

Estrategias para invertir en acciones en Argentina

En First Capital Markets hemos lanzado el fondo común de inversión First Renta Mixta II que persigue una estrategia de inversión pasiva respecto del índice de acciones Rofex 20. Este artículo presenta un breve repaso de la literatura y conveniencias de invertir en un fondo de este estilo.

Introducción

Un portafolio de inversiones puede ser administrado de manera activa o pasiva. En el presente intentaremos diferenciar ambas estrategias y proveer información respecto de la eficiencia de la aplicación de cada uno y otro método para una cartera de acciones en Argentina.

Las **estrategias activas** consisten en seleccionar las inversiones en base a investigación, análisis y tendencias, esperando generar un retorno por encima del índice de referencia (“benchmark” en inglés), el cual se denomina “alpha”. La principal característica es que el administrador puede apartarse significativamente de la cartera y estrategias del índice de referencia.

En las **estrategias pasivas** el objetivo es replicar de la manera más cercana posible la performance del índice de referencia. La característica distintiva, es que este tipo de estrategias buscan replicar la composición de la cartera del índice de referencia.

Una de las principales diferencias entre estas opciones es el nivel de participación que se requiere del inversor: las estrategias activas requieren más tiempo, esfuerzo y expertise, debido a que los inversores deben tomar decisiones constantemente.

Existen ciertas circunstancias que hacen preferible una u otra estrategia:

- **Confianza del inversor:** en la medida que exista más confianza para generar alpha, el sesgo es hacia inversiones activas.
- **Selección del benchmark:** índices de referencia claros permiten una comparación transparente de la performance de inversiones pasivas. En la medida que las estrategias se complejizan la existencia de benchmarks se dificulta.
- **Costos:** en la medida que el inversor desee tener costos explícitos más bajos deberá optar por estrategias pasivas. Las comisiones y la elevada cantidad de operaciones de las estrategias activas las hacen menos eficientes en términos de costos.
- **Tipo de activo:** hay ciertos activos que se adaptan mejor a una estrategia activa; en la medida que la complejidad del instrumento es mayor, las inversiones pasivas se dificultan. Por el contrario, en la medida que la liquidez es más grande y la complejidad de los activos se reducen, invertir de forma pasiva es más recomendable, como puede suceder con las acciones.

Las estrategias pasivas han ido creciendo en popularidad a nivel mundial y recientemente los fondos pasivos sobrepasaron a los fondos activos en USA en cuanto a activos bajo administración. De acuerdo con Morningstar, los fondos pasivos en USA crecieron en activos bajo administración de USD 12,1 billones en 2016 a USD 21,6 billones en 2021 lo que resulta en una tasa de crecimiento anual compuesta del 12,3%. Por el otro lado, los fondos activos crecieron de USD 14,8 billones a USD 18,2 billones en el mismo período, una tasa de crecimiento anual compuesta del 4,2%.

Breve repaso de la teoría

Las estrategias activas buscan generar alpha positivo identificando activos que están sub o sobrevaluados, basado en la estrategia definida. **Algunas investigaciones han demostrado que se puede generar alpha en el corto plazo, pero que es muy difícil mantenerlo a través de los años. En efecto, muchos administradores tienden a tener una peor performance que su benchmark luego de gastos.** La razón es que invertir de forma activa es un juego de suma cero, donde cada inversor que genera alpha positivo es en detrimento de otro que genera alpha negativo. Como resultado, no hay garantía de generar resultados positivos consistentemente en el tiempo.

La publicación de “S&P Indices Versus Active”¹ (SPIVA), compara la performance de fondos de acciones contra sus respectivos benchmarks, y provee información respecto del porcentaje que lo superó en diferentes periodos de tiempo. **El porcentaje de fondos que superó a su benchmark se reduce a medida que la ventana de tiempo se extiende.** Por ejemplo, con información hasta el 31 de diciembre de 2022, 1 de cada 2 fondos de acciones en USA lograron superar al índice S&P500 en 2022, mientras que sólo 1 de cada 10 lo logró luego de 10 años.

Porcentaje de fondos que superaron al índice de referencia local

País	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
USA	48,9%	25,7%	13,5%	8,6%	6,6%
Europa	13,3%	17,0%	8,8%	10,3%	n.d.
Brasil	42,5%	30,8%	21,1%	11,5%	n.d.
Chile	8,3%	20,5%	4,9%	2,2%	n.d.
México	32,6%	21,3%	20,4%	22,4%	n.d.

Fuente: SPIVA

SPIVA también publica un índice de persistencia que intenta demostrar con información real si el alpha generado por un administrador se debe a la suerte o habilidad. Esto lo hace comparando los retornos entre diferentes fondos y analizando la probabilidad de que queden dentro 25% o 50% de rendimientos en diferentes períodos de tiempo. La conclusión es que **la performance superior de los fondos activos generalmente es efímera, con pocos fondos superando a sus pares consistentemente en el tiempo.** Demuestra que a junio 2022, sólo el 4% de los fondos que rankearon de mitad para arriba en 2020, se mantuvieron en esa posición en 2022, es decir, luego de 3 años. Y sólo 1% de los fondos que rankearon de mitad para arriba en 2018, se mantuvieron en esa posición en 2022, es decir, luego de 5 años.

Entre los trabajos seminales al respecto, Fama y French (“Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns”, 2010) buscan distinguir los efectos de la suerte por oposición a la habilidad en la performance de fondos de inversión. **La principal conclusión es que la mayor parte de la variación en los retornos se explica por el azar más que por la habilidad de los administradores.** Es decir, un fondo que genere alpha en un periodo no significa que lo hará de forma consistente en el tiempo.

¹ <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/>

Por otro lado, Mark Cahart (“On Persistence in Mutual Fund Performance”, 1997) concluye que existe evidencia de persistencia en la performance de los fondos más allá de la suerte. Demuestra que existe un pequeño grupo de administradores que pueden superar su benchmark consistentemente en el largo plazo, y que este alpha se puede explicar por factores como el estilo de inversión y su habilidad para elegir acciones baratas. Sin embargo, los gastos y comisiones tienen un impacto significativo en los retornos de los fondos, y generalmente estos son mayores que el alpha generado. Así, **el autor recomienda fondos con bajos costos de comisiones y gastos, y que tengan un estilo de inversión bien definido.**

Análisis histórico en Argentina

Nuestro análisis se enfoca en los rendimientos acumulados de 24 fondos comunes de inversión (“FCI”) de renta variable (acciones) con benchmark Merval durante el período de 6,3 años que transcurre entre enero 2017 y marzo 2023. Debajo se grafican las series de rendimiento acumulado del FCI mediano (aquel cuyo rendimiento acumulado a marzo 2023 está en mitad de tabla), Cuartil 1 (fondo que tiene sólo el 25% de las observaciones por encima), Cuartil 3 (fondo que tiene el 75% de las observaciones por encima), y el peor y mejor fondo (aquellos que fueron rankeados últimos y primero respectivamente).



Fuente: elaboración propia en base a datos de 1816

De los 24 FCI con benchmark Merval analizados, sólo 5 lograron rendimientos acumulados positivos contra el índice en el período de 6,3 años observado, es decir, el 21% de la muestra. Las conclusiones no difieren mucho respecto de lo que sucede en mercados desarrollados. Existe dificultad para los administradores de generar retornos en exceso del benchmark en el largo plazo.

Por otro lado, resulta interesante aislar la persistencia en los rendimientos, es decir, que el rendimiento positivo no se deba a un sólo gran acierto. Haciendo el análisis año por año, observamos que la persistencia en los FCI de acciones de Argentina también es efímera.

	Cantidad de FCI que superaron al benchmark								Probabilidad condicional			Probabilidad acumulada		
	Total	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	P(1)	P(2 1)	P(3 2y1)	P(1)	P(2)	P(3)
2017	24	17	7	1	-	-	-	-	71%	41%	14%	71%	29%	4%
2018	24		11	3	2	-	-	-	46%	27%	67%	46%	13%	8%
2019	24			5	2	-	-	-	21%	40%	0%	21%	8%	0%
2020	24				3	1	1	-	13%	33%	100%	13%	4%	4%
2021	24					7	4	-	29%	57%	0%	29%	17%	0%
2022	24						5	-	21%	0%	n.d.	21%	0%	n.d.
2023	24							8	33%	n.d.	n.d.	33%	n.d.	n.d.
								Mediana	29%	37%	14%	29%	10%	4%

Fuente: elaboración propia en base a datos de 1816

De acuerdo con nuestras estimaciones, la probabilidad de elegir un fondo que supere a su benchmark en un año cualquiera es de 29%. La probabilidad de que un FCI supere al benchmark dos años consecutivos es de 10%, y que lo consiga por un tercer año consecutivo es de tan sólo el 4%. Así, **se demuestra la incapacidad de generar rendimientos por encima del índice de referencia de manera sostenida en el tiempo.**

¿Qué hacemos con esta información?

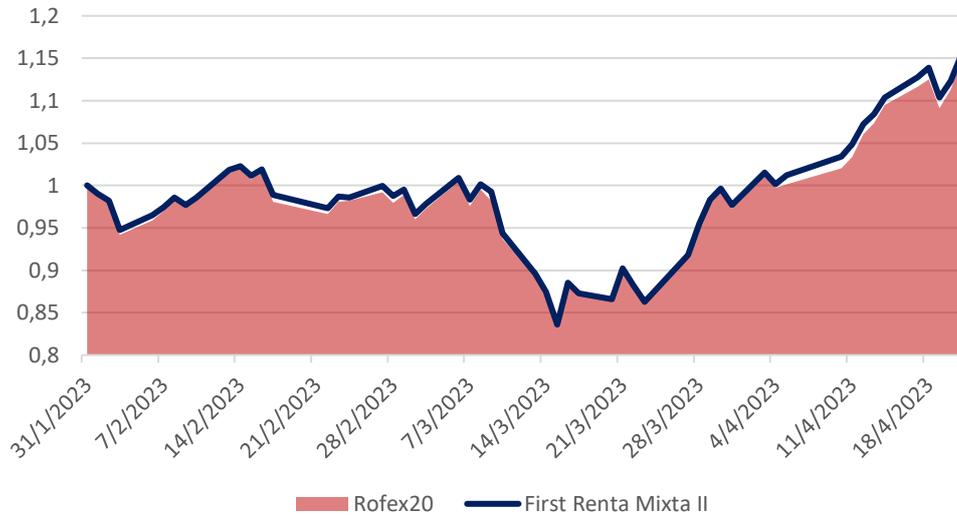
Hemos ponderado la conveniencia de seguir estrategias de inversión pasivas para inversiones en acciones, particularmente en Argentina.

En el sentido de lo expuesto, **en First Capital Markets hemos lanzado el fondo común de inversión First Renta Mixta II que persigue una estrategia de inversión pasiva respecto del índice de acciones Rofex 20.** El fondo busca replicar el índice de referencia con baja volatilidad alrededor del mismo, buscando aprovechar ciertos arbitrajes de tasas de interés de mercado a fin de absorber costos y convertirlo en una alternativa costo eficiente. Desde su lanzamiento, el 31 de enero de este año hasta el 21 de abril ha obtenido un rendimiento 0.7% por encima del índice Rofex 20, ubicándose en el puesto #2 entre los 10 fondos que persiguen este índice.

La ventaja de adoptar Rofex 20 como índice de referencia es que existen derivados (futuros y opciones) sobre el mismo que se pueden operar en el mercado Rofex. Así, un inversor que quiera hacer arbitrajes de tasas de interés o estrategias con opciones, con el First Renta Mixta II tiene a disposición un vehículo spot que sigue muy de cerca al índice de referencia, no teniendo que comprar cada uno de los papeles individuales que componen el índice.

Para el inversor que sólo busca tener exposición al mercado accionario argentino, First Renta Mixta II ofrece una manera costo efectiva de posicionarse en estos activos, y que en el largo plazo le generará un rendimiento en línea con el índice de referencia.

RFX20 - First Renta Mixta II



Fuente: elaboración propia en base a datos de 1816

Diferencia entre índice Merval y Rofex 20

El Índice de Acciones Rofex 20 es un índice de retorno total, diseñado para medir el desempeño de una cartera integrada por las 20 acciones más líquidas en el mercado accionario local ponderadas por su capitalización bursátil. Cada una de las sociedades componentes se pondera considerando su patrimonio bursátil ajustado por el capital flotante, permitiendo así que el peso relativo de cada sociedad en el índice, sea representativo de su disponibilidad efectiva en el mercado.

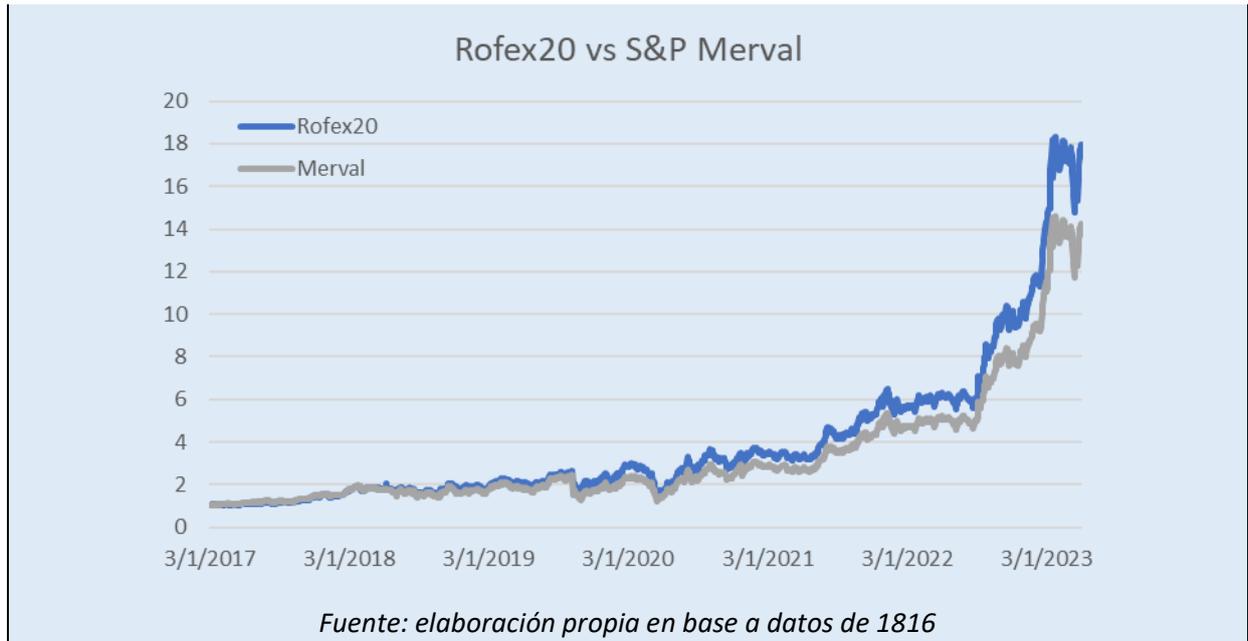
Un índice de retorno total es un tipo de índice que mide los movimientos de precios de las acciones componentes y adicionalmente asume que las distribuciones a los accionistas son reinvertidas en la cartera del índice.

A grandes rasgos, Merval y Rofex 20 son índices de retorno total que determinan inclusión en base a criterios de liquidez y que ponderan por capitalización, si bien existen pequeñas diferencias metodológicas. La principal diferencia con el índice S&P Merval radica en que Rofex 20 está limitado a 20 acciones, en tanto que el Merval puede tener como mínimo 20 acciones (actualmente tiene 23 acciones).



FIRST

CAPITAL MARKETS



FIRST CAPITAL MARKETS S.A. | www.firstcma.com

Agente de Negociación registrado bajo el N° 532 de la CNV
Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva de FCI registrado bajo el N° 49 de la CNV
25 de Mayo 596, piso 19, oficina A - C1002ABL - Ciudad de Buenos Aires - Argentina Tel.: +54 (11) 5235-1032