamiento de compra y venta de los inversionistas de fondos mutuos, detectó un bajo rendimiento promedio del 0,9% por año para los inversionistas de acciones principales, en comparación con el desempeño del propio fondo, entre abril de 2007 y marzo de 2016. Para ser claros, el bajo rendimiento del 0,9% se debe totalmente a un mal momento de compra y venta de un fondo específico, no del desempeño subyacente del propio fondo. Aunque algunos investigadores creen que la brecha conductual es mucho mayor, nuestro enfoque utiliza una metodología conservadora que explica el tiempo y la magnitud de los flujos.

Una forma de minimizar el riesgo relacionado con el costoso comportamiento emocional es establecer un enfoque de inversión disciplinado como el reequilibrio. Mientras que la venta de las clases de activos de alto rendimiento y la compra de peor rendimiento puede ser contraproducente, nuestro análisis muestra que establecer un enfoque disciplinado de reequilibrio dentro del marco de las tres "L" puede agregar un valor alfa adicional del 0,8% sobre una base anual.

El marco de las tres "L" no es una panacea para resolver nuestros propios sesgos emocionales, pero sí proporciona un marco concreto para la toma de decisiones a la que los inversionistas pueden recurrir durante tiempos de estrés y angustia en el mercado. Al incorporar las principales decisiones financieras en las metas y los objetivos específicos de la familia, en lugar de intentar predecir los tiempos de los mercados, el marco proporciona una guía de acción para los períodos difíciles.

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

# Administración de las estrategias de las tres “L”

La parte final de este informe proporciona un debate detallado sobre cómo asignar y administrar las estrategias de Liquidez. Longevidad. Legado. La diferencia entre gestionar estrategias de manera correcta o incorrecta puede ser sustancial en lo que respecta al cumplimiento de los objetivos y el valor neto.

## Usted, su familia y las vidas de otros

Sus metas deben formar la base de casi todas las decisiones de inversión y planificación patrimonial. El desarrollo y la actualización de las metas requieren la acción deliberada de preguntarse qué incluye su estilo de vida deseado y cómo desea mejorar la vida de otros. Algunas metas, como actualizar y vender su casa, pagar la Universidad, o contribuir a la caridad son fáciles de reconocer. Otras metas, como asegurar que los problemas de salud potenciales no se carguen a sus hijos, pueden ser más difíciles de detectar.

Identificar sus metas y objetivos, sin importar su claridad, es como marcar puntos en un mapa. Es una necesidad para planear un camino significativo hacia adelante. El enfoque de las tres “L” utiliza esos puntos para asignar sus activos y recursos de manera eficaz, a través del tiempo, con el fin de reducir el papel de la suerte en su éxito de inversión y ayudarle a tomar mejores decisiones.

# 1

## La estrategia de liquidez

La estrategia de liquidez contiene activos y recursos para ayudar a cumplir con el gasto de los próximos 2 a 5 años.

<b>Propósito</b>	Proporcionar activos y recursos para las necesidades de gasto de los próximos 2 a 5 años
<b>Tamaño</b>	Valor actual neto de objetivo de gastos
<b>Tasa de descuento</b>	Equivalente a efectivo local o tasas de renta fija a corto plazo
<b>Activos y recursos</b>	Efectivo, equivalentes de efectivo, renta fija de alta calidad, ingresos salariales, ingresos por pensiones e ingresos por anualidades

La estrategia de liquidez contiene los activos que una familia tiene pensado utilizar para cumplir con los objetivos de gasto a corto plazo. Esta estrategia es un sustituto de los ingresos externos. Los inversionistas no necesitan mantener activos de inversión en la estrategia de liquidez, excepto un fondo de emergencia, si tienen ingresos del mercado laboral que satisfacen las necesidades diarias de gastos. En general, las familias no utilizarán una estrategia de liquidez de manera significativa hasta la jubilación. En la jubilación, la parte de la inversión de la estrategia de liquidez debe tener el tamaño adecuado para satisfacer los gastos que excedan los ingresos de las pensiones, las anualidades y las fuentes de ingresos similares.

El correcto dimensionamiento de la estrategia de liquidez dependerá del riesgo asumido en la estrategia de longevidad. Como se analizó en la sección *La segmentación ayuda a administrar la cartera en los mercados bajistas*, queremos que la estrategia de liquidez tenga el tamaño suficiente para reducir el impacto del riesgo secuencial durante un mercado bajista. En términos generales, los inversionistas que tienen una cartera de ingresos o rendimientos en su estrategia de longevidad deben tener por objetivo cubrir dos años de necesidades de gastos en la estrategia de liquidez; los inversionistas que tengan una cartera moderada en su estrategia de longevidad deben tener por objetivo cubrir tres años de necesidades de gastos en su estrategia de liquidez; y los inversionistas que tengan una cartera de crecimiento en su estrategia de longevidad deben tener por objetivo cubrir cuatro años de necesidades de gastos en la estrategia de liquidez.

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.



En un entorno de tasa de interés baja, los inversionistas tendrán que financiar la estrategia de liquidez con casi la cantidad total de dólares de las necesidades de gastos. Pero a pesar de que la estrategia de liquidez tendrá una tasa de retorno baja, sirve para un propósito muy importante, ya que proporciona una fuente estable de ingresos para la familia, así como el nivel de comodidad para soportar un riesgo mayor en otras carteras. La estrategia de longevidad es responsable de proporcionar crecimiento. Si combinamos estos objetivos, se generan asignaciones que no son óptimas, por lo que recomendamos evitar inversiones de mayor riesgo y mayor rendimiento en la cartera de liquidez.

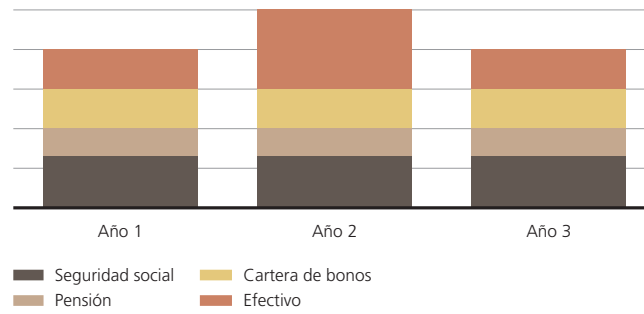
Nuestra manera preferida de construir la estrategia de liquidez es mantener un año de efectivo junto con una escalera de bonos de tres años, que tiene el tamaño adecuado para proporcionar los activos necesarios para gastos a medida que los bonos se vencen **(vea la Fig. 10)**.

Si están disponibles, los fondos mutuos de bonos de vencimiento definido y los fondos negociables ofrecen una alternativa para los inversionistas que no desean administrar una cartera de bonos individuales<sup>7</sup>. Estos fondos se diseñan explícitamente con una fecha de vencimiento de destino, lo que permite a un inversionista construir una escala de bonos diversificada a través de la compra de un número limitado de fondos. Por ejemplo, un inversionista podría comprar fondos de vencimiento definido en 2018, 2019 y 2020 con el fin de proporcionar activos para el gasto entre el 2018 y el 2020.

Fig. 10

### Los activos de liquidez deben coincidir con el gasto planificado

Gasto hipotético, por fuente de ingresos, durante más de tres años



Fuente: UBS

Los fondos de bonos de vencimiento definido ofrecen el beneficio de la simplicidad, pero hay inconvenientes notables. Por ejemplo, los inversionistas de fondos de bonos no pueden equiparar más flexibilidad con las características de la cartera y el tiempo de los flujos de efectivo disponibles en una escalera de bonos personalizada. Por otra parte, puede ser difícil lograr una diversificación suficiente a través de compras de bonos individuales sin un gran grupo de activos. Los fondos de bonos proporcionan una manera eficaz de ayudar a lograr esa diversificación. Estas compensaciones se deben tener en cuenta a la hora de decidir la implementación.

Las escaleras de bonos no son la única manera de crear una estrategia de liquidez. Los criterios más importantes son que los activos son líquidos y tienen un alto grado de estabilidad de precios. Aunque puede ser tentador permitir que la "fluencia de rendimiento" se convierta en inversiones más riesgosas, una estrategia de liquidez tiene un propósito, equiparar los ingresos y los activos seguros con las necesidades de gastos, y se debe manejar con ese objetivo en mente.

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

## 2 La estrategia de longevidad

La estrategia de longevidad contiene los activos y los recursos para las metas y los objetivos de vida de la familia.

<b>Propósito</b>	Proporcionar activos y recursos para las necesidades de gasto de toda la vida (para los años posteriores a la estrategia de liquidez)
<b>Tamaño</b>	Valor actual neto del gasto estimado de vida o mediante un enfoque de simulación que calcula el valor necesario para una alta probabilidad de éxito
<b>Tasa de descuento</b>	Equivalente a las tasas de interés a largo plazo
<b>Enfoque</b>	Carteras de múltiples clases de activos. Los activos incluyen pensiones, planificación de invalidez y seguro para cuidado a largo plazo

La estrategia de longevidad incluye una cartera que contiene los activos que la familia tiene pensado usar para los gastos durante su vida. El tamaño de esta cartera se basa en los gastos esperados, lo que significa que una familia que gasta USD 50 000 por año tendrá una estrategia de longevidad más pequeña que una familia que gasta USD 500 000 por año; una persona de 80 años tendrá típicamente una estrategia más pequeña de longevidad que una persona de 60 años recientemente jubilada.

Debido a que el objetivo de la estrategia de longevidad es el crecimiento a largo plazo, una asignación moderadamente agresiva es generalmente apropiada. Sin embargo, algunos inversionistas optarán por mantener carteras más o menos arriesgadas en su estrategia de longevidad. Hay variaciones. Una estrategia de longevidad más conservadora significa esencialmente que la familia tendrá que dedicar más activos a sus necesidades de gastos de vida, mientras que una cartera más agresiva aumenta la posibilidad de una reducción sostenida. Nuestro análisis considera que una cartera de crecimiento equilibrada aborda estos diversos riesgos cuando se combina con una estrategia de liquidez del tamaño adecuado.

Antes de jubilarse, un inversionista podría tener casi todos sus activos invertidos en la estrategia de longevidad. Más cerca de la jubilación y al inicio de la jubilación, la combinación de la estrategia de liquidez y la estrategia de longevidad generalmente darán como resultado una asignación bien diversificada en general, que es apropiada para mitigar el riesgo secuencial. Debido a la importancia de evitar el riesgo secuencial, las estrategias de inversión y los productos que están diseñados para reducir la captura de pérdidas también son buenos candidatos para la estrategia de longevidad.

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

Desde el punto de vista de la asignación de activos, el efectivo o la renta fija de corta duración generalmente no ayudan a alcanzar el objetivo de la estrategia de longevidad. Los bonos en efectivo y de corta duración son riesgosos para los inversionistas a largo plazo, al igual que los bonos de larga duración son riesgosos para los inversionistas a corto plazo. Aunque los bonos de larga duración tienen una alta volatilidad de los precios a corto plazo, los inversionistas tienen un alto grado de certeza con respecto al poder adquisitivo que un bono de larga duración vinculado a la inflación ofrecerá en algún momento del futuro. No se puede decir lo mismo de una posición a largo plazo en efectivo.

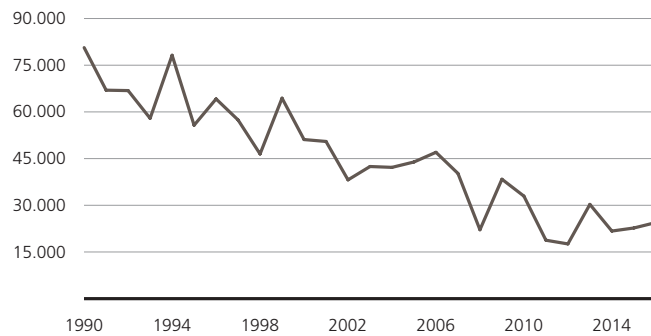
Por ejemplo, en el 2006, un millón de dólares estadounidenses en efectivo habría logrado aproximadamente USD 47 000 de ingresos para un inversionista en el mercado de la Tesorería. En la actualidad, ese mismo millón de dólares estadounidenses en efectivo solo logrará aproximadamente USD 23 000 de ingresos anuales debido a tasas de interés más bajas (**vea la Fig. 11**). Mantener el dinero en efectivo y esperar a comprar bonos en el 2006 fue una estrategia muy arriesgada para un inversionista que necesitó USD 50 000 de ingresos en el 2017.

Igualmente importante, la estrategia de longevidad está diseñada para incluir activos no negociables, como el capital humano, las pensiones públicas y privadas, la planificación de cuidado a largo plazo, la planificación de invalidez, los bienes raíces residenciales y cualquier otro activo que proporcione el bienestar futuro de la familia durante sus vidas.

Fig. 11

### El potencial de ingresos de un millón de dólares estadounidenses ha disminuido considerablemente

Rendimiento anual de la compra de un millón de dólares estadounidenses de pagarés del Tesoro a 10 años, en US\$



Fuente: Bloomberg, UBS al 31 de diciembre de 2016

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

# 3

## La estrategia de legado

La estrategia de legado representa el excedente de una familia.

<b>Propósito</b>	Legados, filantropía y otros propósitos del legado o de la planificación de bienes raíces
<b>Tamaño</b>	Activos que excedan lo que la familia necesita para alcanzar metas de vida
<b>Tasa de descuento</b>	n/a
<b>Enfoque</b>	Modelo modificado de dotación, orientación del valor con prima de falta de liquidez

La estrategia de legado representa el excedente de una familia. Una vez que las estrategias de liquidez y longevidad están completamente asignadas, el exceso de activos se segrega en una estrategia de legado. Hay motivos importantes para esta segmentación, muchos están relacionados con el comportamiento y la inversión.

Es importante destacar que la segmentación del legado proporciona claridad respecto a cómo se va a utilizar el patrimonio. Permite a una familia mirar su balance y saber, con un alto grado de confianza, que las estrategias de liquidez y longevidad contienen los activos que la familia necesitará para el resto de sus vidas. Este punto de vista es importante porque altera la mentalidad del inversionista cuando se trata de pensar en el riesgo en la estrategia de legado. En lugar de la volatilidad del día a día, que tiene muy poca relevancia en una cartera que tiene la intención de crecer durante años o décadas, el inversionista puede centrarse en estrategias pacientes que ofrecen un rendimiento superior a largo plazo después de los impuestos.

Uno de los factores más importantes en una estrategia de legado es la transferencia intergeneracional efectiva. ¿Cómo debe asignarse la estrategia de legado? Podemos seguir el liderazgo de dotaciones universitarias exitosas en este sentido, pero tenemos que ajustar sus estrategias para las consecuencias fiscales.<sup>8</sup> La dotación universitaria media tiene una cartera agresiva con una gran asignación a activos no líquidos (por ejemplo, hedge funds, capital privado y bienes raíces privados). Muchas dotaciones también son bastante activas en lo que respecta a la administración de sus carteras de acciones públicas.

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

Por supuesto, los inversionistas imponibles necesitan modificar la estrategia tradicional de dotación para optimizar los retornos después de impuestos. Los códigos de impuestos varían según el país y la localidad, pero, dicho simplemente, los retornos antes de los impuestos pueden parecer mucho peores después de los impuestos **(consulte la figura 12 para ver un ejemplo en EUA)**.

Además de seleccionar una asignación de activos apropiada que refleje sus objetivos de la estrategia de legado, muchas familias encontrarán que dicha estrategia está poblada de varias estructuras (por ejemplo, en EUA estas podrían incluir fondos asesorados por donantes, fideicomisos, fundaciones privadas, empresas privadas, etc.), con objetivos específicos y que requieren estrategias de inversión divergentes.

Fig. 12

### Los altos retornos pueden disminuir considerablemente después de los impuestos

Tasas de retorno total de quince años y costo de impuestos, en %

Clase de activos	Retorno total anual	Proporción de costos e impuestos	Retorno después de los impuestos
Alto rendimiento municipal	4,39	0,00	4,38
Intermedio nacional municipal	3,68	0,04	3,56
Cartera de gran capitalización de EUA	8,42	0,82	6,70
Bienes raíces	9,99	1,66	7,69
Bono corporativo	5,47	1,67	3,52
Bonos de mercados emergentes	9,57	2,45	6,56
Bonos de alto rendimiento	7,83	2,55	4,97

\*Morningstar calcula la proporción de costos e impuestos mensualmente, usando retornos ajustados a los cargos y retornos ajustados a impuestos para diferentes periodos de tiempo. La "proporción de costos e impuestos" mide cuánto se reduce el retorno anual de un fondo por los impuestos que los inversionistas pagan en las distribuciones.

Fuente: Morningstar Direct, UBS, al 10 de agosto de 2017

\* Los plazos pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, los objetivos y la idoneidad de cada cliente. Este enfoque no es una promesa ni una garantía de que la riqueza, o cualquier resultado financiero, pueda o vaya a lograrse.

# Conclusión

Según nuestro análisis y nuestra observación, creemos que el enfoque Liquidez. Longevidad. Legado. es muy eficaz para la gestión del patrimonio familiar. Hemos presentado un caso técnico y conductual para el enfoque en este informe, pero nuestra experiencia práctica ha proporcionado evidencia adicional.

Durante los últimos 4 años, hemos aconsejado y educado a cientos de familias sobre el enfoque de las tres "L". Los resultados son prometedores. Al adoptar el marco, muchos inversionistas se han dado cuenta de que su estrategia de legado, previamente indefinida, merecía la mayor parte de su atención. Otros inversionistas realizaron cambios en sus asignaciones de activos para alinear mejor sus inversiones con sus objetivos.

En última instancia, nuestra meta es sencilla: ayudar a las familias a entender cómo sus activos se pueden utilizar mejor para alcanzar sus objetivos. Se trata de un enfoque de la gestión del patrimonio orientado a los propósitos. ¿Qué debe hacer para mantener su estilo de vida actual? ¿Qué debe hacer para mejorar su estilo de vida? ¿Qué debe hacer para mejorar la vida de otros? El enfoque de las tres "L" proporciona las respuestas a esas preguntas.

# Bibliografía y lecturas relacionadas

Babylonian Talmud: Tractate Baba Mezi'a, folio 42a.

Baredes, Matthew and Michael Crook. "Frequently Asked Questions about Liability Driven Investing." Investment Strategy Insights, UBS, 2014.

Blanchett, David and P. Kaplan. "Alpha, Beta, and Now... Gamma." The Journal of Retirement, Vol. 1, No. 2 (2013), pp. 29-45.

Blanchett, David, and Philip Straehl. "No Portfolio is an Island." Financial Analysts Journal, Vol. 71, No. 3 (May/June 2015), pp. 15-33.

Chhabra, Ashvin B. "Beyond Markowitz: A Comprehensive Wealth Allocation Framework for Individual Investors." The Journal of Wealth Management, Vol. 7, No. 4 (2005), pp. 8-34. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=925138>.

DeMiguel, V., L. Garlappi and R. Uppal. "Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?" Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 5 (2008), pp. 1915-1953.

Dichev, Iliya. "What are stock investors' actual historical returns? Evidence from dollar-weighted returns." American Economic Review, Vol. 97, No. 1 (2007), pp. 386-401.

Graham, Benjamin and David Dodd. *The Intelligent Investor*. New York, NY: Harper & Brothers, 1949.

Huggert, Mark and Greg Kaplan. "How large is the stock component of human capital?" NBER Working Paper No. 21238, 2015.

Ibbotson, R., M.A. Milevsky, P. Chen, and K. Zhu. "Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation and Insurance." The Research Foundation of the CFA Institute, 2007.

Leibowitz, Martin L. "Pension Asset Allocation Through Surplus Management." Financial Analysts Journal, Vol. 43, No. 2 (March/April 1987), pp. 29-40.

Leibowitz, Martin L., and Roy D. Henriksson. "Portfolio Optimization Within a Surplus Framework." Financial Analysts Journal, Vol. 44, No. 2 (March/April 1988), pp. 43-51.

Markowitz, H. M. "Portfolio selection," The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1 (1952), pp. 77-91.

Milevsky, Moshe. Are You a Stock or a Bond? Identify Your Own Human Capital for a Secure Financial Future, 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: FT Press, 2013.

Pfau, Wade D., and Michael E. Kitces. "Reducing Retirement Risk with a Rising Equity Glide Path." Journal of Financial Planning, Vol. 27, No. 1 (2014), pp. 38-45.

Sharpe, William F., and Lawrence G. Tint. "Liabilities: A New Approach." Journal of Portfolio Management, Vol. 16, No. 2 (1990), pp. 5-10.

Sharpe, William F. "Budgeting and Monitoring Pension Fund Risk." Financial Analysts Journal, Vol. 58, No. 5 (September/October 2002), pp. 74-86

Thaler, Richard. "Mental Accounting Matters." Journal of Behavioral Decision Making, Vol. 12, No. 3 (1999), pp. 183-206.

Tversky, Amos and Daniel Kahneman. "Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model." The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 4 (1991), pp 1039-1061.

Waring, M. Barton. "Liability-Relative Investing: Be Dual-Duration Matched and on the Surplus Efficient Frontier." Journal of Portfolio Management, Vol. 30, No. 4 (2004), pp. 8-20.

Waring, M. Barton. "Liability-Relative Investing II." Journal of Portfolio Management, Vol. 31, No. 1 (2004), pp. 40-53.

# Notas finales

- 1 Your Wealth & Life: Goals-Based Wealth Management, Q1, 2015.
- 2 Crook, Michael. "Total Wealth Allocation: Liquidity, Longevity, and Legacy," *The Journal of Wealth Management*, Winter 2015, Vol. 18, No. 3: pp. 18-26 DOI: 10.3905/jwm.2015.18.3.018
- 3 DeMiguel V., L. Garlappi and R. Uppal (2008), Optimal versus naïve diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy?, *Review of Financial Studies*, 1915-1953
- 4 Leibowitz (1987), Leibowitz, Martin L, and Henriksson (1988), Sharpe and Tint (1990) are important foundational articles. More recently, Waring (2004a) and Waring (2004b) are fully-developed explorations of liability relative allocation policies for pension funds.
- 5 Ibbotson et al (2007), Milevsky (2012), Blanchett and Straehl (2015) and Huggett and Kaplan (2015) provide a good background in regard to quantifying the size and characteristics of human capital.
- 6 Barber, Brad M., and Terrance Odean, 2000, Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors, *Journal of Finance* 55, 773–806.
- 7 For more information see Perlman, David. "Exchange-traded funds: Target maturity ETFs," UBS WMA, February 13, 2015.
- 8 Geddes, Patrick and Goldberg, Lisa R. and Bianchi, Stephen W., "What Would Yale Do If It Were Taxable?" (June 8, 2014). *Financial Analysts Journal*, Vol. 71, No. 4, 2015. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2447403> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2447403>



# Renuncias de responsabilidad

Las publicaciones de investigación de Chief Investment Office UBS Global Wealth Management, anteriormente llamado CIO Wealth Management Research, son publicadas por UBS Global Wealth Management, una división comercial de UBS AG o sus afiliadas (en conjunto, UBS). En determinados países se hace referencia a UBS AG como UBS SA. Esta publicación tiene solo fines informativos y no fue diseñada como una oferta o solicitud de una oferta para comprar ni vender inversiones u otros productos específicos. El análisis incluido aquí no constituye una recomendación personal ni toma en cuenta los objetivos de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera ni las necesidades particulares de ningún destinatario específico. Se basa sobre numerosas suposiciones. Diferentes suposiciones pueden provocar resultados materialmente diferentes. Le recomendamos solicitar asesoría financiera o impositiva respecto a las consecuencias (incluidos los impuestos) de invertir en el modo aquí descrito o en cualquiera de los productos aquí mencionados. Determinados servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo sin restricciones

o es posible que no reúnan los requisitos para la venta a todos los inversionistas. Toda la información y las opiniones expresadas en este documento se obtuvieron de fuentes que se consideran confiables y de buena fe, pero no garantizamos ni declaramos, ya sea de manera expresa o implícita, que estas sean precisas o completas (sin incluir las divulgaciones relacionadas con UBS). Toda la información, las opiniones y los precios indicados son actuales solo hasta la fecha de este informe y están sujetos a cambios sin aviso. Las opiniones expresadas aquí pueden ser distintas o contrarias a las expresadas por otras áreas o divisiones comerciales de UBS como resultado del uso de suposiciones o criterios diferentes. En cualquier momento, las decisiones de inversión (entre ellas, comprar, vender o retener títulos) tomadas por UBS y sus empleados pueden ser distintas o contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de investigación de UBS. Es posible que algunas inversiones no sean fácilmente realizables, dado que el mercado de acciones no es líquido y, por ende, evaluar la inversión e identificar el riesgo al que se expone usted puede ser difícil de cuantificar. UBS emplea barreras de información para controlar el flujo de información incluido en una o más áreas de UBS, hacia otras áreas, unidades, divisiones o afiliadas de UBS. Las transacciones de futuros y opciones se consideran riesgosas. El rendimiento pasado de una inversión no garantiza su rendimiento futuro. Algunas inversiones pueden estar sujetas a disminuciones fuertes y repentinas en su valor y, al momento de la liquidación, es

posible que recupere menos de lo que invirtió o que deba pagar más. Las variaciones en el cambio de divisas pueden ejercer un efecto adverso en el precio, el valor o los ingresos de una inversión. Este informe ha sido elaborado para su distribución únicamente en las circunstancias que permita la ley aplicable.

Se distribuye a individuos de los Estados Unidos por parte de UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, subsidiarias de UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Deutschland AG, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda., UBS Asesores México, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd. y UBS Menkul Degerler AS son filiales de UBS AG. UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico es una subsidiaria de UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. acepta la responsabilidad por el contenido de un informe elaborado por una filial fuera de los Estados Unidos cuando distribuye informes a individuos de los Estados Unidos. Todas las transacciones por parte de un individuo de los Estados Unidos con los títulos mencionados en este informe se deben llevar a cabo mediante un agente de bolsa registrado en los Estados Unidos afiliado a UBS y no mediante un afiliado que no sea de los Estados Unidos. El contenido de este informe no ha sido aprobado por ninguna autoridad de los Estados Unidos ni de otro lugar en materia de títulos o inversiones, ni lo será en el futuro. UBS Financial Services Inc. no actúa como asesor municipal frente a ninguna entidad municipal o persona obligada en el marco de lo referido en la Sección 15B de la Ley de la Bolsa de Valores (la "Regla de asesoría municipal") y las opiniones o los puntos de vista que aquí se mencionan no se expresan con la intención de brindar asesoramiento, ni lo constituyen, de acuerdo a lo establecido en la Regla de asesoría municipal.

UBS prohíbe específicamente la redistribución o la reproducción de este material de forma total o parcial sin el previo consentimiento por escrito de UBS. Además, UBS no asume ningún tipo de responsabilidad legal por las acciones de terceros respecto de este tema.

Versión de abril de 2018.

© UBS 2018. El símbolo de llaves y UBS son marcas comerciales registradas o no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.

## Información sobre la publicación

### **Casa editorial**

UBS Financial Services Inc.  
CIO, América, Wealth Management  
1285 Avenue of the Americas, 20th Floor  
Nueva York, NY 10019

Este informe se publicó originalmente el 13 de septiembre de 2017 y se actualizó el 20 de agosto de 2018.

### **Editor en jefe**

Michael Crook

### **Autores principales**

Michael Crook

### **Editores**

Kate Hazelwood

### **Contribuyentes**

(en orden alfabético)

Kiran Ganesh

Jeff LeForge

Mike Ryan

Ronald Sutedja

### **Gestión del proyecto**

John Collura

Paul Leeming

Matt Siegel

### **Diseño del reporte**

Candice Stern

### **Soporte de gráficos**

Cognizant Group: Basavaraj Gudihal,  
Srinivas Addugula, Pavan Mekala  
y Virender Negi

