

# ¿Inversión Financiera Acciones?

*El problema existencial del inversionista: Sabe que a largo plazo la inflación erosiona el valor de sus inversiones financieras, pero su principal alternativa, el mercado de acciones, le parece demasiado volátil y costoso para invertir.*

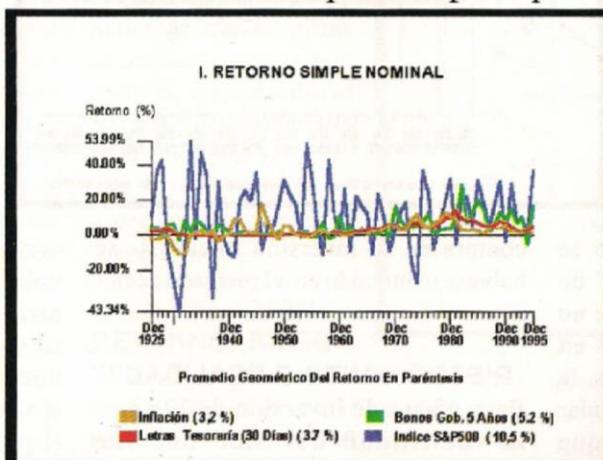
\* Oswaldo Lairet

Managing Director, Macizo Group, LTD.

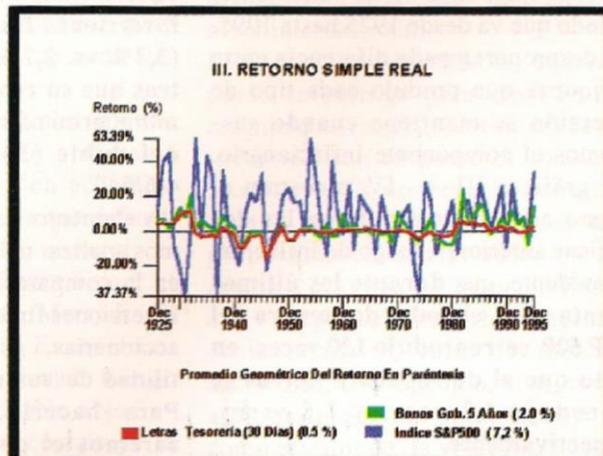
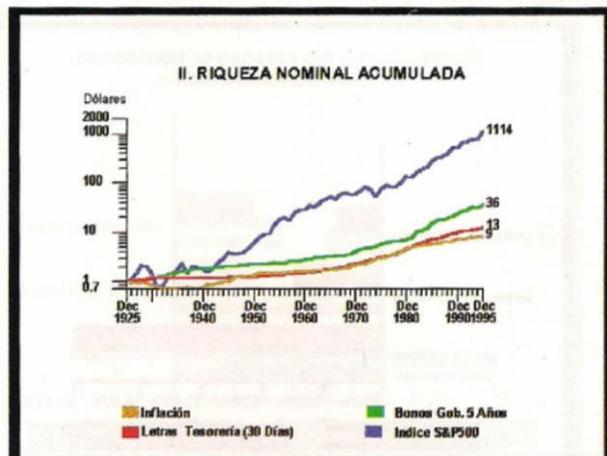
**E**s bien sabido que las inversiones financieras son generalmente menos volátiles que las inversiones en acciones. Esta menor volatilidad nos hace intuir que son más seguras y por lo tanto más adecuadas para colocar el grueso de nuestras inversiones.

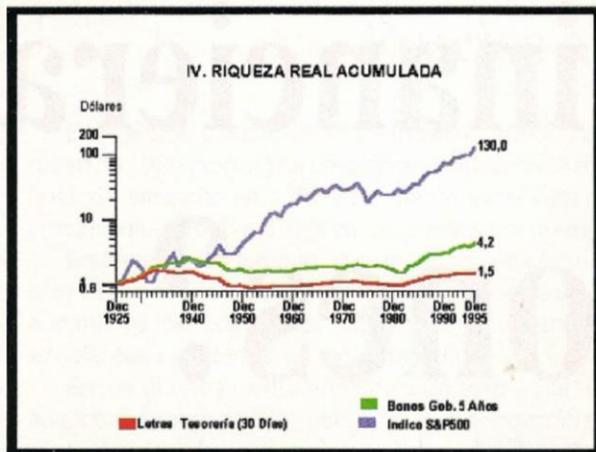
No obstante, las cifras históricas demuestran que esta percepción tiene consecuencias que pueden ser devastadoras a largo plazo para nuestro patrimonio. En esta primera parte del análisis veremos cuáles son esas consecuencias.

A simple vista, nuestra intuición inicial es razonable. La gráfica I muestra las fluctuaciones del retorno simple nominal de la inflación y tres indicadores básicos de inversión en los E.E.U.U. desde 1925 hasta 1995. Como inversiones financieras aparecen las Letras de Tesorería



a treinta días y los Bonos del Gobierno a cinco años. Como inversión en acciones aparece el índice Standard & Poors 500 (S&P 500), que refleja el comportamiento de los precios de las acciones de las 500 empresas más grandes registradas públicamente. Nótese que la diferencia entre los retornos promedios de cada tipo de inversión es pequeña si la comparamos con la diferencia de magnitud en sus fluctuaciones

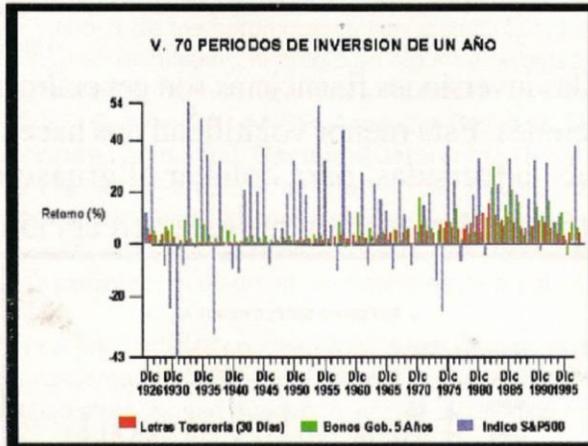




(volatilidad). Esta desproporción nos puede hacer concluir que la pérdida de oportunidad en que incurrieron los instrumentos financieros (más de 5%) fue un precio razonable a pagar por obtener la estabilidad de sus retornos.

Sin embargo, a largo plazo, la estabilidad de las inversiones financieras tuvo un costo gigantesco en pérdida de oportunidad. La gráfica II presenta la riqueza acumulada por un dólar invertido durante el mismo período y en los mismos instrumentos que la gráfica anterior. El cálculo se hizo tomando en cuenta la reinversión anual de ganancias obtenidas en cada tipo de instrumento. Como se puede apreciar, lo único "seguro" de las inversiones financieras es que no crecen al paso de las inversiones en acciones. En términos nominales, la inversión en el S&P 500 logró acumular más de 30 veces la riqueza que lograron los bonos y las letras en el período que va desde 1925 hasta 1995. La desproporcionada diferencia entre la riqueza que produjo cada tipo de inversión se mantiene cuando sustraemos el componente inflacionario. Las gráficas III y IV, muestran el mismo análisis realizado en las dos gráficas anteriores, luego de inflación. Es evidente, que durante los últimos setenta años, el poder de compra del S&P 500 se reprodujo 130 veces, en tanto que el de bonos y letras se reprodujo 4,2 veces y 1,5 veces, respectivamente.

La gráfica IV también evidencia que, en términos reales, las inversiones en el S&P 500 se duplicaron en promedio, cada 8 años; en tanto que las inversiones financieras se duplicaron cada 36 años. De manera que un inversionista que mantuvo la mayor parte de sus inversiones en instrumentos financieros durante las últimas décadas, tomó casi la totalidad de su vida laboral para duplicar su poder adquisitivo, siendo que en el mismo período podría haber obtenido más de 20 veces el poder de



compra de su inversión inicial si se hubiese mantenido en el mercado accionario.

**RIESGO: ¿MITO O REALIDAD?**  
Para plazos de inversión de 20 años, la volatilidad del S&P 500 fue equivalente a la volatilidad de las inversiones financieras (3,3% vs. 2,7%), mientras que su retorno nominal promedio fue más del doble (10,7% vs. 4,6%)”

Un elemento que deseamos analizar más a fondo en la comparación entre inversiones financieras y accionarias, es la volatilidad de sus retornos. Para hacerlo, analizaremos el comporta-

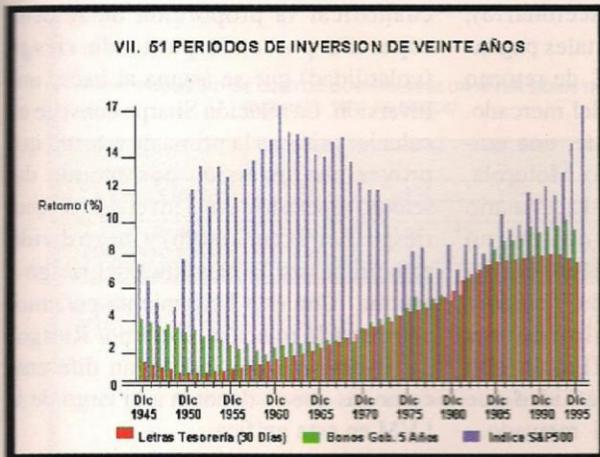
miento histórico de estos dos tipos de inversión, según el período que se les mantenga en cartera.

La gráfica V muestra el retorno anual de los tres indicadores conservados durante plazos de un año. Por ejemplo, un inversionista que invirtió en el S&P 500 en 1925, liquidó su inversión en 1926. Si el proceso de invertir, liquidando cada año se repitió todos los años desde 1925 hasta 1995, existieron 70 períodos de inversión. Se puede apreciar en la gráfica que en estas siete décadas, los períodos de un año que tuvieron retornos negativos fueron menos para las inversiones en bonos (7) y letras (1) que para el S&P 500 (20). A primera vista, estos datos confirman nuestra percepción sobre la

“seguridad” de las inversiones financieras con respecto a las accionarias. De hecho, la gráfica VI muestra que de 1925 a 1995, la volatilidad en las inversiones conservadas por períodos de un año ha sido menos de 6% para bonos y letras y mayor de 20% para el S&P 500.

No obstante, si analizamos estos instrumentos cuando se mantienen en cartera por períodos mayores de un año, comprobaremos que sus comportamientos no son tan diferentes como parece. Esto se debe a que la volatilidad de las inversiones accionarias se reduce considerablemente a medida que se amplía el período de inversión. Para apreciar nítidamente este efecto, analizaremos el extremo opuesto al período de inversión de un año: un período de inversión de 20 años.





La gráfica VII, muestra el retorno total que tuvieron los indicadores, conservados durante plazos de veinte años. Por ejemplo, un inversionista que invirtió en el S&P 500 en 1925, liquidó su inversión en 1945. Si el proceso de invertir, para liquidar veinte años más tarde, se repitió todos los años desde 1925 hasta 1995, existieron 51 períodos de inversión.

Como se puede apreciar en la gráfica, ninguno de los indicadores tuvo retornos negativos a plazos de veinte años, aunque estos setenta años incluyeron los peores años de crisis del mercado accionario norteamericano: 1930, 1931, 1937 y 1974. Finalmente, la gráfica VIII, muestra la volatilidad y el retorno promedio de los indicadores en los 51 períodos señalados. Este gráfico confirma que para plazos de inversión de 20 años, la volatilidad del S&P 500 fue equivalente a la volatilidad de las inversiones financieras (3,3% vs. 2,7%), mientras que su retorno



nominal promedio fue más del doble (10,7% vs. 4,6%), y como comprobamos anteriormente un diferencial de retorno tan alto tiene un efecto exponencial a largo plazo.

En conclusión, en cuestión de inversiones, la percepción y la realidad histórica no convergen en el largo plazo. Sin embargo, un inversionista toma sus decisiones de inversión basado en la realidad que percibe en el corto plazo y a menos que estudie la perspectiva histórica, se verá obligado a escoger entre la incertidumbre de un mercado que fluctúa de valor diariamente, y la certidumbre de un mercado que mantiene valores nominales estables.

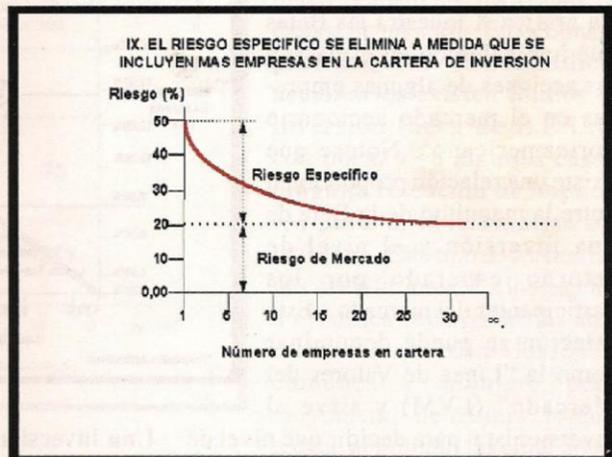
Ante estas dos opciones, es natural que el inversionista escoja la estabilidad. Pero como lo demuestran las cifras en ambas partes de esta sección, esa estabilidad parece más apropiada para mantener reservas que para invertir el grueso de una cartera de inversión.

**LA RELACION RETORNO/ RIESGO**

Si escogemos al mercado accionario como vehículo de inversión, es necesario conocer algunos de los métodos que comúnmente se utilizan para cuantificar y controlar sus riesgos.

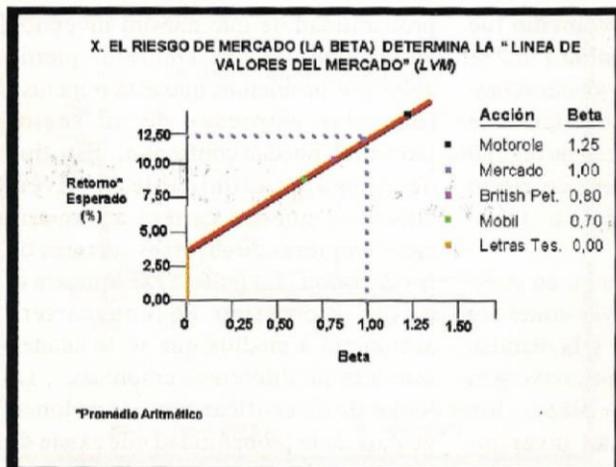
Entre múltiples tipos de riesgo que corre una inversión en acciones, existen dos que definen su perfil general, el Riesgo Específico y el Riesgo de Mercado. El Riesgo Específico, también llamado Riesgo Diversificable o No Sistemático, constituye la

probabilidad de que nuestra inversión en acciones de una empresa pierda valor por problemas que ésta o incluso todas las empresas de su sector industrial, puedan confrontar. Este tipo de riesgo es eliminable si diversificamos nuestra cartera accionaria entre empresas de diversos sectores de la economía. La gráfica IX, muestra el riesgo hipotético de una cartera accionaria a medida que se le añaden acciones de diferentes empresas. La lógica de diversificar consiste en tomar ventaja de la probabilidad que existe de que cuando las acciones de una empresa en cartera bajen de precio, las de otra suban y compensen la pérdida. El Riesgo de Mercado, también llamado Riesgo Sistemático o No-Diversificable, constituye la probabilidad de que una cartera accionaria bien diversificada pierda valor por



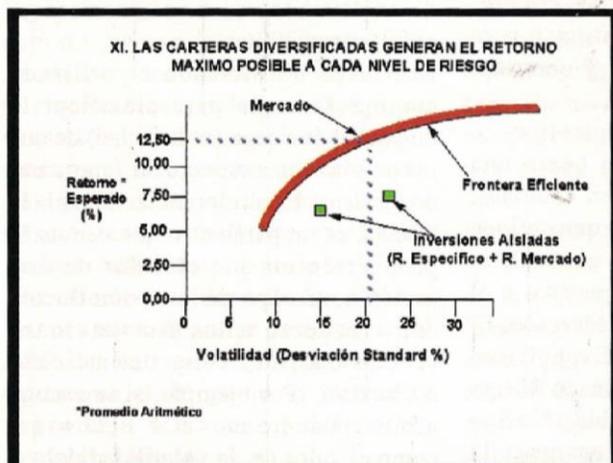
problemas que pueda confrontar toda la economía. Este tipo de riesgo es inevitable aunque disminuye si diversificamos nuestras inversiones a nivel internacional.

El Riesgo de Mercado es utilizado como referencia para clasificar la magnitud de riesgo (volatilidad) de una inversión con respecto al mercado accionario. Esta referencia, llamada la "Beta", es un parámetro que denota la proporción en que el valor de una acción u otro tipo de inversión fluctúa con respecto a las fluctuaciones (volatilidad) del valor del mercado accionario. Por ejemplo, si se escoge arbitrariamente un valor Beta = 1,0 como el valor de la volatilidad del



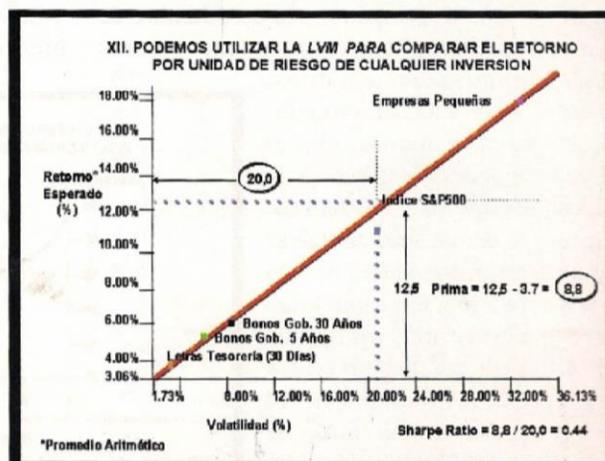
mercado accionario, una inversión que consistentemente se aprecia o deprecia 10% más que el mercado cuando éste fluctúa, tiene entonces una Beta de 1,10, en tanto que una inversión que siempre fluctúa un 20% menos que el mercado, tiene una Beta de 0,80.

La gráfica X muestra las Betas que han exhibido en el pasado las acciones de algunas empresas en el mercado accionario norteamericano. Nótese que existe una relación proporcional entre la magnitud de la Beta de una inversión y el nivel de retorno esperado por los participantes del mercado. Esta relación se puede denominar como la "Línea de Valores del Mercado" (LVM) y sirve al inversionista para decidir qué nivel de retornos exigir de cada tipo de inversión. De esta manera, por ejemplo, las Letras del Tesoro, que tienen una Beta igual a cero (no fluctúan con el



mercado accionario), atraen capitales pagando el nivel de retorno mas bajo del mercado. En contraste, una empresa como Motorola, atrae capital accionario a niveles de retorno mayores incluso que los del mercado, debido a que el valor de sus acciones fluctúa con mayor volatilidad que el valor del mercado.

La gráfica XI muestra la Frontera Eficiente, la cual consiste en la proporción máxima de retorno esperado para cada nivel de riesgo que se asuma. Nótese que las inversiones accionarias aisladas no están en la Frontera Eficiente.



Una inversión aislada en el mercado accionario porta riesgo específico, por lo que siempre expone al inversionista a un nivel de riesgo mayor que el de una inversión diversificada. En otras

palabras, las inversiones diversificadas siempre exhibirán un retorno esperado mayor que el de las inversiones aisladas para cada nivel de riesgo que se quiera asumir. Por esta razón, sólo carteras diversificadas conforman la Frontera Eficiente. Por último, la gráfica XII muestra cómo se deriva la relación Sharpe, una forma de

cuantificar la proporción de retorno esperado por cada punto de riesgo (volatilidad) que se asuma al hacer una inversión. La relación Sharpe consiste en calcular primero la prima de retorno que provee una inversión por encima del retorno esperado de una inversión de cero riesgo (Letras del Tesoro) y luego dividir esta prima por la magnitud del riesgo a asumir. Con esta herramienta podemos comparar la relación "Retorno/ Riesgo" de inversiones de índole tan diferente como las que se denotan a lo largo de la LVM en esta gráfica.

**MINIMICE LOS COSTOS DE ENTRADA**

Existen dos alternativas principales para invertir en acciones: 1. Comprarlas directamente a través de un corredor de bolsa; ó 2. Comprar acciones en un fondo mutual de inversión que a su vez invierta en valores accionarios.

Ambas alternativas son costosas. Si utilizamos la primera, e intentamos establecer una cartera diversificada de 30 o más acciones comunes en el mercado norteamericano, uno de los más competitivos internacionalmente, pagaríamos una comisión que puede ir desde un 0,67% (por una orden mínima de cinco mil acciones) hasta un 2% (por 100

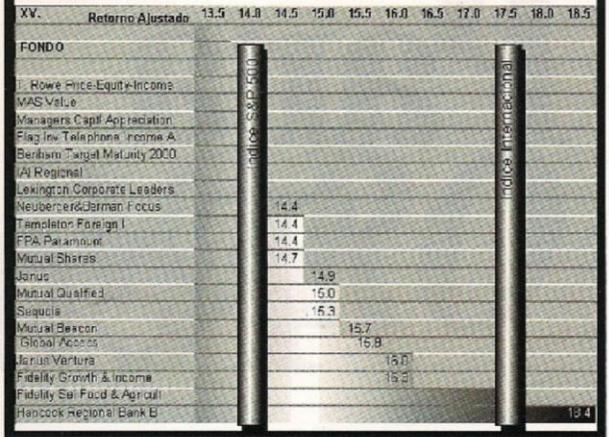
acciones) por transacción. Luego, si en un futuro liquidáramos alguna de estas posiciones, nuestro costo subiría a 1,34% y a 4% respectivamente. A estos costos, tenemos que añadir el costo del "spread": la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de una acción, que puede ir desde un 0,25% hasta más de un 2% del valor de la acción (ejemplo, una acción que se compre a 11,125 y se venda a 11,25, tiene un "spread" de 1,1%). De forma que, a través de la vía directa, podemos terminar pagando un costo total de casi un 2% hasta más de un 6% del monto invertido. Si además decidimos diversificarnos a nivel internacional por la vía directa, nuestros costos suben onerosamente ya que las comisiones de corretaje y los "spreads" para la compra y venta de

XIII. PROMEDIO DE COSTOS QUE INCURRE UN INVERSIONISTA SEGUN EL TIPO DE FONDO

Objetivo	Exp. Grandes	Exp. Pequeñas	Internacional	BONDS
Número de Fondos	177	58	75	131
Comisión de Entrada	*1.6%	*1.4%	*1.6%	*1.2%
Gastos Anuales	1.4%	1.3%	1.6%	1%
Costos Transaccionales	**0.6%	**0.5%	**0.6%	**0.6%
Total Anual	2.0%	1.8%	2.2%	1.6%

VOLUMEN PROMEDIO (%)	7	8	7	10
COSTOS TRANS/ UNIDAD (\$)	0.4	1.1	1.1	0.6

\* CIFRAS AL 3/1/96. MORNINGSTAR INC.  
\*\* VOLUMEN PROMEDIO X 2 X COSTOS TRANS / UNIDAD



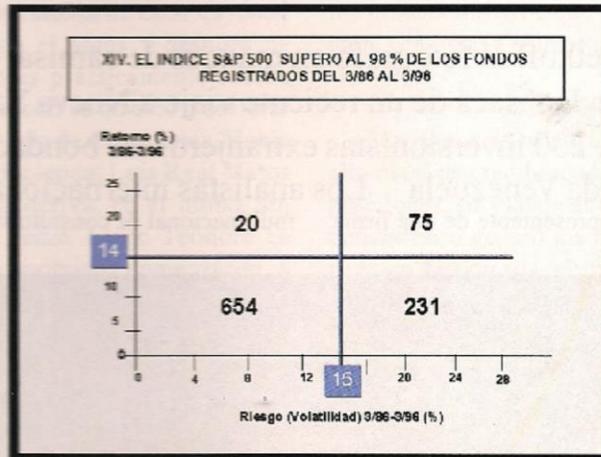
acciones internacionales pueden ser substancialmente más altos que los del mercado accionario norteamericano.

Si utilizamos la segunda alternativa: compramos acciones en un fondo de inversión diversificado, nos encontramos con una situación similar a la anterior. Como lo muestra la gráfica XIII, la gran mayoría de los fondos accionarios que existen, por ejemplo en Norteamérica, cuestan en promedio un total de 3% a 6% del monto invertido dependiendo de las comisiones de entrada, cargos anuales y transaccionales que cobra cada tipo de fondo. Debido a sus altos costos, la mayoría de los fondos no superan al índice S&P 500. La gráfica XIV muestra que del 3/86 al 3/96, de 960 fondos de inversión norteamericanos que tienen una antigüedad mayor de diez años, sólo 95 lograron superar el rendimiento del índice S&P 500, después de costos; de éstos, sólo 20

monedas, cuyo rendimiento promedio (dolarizado) superó a todos los fondos norteamericanos menos a uno en los últimos diez años.

Finalmente, la gráfica XVI muestra que

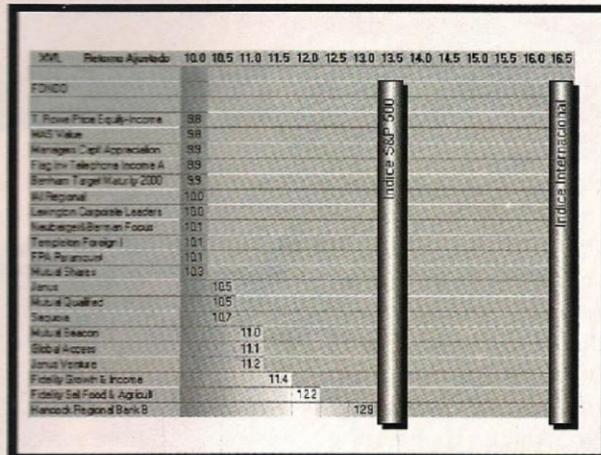
americanos si el inversionista es extranjero. Esto se debe a que los fondos de inversión en E.E.U.U. están obligados a retener impuestos al inversionista extranjero del 30% sobre sus dividendos y 30% sobre distribuciones de ganancias de capital de corto plazo (ganancias realizadas en menos de un año). En contraste, para invertir en los índices accionarios existen fondos de inversión fuera de E.E.U.U. con poca, y en algunos casos, ninguna retención de impuestos para el inversionista extranjero. Este tipo de fondos tiene costos ínfimos. La indexación no justifica el cargo de las altas comisiones que cobran los fondos comunes y requiere poco movimiento de cartera, lo cual reduce al mínimo las comisiones



aún si le rebajamos gastos hipotéticos de 0,5% y 1%, respectivamente, al rendimiento de cada índice, los índices superan a todos los fondos norteamericanos

de compraventa, los "spreads" y los demás gastos de transacción. En conclusión, nuestras probabilidades de éxito en los mercados de inversión accionarios son altas, pero sólo si logramos: minimizar los costos de entrada, maximizar el plazo de inversión y, diversificar extensivamente nuestra cartera, si es posible, a nivel internacional.

La gráfica XV muestra los detalles sobre los fondos que superaron al índice S&P 500. También en esta gráfica, aparece el Índice Internacional; un índice conformado por 20 mercados accionarios en sus respectivas



\* Oswaldo Lairet dirige también Macizo Internacional, un fondo mutual diseñado para invertir en 20 países. Por la creación de este fondo, la cual se basó en el presente trabajo, Lairet se ganó la distinción como "Empresario del Año 1996", galardón que otorga la Universidad Carnegie Mellon (Pennsylvania).