

# ¿CONVIENE INVERTIR EN ARGENTINA?

por **Ricardo Schefer**

Septiembre 1995

## **Cómo nos ven**

En marzo de este año nos preguntábamos si la inversión inmobiliaria en Argentina fue una alternativa atractiva (1). El resultado del estudio, en base a 12 años de información mensual, fue que un portfolio eficiente de activos argentinos, compuesto por propiedades inmobiliarias, acciones, bonos, y depósitos, estaría dominado en más de un 60% por inmuebles.

Esta vez la pregunta es más cruda. Para responderla se simuló la incorporación de activos argentinos a un portfolio de un inversor extranjero, para observar si ello contribuyó a mejorar su perfil de retorno y riesgo. La simulación cubre el período entre enero de 1983 y agosto de 1995. La metodología del análisis es la identificación de portfolios eficientes, la misma que usan los inversores profesionales, incluyendo la mayoría de los fondos de pensión norteamericanos y de algunos países europeos. De esta manera, replicamos la esencia del enfoque de un inversor extranjero usando sus propias herramientas.

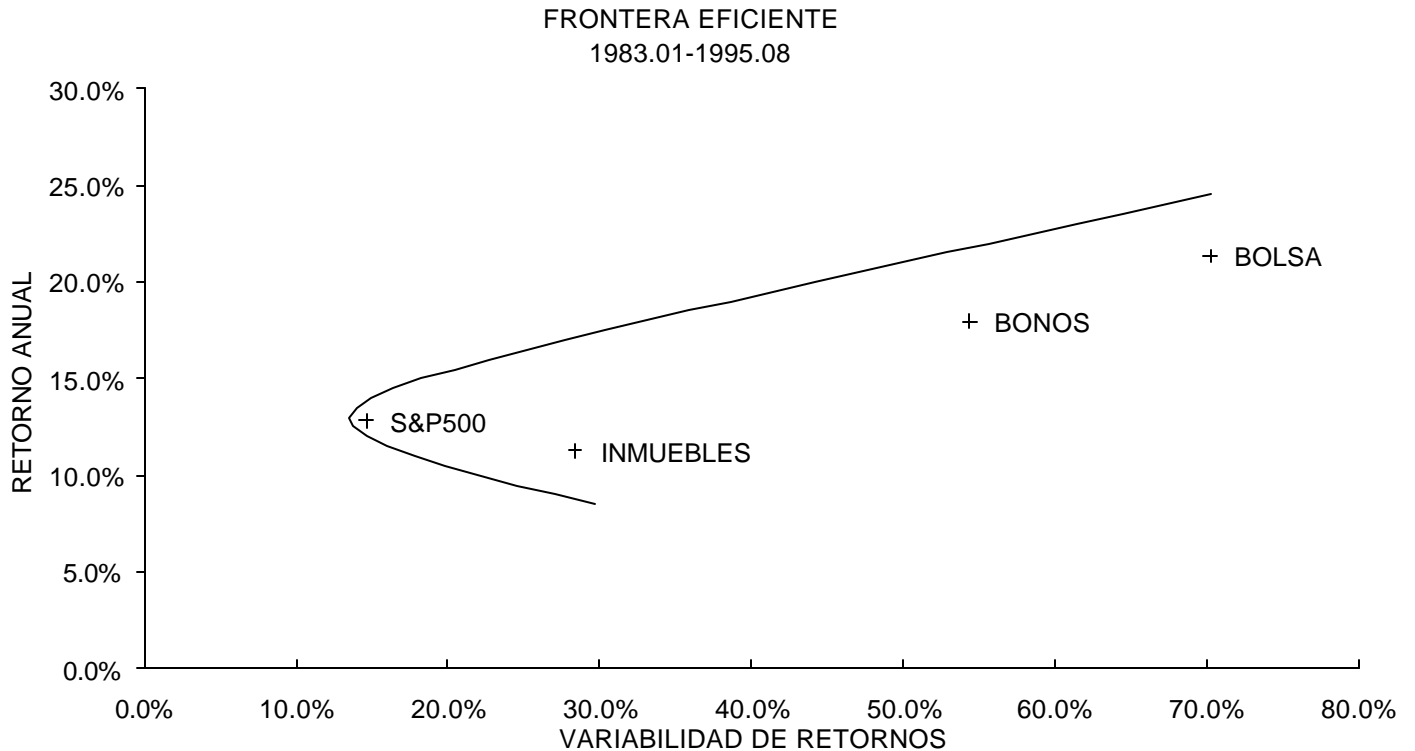
Un portfolio eficiente es la mezcla de activos que más retorno logra para un riesgo determinado, y que menos riesgo padece para un retorno determinado. Para identificar portfolios eficientes, se rankean los activos de acuerdo a tres criterios. Además del retorno de cada activo, se toma en cuenta la variabilidad del retorno (volatilidad), y también la coincidencia de las alzas y bajas de los precios de

## **Simulando**

Esta simulación involucra 4 activos. Un primer activo es el portfolio de las 500 acciones norteamericanas de mayor valor de mercado, incluidas en el índice Standard & Poor's 500, computando reinversión de dividendos. Este activo lo incluimos como la representación de un portfolio extranjero no "emergente". Es una simplificación, pero no debe alterar demasiado los resultados dado que los retornos en los mercados desarrollados están altamente correlacionados entre sí. Un segundo activo es el portfolio de todas las acciones argentinas cotizadas, incluidas en el índice general de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, que excluye dividendos. La exclusión de los dividendos no afecta significativamente el retorno porque el pago de dividendos fue trivial en dicho mercado hasta hace poco tiempo. Un tercer activo es un portfolio de bonos argentinos, de elaboración propia, que incluye la reinversión de los cupones. Un cuarto activo es el índice de precios de los departamentos nuevos que publica Ambito Financiero, que excluye rentas por alquiler, depreciación y gastos de mantenimiento. Los retornos de todos estos activos se computaron antes de impuestos y no consideran costos de transacción, que para el caso de los inmuebles suelen ser considerables.

El análisis se limita a doce años y ocho meses tomando observaciones mensuales. El uso de tan corto período es porque en Argentina existen fuertes indicaciones de ineficiencia de mercado antes de 1983. Por ejemplo, hasta la guerra de Malvinas y el default latinoamericano, los precios de los bonos determinaban un retorno a vencimiento menor que LIBOR. Sin embargo, lo breve del período no invalida la muestra, porque durante esos casi trece años en Argentina se dio una variedad de escenarios tan rica como la observada en los EE.UU en muchas décadas. Hubo períodos

El retorno y riesgo de los activos elegidos fue el que se muestra en el gráfico. En el eje vertical se mide la tasa efectiva anual de retorno en dólares. En el eje horizontal se mide el desvío standard anualizado de dichos retornos. Los puntos marcados con el nombre de los activos indican la performance retorno-riesgo de cada uno. La curva que está por encima de los puntos de los activos es la frontera eficiente, y representa la performance retorno-riesgo de los mejores portafolios compuesto con esos activos.



### Los resultados

De todos estos portafolios elegimos el que en el cuadro se define como portafolio 1. Este tiene la misma volatilidad que el S&P500, que representa al portafolio del inversor extranjero, pero rindió un 1.1% anual más. El Portafolio 2 tiene un retorno y riesgo casi igual, pero se logra sin incluir a los inmuebles.

### PERFIL DE PORTFOLIOS

	Portfolio 1 %	Portfolio 2 %	Portfolio 3 %
S&P 500	81.3	83.9	excluído
Acciones arg.	6.9	6.6	11.3
Bonos arg.	9.6	9.5	20.4
Inmuebles arg.	2.2	excluído	68.4
Retorno anual	13.9%	13.9%	13.9%
desvío standard	14.7%	14.7%	27.4%

Estos resultados muestran que un inversor internacional que haya colocado entre 16% y 19% de sus fondos en activos argentinos mejoró su retorno sin incrementar el riesgo de su cartera.

### Corolarios

La simulación se corrió sin seleccionar acciones o bonos en particular, lo que implica un costo de administración nulo de haberse llevado a la práctica. Lacroix y Zablotsky mostraron recientemente (2) que no es necesario invertir en más de 9 acciones argentinas elegidas al azar, para reducir el riesgo de una cartera al nivel de volatilidad del mercado de acciones argentinas con liquidez relevante. Hay indicios que en el mercado de bonos argentinos este efecto es aún más potente. El corolario de este clase de argumentaciones es que la diversificación internacional eficiente de carteras no requiere de

Los resultados de la simulación son consistentes con la teoría del portfolio, y falsean la afirmación corriente que la inversión en mercados "emergentes" necesariamente aumenta la volatilidad de las carteras de los inversores de los mercados desarrollados. Los inversores institucionales y profesionales conocen esto, lo cual resultó en un aumento moderado pero persistente de la inversión en este tipo de mercados en los últimos 15 años. Dado que el proceso de diversificación internacional de las carteras parece estar lejos aún del óptimo, es altamente probable que este proceso aumente.

En este contexto imponer restricciones al ingreso de capitales de cartera implica renunciar voluntariamente a la clase de inversores, como los fondos de pensión, más importante, y quizá más pasivo, del futuro.

Estas conclusiones pueden también ser interpretadas a la inversa: todo inversor en activos argentinos se beneficiará diversificando internacionalmente, al lograr reducir la volatilidad de su cartera con un menor costo en términos de retorno. El Portfolio 3 del cuadro muestra el perfil del portfolio eficiente de activos argentinos que dió un retorno igual a los diversificados internacionalmente. Para lograr dicho retorno con activos exclusivamente argentinos, sin embargo, un inversor hubiera tenido que padecer una volatilidad del 27.4% anual, casi el doble que los internacionalizados.

Se observa que la inclusión de las acciones del S&P500 en un portfolio de activos argentino, que es dominado en casi 70 % por inmuebles, desplaza casi totalmente a esa inversión. Esto se explica por el hecho que los inmuebles parecen ser el activo argentino más parecido al S&P500, por su similar retorno, por su menor riesgo relativo a los demás, y porque es el que tuvo mayor correlación con el S&P500. Sin embargo, al tener mayor volatilidad, resultó dominado por este.

Es importante señalar que los retornos de los inmuebles están altamente correlacionados con los de las acciones y los bonos. Esto es lo esperable porque las tres clases de activos están afectadas por los mismos factores sistémicos. Esto constituye un toque de atención para quienes creen que evitando comprar "papeles" se inmunizan del riesgo sistémico.

## Los miedos

Las preguntas que este análisis puede suscitar es: aún que individualmente a los argentinos les beneficie la diversificación internacional ¿ es conveniente que la practiquen en masa? Al recomendar esta estrategia ¿ no inducimos a una huída de capitales de la Argentina?

La respuesta es doble. En primer lugar, una retirada de capitales solo es posible si los extranjeros están dispuestos a financiarla comprando los activos que los argentinos quieren vender, o si los precios de los activos caen, o una combinación de ambas cosas. Si sucede lo primero es porque todos piensan que el trueque les beneficia, y si caen los precios será menor será la necesidad de financiamiento externo, a la vez que los activos locales se harán más atractivos.

nte a tomar en cuenta, sin embargo, es que el tamaño del mercado de capitales argentino relativo al internacional es lo suficientemente pequeño para que se advierta fácilmente que los argentinos tienen mucho más para ganar que perder en este intercambio internacional de carteras. Considérese que si los inversores del mercado de acciones norteamericano y japonés dedicaran solo el 0.1% de sus fondos a la compra de papeles argentinos, duplicarían todo el mercado argentino de acciones y bonos.

Fianlmente, una advertencia. Esta simulación no constituye una predicción para el futuro. Las correlaciones entre los retornos de los activos durante el período analizado cambiarán, así como los retornos y los riesgos de los activos individuales, alterando la composición de los portfolios eficientes del futuro. No obstante, tiene fundamento esperar que las correlaciones entre los retornos de los activos argentinos continuará siendo mayor que con los activos extranjeros, lo cual validará las conclusiones obtenidas.

---

(1) "¿Conviene invertir en ladrillos? ", Ecofinanzas No. 139, 20/3/95, y Ambito Financiero 3/5/95

(2) "Que es en la Argentina una cartera diversificada?" Ecofinanzas No.149, 7/8/95 , y Ambito Financiero 6/9/95