

¡Oro!

El oro tiene una serie de atributos que le hacen muy atractivo: es transable, indestructible y portátil. El precio de ninguna otra materia prima responde tan rápidamente a cambios en la oferta como el del oro. Ahora bien, para definir su papel en portafolios de inversión a largo plazo es necesario tomar en cuenta algunas particularidades de este metal que, a veces, no son siquiera conocidas por sus potenciales compradores.

Carlos Jaramillo Z.

LOS CONSEJOS MUY GENÉRICOS en asuntos de inversión recuerdan aquella escena de la película *El graduado*, en la que un amigo de su padre le insistía al protagonista en que el futuro estaba en los plásticos, que debía hacer una carrera allí. ¿Como empleado? ¿Como empresario? ¿Como consultor? Nunca se sabrá, porque quien regalaba esa perla de sabiduría no entraba en detalles, y seguramente generaba una dosis adicional de angustia en un joven que estaba mucho más preocupado por no perder el amor de su vida y no ofender a su futura suegra: la deseable señora Robinson.

Una sensación similar a la del graduado es la que deben sentir muchos inversionistas cuando oyen hablar del papel que debe tener el oro en sus portafolios. Al fin y al cabo, entre 1980 y 2000 no hizo más que perder valor luego de estallar la burbuja, asociada con el precio del metal, que se gestó durante el periodo de gran inflación vivida en los países desarrollados durante los años setenta del siglo XX. Pero, en esta década que termina, el oro ha sido una de las grandes estrellas, con un rendimiento anual del 15,6 por ciento, mientras que el de otros de sus competidores por el interés de los inversionistas, como el mercado de valores de Estados Unidos, lo único que ha hecho es caer hasta regresar a niveles nominales del año 1997.

El oro como vehículo de inversión

Definir el papel del oro en los portafolios de inversión de largo plazo requiere revisar una serie de particularidades que tiene este metal, cuando es utilizado como vehículo de inversión, que a veces no son siquiera conocidas por sus potenciales compradores. Entre esas particularidades se encuentran las siguientes.

El oro no responde a un esquema rígido de valoración

Mientras que las acciones y los títulos de renta fija se valoran mediante la técnica del flujo de caja descontado, y los productos derivados usando modelos postulados a partir de los trabajos de Black y Scholes, las inversiones en oro físico no caben cómodamente en estos esquemas. Los inversionistas en oro no reciben intereses o dividendos; en algunos esquemas pueden alquilar sus inventarios del metal, aunque esta no es una opción disponible en todos los casos. Obtienen una ganancia o pérdida de capital, dependiendo de la evolución del precio del metal entre los momentos de compra y venta. Adicionalmente, al poseer el metal incurrir en costos de acarreo, como almacenamiento y seguros. El oro, como cualquier otro vehículo de inversión, es susceptible a las burbujas (movimientos al alza del precio de un bien no justificadas por sólidas razones económicas).

El oro tiene una serie de atributos que le hacen muy atractivo: es transable, indestructible y portátil. El inventario disponible es sustancialmente superior a la producción anual, por lo que el precio de ninguna otra materia prima responde tan rápidamente a cambios en la oferta como el del oro. Aumentos inesperados de la demanda pueden ser rápidamente cubiertos mediante la fundición de objetos y el arrendamiento de inventarios de lingotes y monedas.

Cambios fundamentales afectan el precio del metal

Siempre ha habido la creencia de que el oro actúa como una excelente póliza de seguros contra la inflación. No obstante, ya en 1982 Chua y Woodward mostraron, con una muestra de seis países (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Inglaterra, Japón y Suiza) para el período 1975-1980, que el oro desempeñaba un deficiente papel como mecanismo de cobertura frente las inflaciones nacionales, salvo en el caso de Estados Unidos. El oro, como mecanismo de protección contra la inflación, funciona mejor en la medida en que exista una alta correlación entre la inflación nacional y los cambios en el precio del metal. Como las inflaciones nacionales no siguen un mismo patrón, el efecto de cobertura antiinflacionaria del oro puede variar de país a país.

En la década de los setenta del siglo pasado se compraba oro como protección ante la inflación del primer mundo. El precio del metal subió un 400 por ciento entre 1970 y 1974 impulsado, entre otras cosas, por la eliminación de la convertibilidad obligatoria del dólar en metal, si así lo requería cualquier tenedor de la divisa, y la eliminación en 1974 de la prohibición de poseer oro que tenían los ciudadanos estadounidenses.

Durante el período 1980-2000, cuando la economía mundial mostró un crecimiento sostenido y baja inflación, se produjo la ruptura de la burbuja del oro, lo que trajo consigo no sólo una caída de su precio sino también un cambio en la percepción de los consejeros de inversión, que comenzaron a verlo como una materia prima más, sin un papel particular en los portafolios de inversión, que podía ser sustituida por cestas de otras materias primas (productos agrícolas, petróleo y metales industriales) o por bienes inmuebles. Esta pérdida del favor de la industria de la inversión fue reforzada por la tendencia de su precio a disminuir durante casi veinte años y por el mejor desempeño de inversiones alternativas como acciones y bonos. Se llegó incluso a afirmar que la inversión en oro era cosa del pasado y que, en muchos casos, la apetencia por el metal estaba asociada con asuntos culturales, como puede ser su uso para mostrar estatus, o con cierta «nostalgia» que sentían grupos de inversionistas por un mundo

donde la fortaleza de las monedas nacionales descansaba en las reservas de oro de sus bancos centrales.

Al llegar la primera década del siglo XXI se complicó el panorama para los inversionistas. La Reserva Federal redujo sustancialmente el costo del dinero, para paliar los efectos negativos del estallido de la burbuja de las acciones de empresas de tecnología. Los inversionistas institucionales, presionados para obtener mayores rendimientos en un mundo de tasas de interés en caída, empezaron a experimentar con

En los últimos diez años el oro ha sido una de las grandes estrellas, con un rendimiento anual del 15,6 por ciento, mientras que el mercado de valores de Estados Unidos lo único que ha hecho es caer hasta regresar a los niveles nominales del año 1997

hipotecas basura y pólizas de seguro para cubrir sus riesgos de impago. La falta de adecuadas regulaciones y unos incentivos salariales que promovían la toma de riesgos excesivos condujeron a la crisis financiera de 2007. El mercado de valores de Estados Unidos cayó 46 por ciento en 26 meses (julio 2007-marzo de 2009) y con él no sólo los principales mercados bursátiles del mundo, sino también materias primas y bonos basura, entre otros, acompañados por la crisis de iliquidez del verano de 2008, cuando las carteras de papeles comerciales y bonos hipotecarios eran prácticamente invendibles debido al temor de los inversionistas institucionales a un negativo desenlace de la crisis que se desarrollaba.

El sismo de los mercados financieros internacionales trajo varios puntos de reflexión a la industria. Primero, se hizo patente que las mezclas de activos convencionales, mantenidas por los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales, no son adecuadas para enfrentar acontecimientos de poca probabilidad pero con consecuencias catastróficas como los vividos entre 2007 y 2009. Segundo, la baja correlación entre las distintas familias de activos (acciones de mercados desarrollados y emergentes, renta fija de corto y largo plazo, inversiones inmobiliarias, materias primas), que se daba por sentada en décadas anteriores, había cambiado de orden: ahora las correcciones en los mercados principales arrastran consigo al resto.

Para complicar aún más la situación, las medidas aplicadas en los países desarrollados para salir de la crisis han producido una recuperación lenta y endeble, por lo que los inversionistas empezaron a clamar a gritos por instrumentos financieros que tuviesen poca correlación con los activos existentes, para que su valor no se afecte por las caídas sistémicas y pueda servir de escudo contra costosas e inefectivas políticas macroeconómicas.

Mediante la compra de complejos y costosos productos derivados, los grandes portafolios institucionales pueden tratar de cubrirse contra impactos indeseados, pero esta solución no funciona para otros inversionistas. De allí que el oro vuelva a entrar en escena como la gran apuesta contra todo lo que pueda salir mal, llámese inflación, pérdida de valor del euro o el dólar, o cualquier otra catástrofe innombrable.

Poca correlación con acciones y bonos

El gran atributo para mercadear la inclusión del oro en portafolios de inversión ha sido no sólo el ya mencionado sólido retorno de quince por ciento anual, ofrecido en la década

que termina, sino también su poca correlación con el retorno de bonos y acciones. La teoría moderna de portafolios de inversión sostiene que un instrumento financiero, aunque sea volátil por su naturaleza, contribuye a reducir la volatilidad total del portafolio cuando el comportamiento de su precio es independiente o está inversamente relacionado con el de los otros títulos que lo integran. Tal ha sido el caso del oro en la última década.

Conover, Jensen, Johnson y Mercer (2009) estudiaron el impacto de incorporar oro, plata y platino en portafolios de inversión, tanto de manera directa (comprando el metal) como de manera indirecta (comprando acciones), durante un período de 34 años (1973-2006). ¿Qué encontraron estos autores?

1. Los portafolios de inversionistas de Estados Unidos con un 25 por ciento en ciento en metales incrementaron su retorno en 1,65 por ciento y disminuyeron su riesgo en 1,86 por ciento.
2. Los beneficios eran mayores cuando las inversiones eran indirectas.
3. Los beneficios de poseer el metal sobre las acciones eran mayores cuando la Reserva Federal reducía la oferta monetaria, en contraste con el deficiente desempeño de las acciones, fuesen o no del sector minero.
4. El incremento en retorno y reducción de riesgo de los portafolios, con inversiones directas o indirectas, sólo ocurría cuando la Reserva Federal restringía la oferta monetaria y eran prácticamente nulos en expansiones monetarias, que cubrían el 55 por ciento del período analizado

Tratar de aumentar el retorno y disminuir el riesgo del portafolio siguiendo los cambios de política monetaria —comprar oro cuando se restringe la oferta monetaria y vender en las expansiones— tiene muy poco impacto en el desempeño del portafolio. En pocas palabras, hay que tener ya la inversión en oro cuando la Reserva Federal decida implantar políticas restrictivas. Como siempre, tratar de anticiparse a los mercados financieros resulta inútil. Los inversionistas deben ser estrategas, pero tienen poco chance de ser tácticos.

Es importante no perder de vista que un 25 por ciento de inversión en este metal luce exageradamente alto, por lo que habría una sobrestimación del oro para lo que él representa dentro del universo de inversiones posibles. Téngase en cuenta también que estos resultados se refieren a inversionistas de Estados Unidos que, entre otras cosas, acumulan para luego gastar en su moneda local y en sus condiciones inflacionarias nacionales, por lo que se hace necesario saber cuán efectivo puede ser el oro para quienes están expuestos a otros ambientes inflacionarios.

El temor a las burbujas

Es natural que luego de una racha de casi una década de duración algunos se pregunten si «el autobús» del oro ya pasó. Los que llegan de últimos a las burbujas financieras no sólo pagan las ganancias de los que entraron antes sino que, en términos prácticos, jamás recuperan las pérdidas sufridas. El mismo mer-

El oro, como mecanismo de protección contra la inflación, funciona mejor en la medida en que exista una alta correlación entre la inflación nacional y los cambios en el precio del metal

cado del oro da fe de ello: quien compró el metal en cualquier momento entre 1980 y 2000, y lo mantuvo durante varios años, no hizo otra cosa que perder dinero. El mismo comportamiento se observa en otras familias de activos que sufrieron valuaciones exageradas, como las acciones tecnológicas en Estados Unidos cuando la fiebre de las «punto com» de finales de los noventa o los inmuebles en el Japón durante la misma década.

No existen técnicas de aceptación universal que permitan determinar cuándo estallará una burbuja financiera. Pero algunos indicadores financieros, como puede ser en el caso de las acciones la relación precio/ganancia (P/E, por sus siglas en inglés), dan señales de cuándo un activo está sobrevaluado. Por ejemplo, la relación histórica promedio de P/E para el índice Dow Jones Industrial ha sido 15, pero en algunos momentos de máxima sobrevaluación llegó a 42; de allí que en la medida en que esta relación se aleje de ese promedio mayor será la percepción de que un activo está sobrevaluado. Ahora bien, un activo puede pasar años sobrevaluado antes de que su precio se corrija.

¿Cómo comprar oro?

Si bien es posible adquirir el metal en forma de monedas sin valor numismático, como puede ser el Maple Leaf canadiense que pesa una onza troy (33,33 gramos del oro más puro producido industrialmente), o comprar lingotes de distintos pesos, alguien que quiera invertir en oro, como un componente más de un portafolio de inversión, debe utilizar vehículos mucho más estandarizados, como son los fondos mutuales y los ETF (*exchange traded funds*) que captan dinero del público y lo invierten en el metal, cuyos administradores se ocupan de su custodia. También es posible invertir en empresas que se dedican a la actividad minera, lo que implica apostar no sólo a la subida del precio del metal sino también al buen manejo de los riesgos operativos y financieros del negocio. Tales títulos pueden ser adquiridos individualmente o como portafolios por medio de fondos mutuales y ETF.

Principales burbujas financieras de las últimas tres décadas

Activo	Momento del máximo	Máxima caída (%)	Tiempo para alcanzar el valor mínimo (años)
Oro	Enero 1980	-79	19
Mercado japonés de acciones	Enero 1990	-82	19
Mercado inmobiliario japonés	1991	-65	14
Acciones tecnológicas de Estados Unidos	Marzo 2000	-56	9
Mercado inmobiliario de Estados Unidos	Marzo 2007	-71	2

Fuente: Farrelly (2010).

Títulos de oferta pública comúnmente utilizados para invertir en oro

Compañía (símbolo bursátil)	Relación precio/ganancia	Beta (riesgo sistemático)
Iamgold (IAG)	54,21	0,49
Franco Nevada (FNV.TO)**	41,52	No disponible
Goldcorp Inc. (GG)	25,13	0,47
GLD (GLD)*	No aplica	0,41
Randgold (GOLD)	85,82	0,54
Royal Gold (RGLD)**	106,50	0,46
Newmont Mining (NEM)	15,41	0,46

*ETF que invierte en lingotes del metal.

**Compran participaciones en empresas productoras.

Muchos de los vehículos de inversión disponibles combinan metal con acciones en empresas mineras, manteniendo en físico no más de un veinte por ciento del valor total de la inversión. Los inversionistas más conservadores preferirán comprar los fondos que se dedican exclusivamente al metal en físico. Se calcula que para finales de 2010 un cinco por ciento del billón de dólares que maneja el sector de los ETF esté invertido exclusivamente en oro físico.

Este grupo de títulos financieros forma parte de la mayoría de fondos mutuales y ETF que se comercian actualmente en los mercados internacionales. Uno de ellos es el ETF GLD y el resto son compañías mineras que manejan modelos de negocios muy bien conceptualizados, lo que las

Si usted lo usa como cobertura, el oro no debería representar más de un diez por ciento de su portafolio de inversión

hace las favoritas de los analistas de inversión. Nótese que, como era de esperarse, sus medidas de riesgo (beta) son bastante bajas. Un indicador beta igual a uno equivale a poseer el portafolio de un índice bursátil como podría ser el S&P 500. Un título financiero tiene una beta baja cuando su precio es poco volátil, que no es el caso del oro, o cuando su desempeño económico está muy poco vinculado con el del resto de la economía del país de referencia, que es precisamente el atributo que se espera de las inversiones en oro.

La relación P/E indica el número de veces que un inversionista paga por las utilidades esperadas de una empresa. La utilidad puede basarse en lo esperado para el próximo año, los próximos cinco años o el promedio de la última década, dependiendo del gusto de los analistas de inversión. Sea cual fuere el criterio utilizado, la gran dispersión existente en las relaciones P/E reportadas por estas compañías muestra que, aunque las encuentran interesantes, los analistas están dispuestos a pagar montos muy diferentes por sus acciones. Ofrecen mayores desembolsos por las que muestran mayor rentabilidad o más estabilidad a lo largo del tiempo. Estos indicadores en sí mismos no son suficientes para decidir invertir o no en un título financiero, pero combinados con información financiera de la empresa y un entendimiento profundo del modelo de negocios manejado por cada compañía permiten tomar decisiones sustentadas.

¿Debe el oro formar parte de su portafolio de inversión?

Responder esta pregunta implica tomar partido por una de las dos posiciones que en la actualidad luchan por definir el

papel del oro en los portafolios de inversión. La primera es la quienes consideran el oro una póliza de seguro contra las grandes calamidades del sistema, llámense inflación o pesimas políticas públicas. Para ellos, el metal debe estar presente en los clásicos portafolios de largo plazo, como los que deben tener muchos de los lectores de este artículo. Quienes ofrecen productos para este segmento de inversionistas ni siquiera consideran relevante qué precio tendrá la onza troy dentro de cinco años. Una póliza de seguro es una cobertura indispensable. Quien la necesita la compra.

La segunda posición corresponde a quienes consideran que las inversiones en oro constituyen un tipo de inversión en sí mismo, tan válido como puede ser comprar bonos basura o acciones preferentes. Para ellos, tratar de anticipar la evolución del mercado siempre es relevante y tienden a pensar que el oro tendrá un brillante futuro en situaciones en que el entorno financiero luce nublado, sea por amenazas de inflación o por deterioro del modelo de negocios que en un momento dado impulsa el crecimiento de una economía.

En todo caso, si usted lo usa como cobertura, el oro no debería representar más de un diez por ciento de su portafolio de inversión. Tratar de encontrar el momento adecuado para comprar el metal es un albur. La verdad es que siempre se desarrolla frente a nuestros ojos una burbuja y sólo lo sabremos cuando sea muy tarde. ■

REFERENCIAS

- Benepe, R. y A. Deshpande (2010): «Investing in gold». *The Wall Street Transcript*. 8 de febrero. www.twst.com. Consultado el 25 de noviembre de 2010.
- Conover, C. M., G. R. Jensen, R. R. Johnson y J. M. Mercer (2009): «Can precious metals make your portfolio shine?». *The Journal of Investing*. Vol. 18. No. 1.
- Chua, J. y R. Woodward (1982): «Gold as an inflation hedge: a comparative study of six major industrial countries». *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 9. No. 2.
- Hirst, T. (2010): «Juan Carlos Artigas: "Asset class is jewel in diverse portfolio crown"». *Fund Strategy*. 18 de octubre. <http://www.fundstrategy.co.uk/features/qa/asset-class-is-jewel-in-diverse-portfolio-crown/1020106.article>. Consultado el 25 de noviembre de 2010.
- McMillan, B. (2010): «The use of gold in client portfolios». *Investment Advisor*. 1 de marzo. <http://www.advisorone.com/article/experts-corner-use-gold-portfolios>. Consultado el 25 de noviembre de 2010.
- Schonberger, Jennifer (2010): «Tocqueville Gold goes global». *Kiplinger's Personal Finance*. 4 de noviembre. <http://www.kiplinger.com/columns/fundwatch/archive/tocqueville-gold-goes-global.html>. Consultado el 25 de noviembre de 2010.

Carlos Jaramillo Z. | Profesor adjunto del IESA