



## Riesgo vs retorno en el mercado accionario argentino

DEPTO FINANZAS -UCEMA  
Marzo de 2017

**El mercado local de acciones medido en dólares atraviesa una etapa interesante, con reducción de riesgo e incremento de rendimientos.**

### Riesgo y Retorno

El crecimiento económico y la generación de empleo requieren de empresarios y emprendedores que inmovilicen recursos financieros en la forma de capital incorporado en las empresas. Estos vehículos jurídicos (las empresas) se establecen para explotar oportunidades de negocios, y los accionistas que comprometen su capital esperan obtener por el mismo una rentabilidad que les compense por el riesgo que están asumiendo en comparación con alternativas existentes y disponibles de inversión.

Las acciones representan instrumentos de participación en el capital de la empresa que las emite, y habilita a sus tenedores a participar de las ganancias y compartir las pérdidas del negocio. En la medida que se espera que una empresa genere incrementos en sus ganancias futuras por sus posibilidades de negocios, el precio o valor de la participación refleja esta situación y se incrementa, y viceversa. Esta situación es más transparente cuando las acciones de la empresa tienen cotización pública. Los índices de acciones representan un conjunto o canasta de las mismas ponderadas por su liquidez o relevancia. En Argentina uno de los índices más representativos es el Merval mientras que en Estados Unidos el SP 500 (Standard and Poors).

No solamente la expectativa de ganancia guía al inversor, sino también el riesgo real o percibido. Esta medida de riesgo se aproxima a través de la volatilidad anual de los retornos. Si bien en Argentina el índice Merval cotiza en moneda local, para poder compararlo con un índice de por ejemplo Estados Unidos debemos pasarlo a dólares



(dividiendo por el respectivo tipo de cambio), de manera que la comparación sea en moneda dura y no se encuentre afectada por los incrementos nominales inflacionarios.

La realidad de la economía argentina durante las dos últimas décadas y en períodos más recientes muestra que en general un accionista de empresas locales con cotización pública no ha obtenido una renta por encima de un accionista similar que invierte en empresas con cotización pública en Estados Unidos, a pesar de estar en un entorno donde asume un mayor riesgo

## Datos

Para evaluar cuál es la ganancia que obtuvo un inversor en acciones en Argentina durante los últimos diez años, procedimos a tomar la cotización del Índice Merval a fin de cada mes y pasarla a dólares al tipo de cambio<sup>1</sup>. De la misma manera tomamos la cotización del índice SP500<sup>2</sup>. Los resultados por todo el período se exponen en la siguiente tabla:

Retorno Merval en u\$s	Volatilidad MERV en u\$s	Retorno SP	Volatilidad SP
4,52%	34,27%	4,67%	15,35%

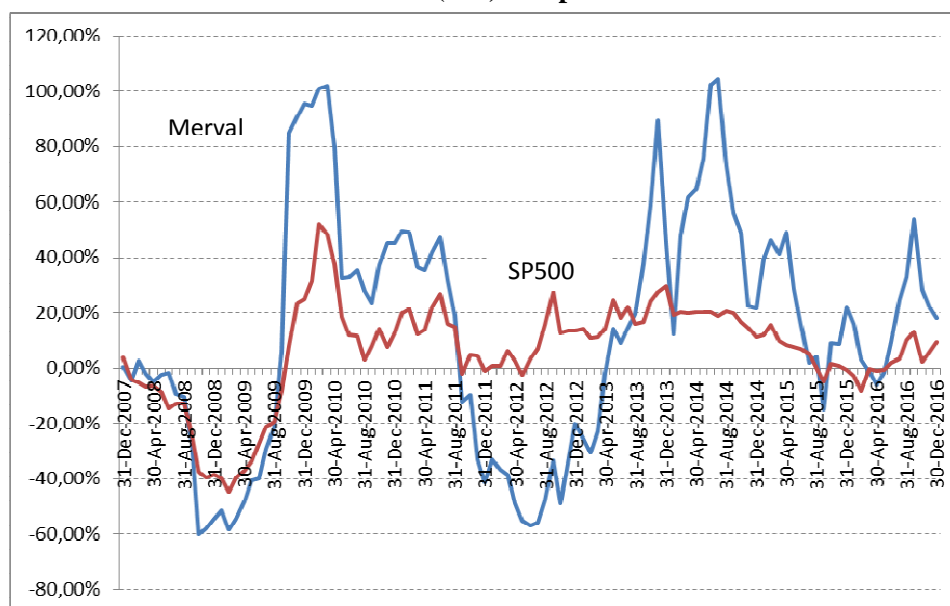
De la tabla observamos que el retorno anual promedio en u\$s es casi el mismo en ambos casos por el período Enero 2007 a diciembre 2016. Sin embargo la volatilidad anual del retorno del Índice Merval es más del doble de la volatilidad del índice SP500. Es decir, un inversor recibe en promedio el mismo retorno realizado en ARG y EEUU, pero en ARG posee más del doble de riesgo. Desde este enfoque, no tiene demasiado sentido exponerse a riesgo accionario ARG.

<sup>1</sup> Para el período 2006-2011 y 2016 tomamos el tipo de cambio oficial, mientras que para el período 2011-2015 tomamos el tipo de cambio denominado Contado con Liquidación, debido a las restricciones de acceso al mercado cambiario, ya que el mismo reflejaba de manera más apropiada el precio del dólar, al punto que al liberarse el tipo de cambio se produjo una convergencia de ambos. Los datos provienen de Thomson Reuters Eikon y del Banco Central de la República Argentina.

<sup>2</sup> Los valores de cotización de los índices no incluyen dividendos.

Fuimos un paso más allá, y calculamos los retornos móviles anuales, por período de 12 meses (ttm= trailing twelve months). El siguiente cuadro expone los retornos anuales móviles para los dos índices donde la línea azul exhibe el retorno anual móvil del Merval medido en u\$s, mientras que la línea roja el del SP500 (que ya se encuentra cotizando en moneda estadounidense):

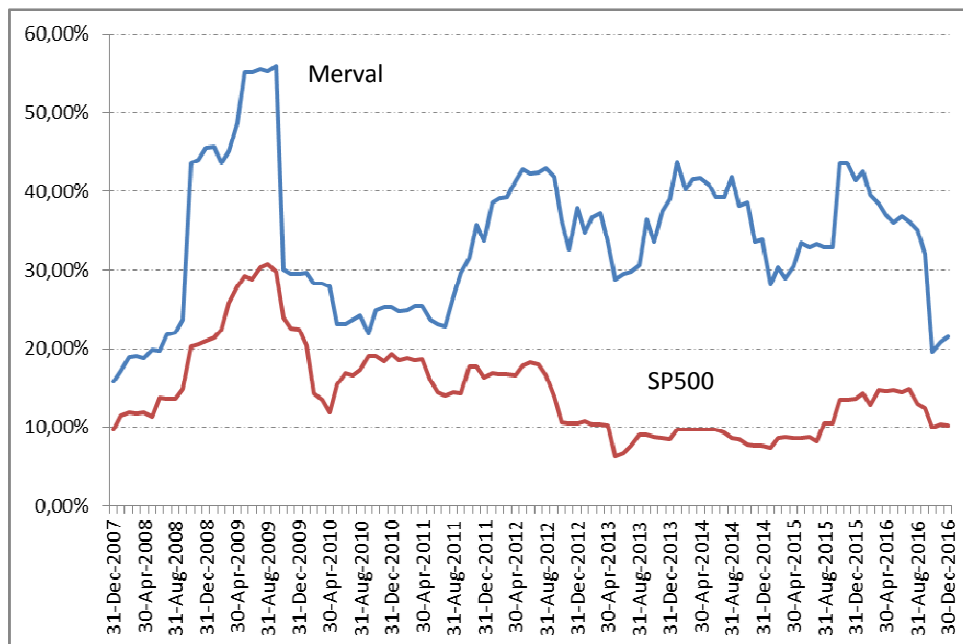
**Retornos anuales (ttm) comparativos en u\$s**



Como vemos la serie representada por la línea azul (rendimientos anuales móviles en dólares de Merval) es mucho más volátil que la roja (rendimientos anuales de SP 500); a pesar que en el acumulado por el periodo analizado es casi el mismo en ambos casos.

A continuación, observamos la volatilidad anual móvil de los retornos:

**Volatilidad anual (ttm) de los retornos en u\$s**



Vemos que la volatilidad anual en el caso del Merval es mucho más alta para todo el período analizado que la volatilidad del SP 500, con un pico inclusive en el año 2008-2009.

No tiene mucho sentido desde la perspectiva de inversiones obtener el mismo retorno, y estar expuesto a mayor riesgo. En general la explicación puede estar vinculada a lo que se conoce como “sesgo doméstico”<sup>3</sup>, o eventualmente a cuestiones impositivas o de comodidad.

### Medición periódica de retornos y volatilidad

Como parte del trabajo de investigación, a partir de Enero de 2017 el Departamento de Finanzas procede a calcular la volatilidad anual de los retornos en dólares del índice Merval. Si bien el mismo cotiza en pesos, la posibilidad de comparar la inversión en el mismo respecto de otras inversiones, de lanzar opciones y de comprarlas y de fijar un precio apropiado, de buscar cobertura y de proporcionarla, pueden estar vinculadas a un

<sup>3</sup> Home bias: ver <http://www.investopedia.com/terms/h/homebias.asp>

índice de retornos en moneda dura, que no tenga en cuenta de manera explícita factores tales como la inflación.

En lo que respecta a los promedios anuales, la volatilidad del Merval asciende a 31,16%, mientras que la del SP500 al 12,53%<sup>4</sup> pero el valor de la TTM Volatility para el Merval de Enero de 2017 es 20,72%, y se observa que a partir de Octubre de 2016 el nivel de riesgo comienza a disminuir, en línea con el mercado accionario estadounidense, que se ubica el índice SP 500 con un nivel de volatilidad de 7,97%.

El siguiente cuadro expone los valores de volatilidad anual para los doce meses a Enero de 2017 de ambos índices.

	Volatilidad MERV en u\$s	Retorno Merval u\$s	Volatilidad SP	Retorno SP
<b>29-Feb-2016</b>	39,53%	2,99%	12,88%	-8,19%
<b>31-Mar-2016</b>	38,52%	-1,43%	14,68%	-0,39%
<b>30-Apr-2016</b>	36,97%	-5,90%	14,66%	-0,97%
<b>31-May-2016</b>	35,96%	-1,58%	14,71%	-0,50%
<b>30-Jun-2016</b>	36,78%	9,47%	14,52%	1,73%
<b>31-Jul-2016</b>	36,22%	24,45%	14,81%	3,32%
<b>31-Aug-2016</b>	35,11%	32,86%	12,98%	10,08%
<b>30-Sep-2016</b>	32,10%	53,90%	12,47%	12,93%
<b>31-Oct-2016</b>	19,63%	28,08%	9,96%	2,25%
<b>30-Nov-2016</b>	20,84%	22,14%	10,45%	5,69%
<b>30-Dec-2016</b>	21,50%	18,00%	10,22%	9,54%
<b>31-Jan-2017</b>	20,72%	47,35%	7,97%	17,45%
Promedio	31,16%	19,19%	12,53%	4,41%

Comparando los valores reciente con los promedios, observamos una etapa más interesante que la histórica, con baja volatilidad y atractivo rendimiento para el mercado local.

<sup>4</sup> El nivel del VIX al 31/01/17 era de 11,99%. En este caso el valor se obtiene por la volatilidad implícita de las opciones sobre el índice estadounidense. Dado que en ARG no existe un equivalente no es posible por el momento una medida “forward looking” como la mencionada.