S&P Dow Jones Indices

S&P Global

COLABORADORES

Utkarsh Agrawal
Analista Principal
Investigación y Diseño Global
utkarsh.agrawal@spglobal.com

Phillip Brzenk, CFA
Director Asociado
Investigación y Diseño Global
phillip.brzenk@spglobal.com

Priscilla Luk
Directora Principal
Investigación y Diseño Global
priscilla.luk@spglobal.com

Ryan Poirier
Analista
Investigación y Diseño Global
ryan.poirier@spglobal.com

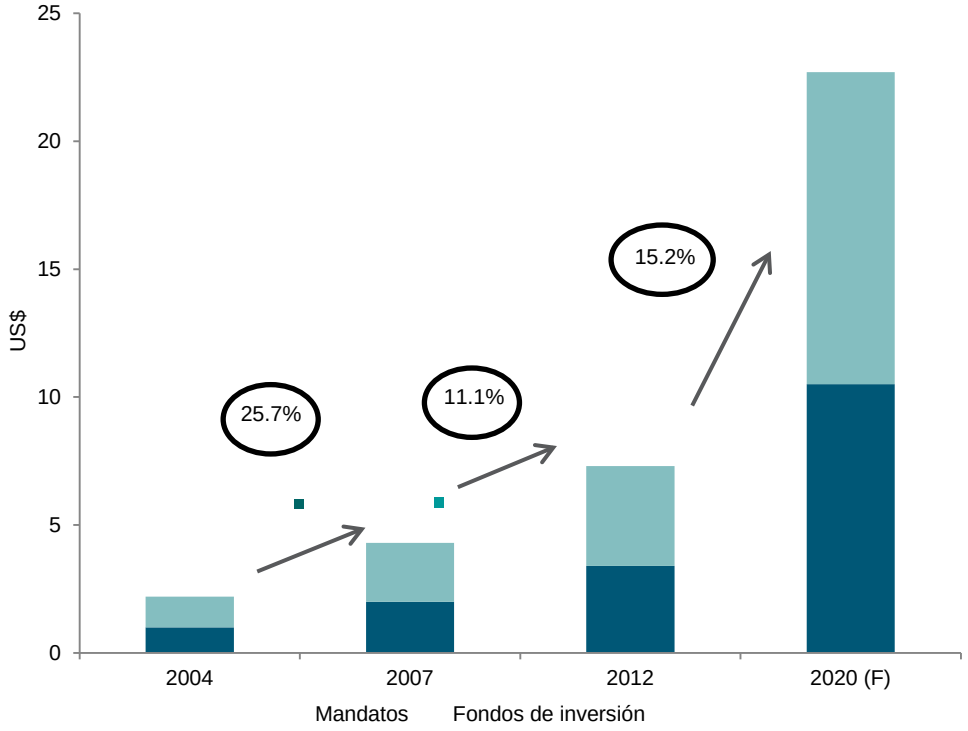
Aye Soe, CFA
Directora Senior
Investigación y Diseño Global
aye.soe@spglobal.com

Daniel Ung, CFA, CAIA, FRM
Director Principal
Investigación y Diseño Global
daniel.ung@spglobal.com

SPIVA®: una comparación entre países

El debate en torno a los mayores beneficios de la gestión activa por sobre la gestión pasiva, se ha venido desarrollando durante años, especialmente en el contexto del sorprendente aumento de fondos pasivos y ETF. Un reciente informe de PricewaterhouseCoopers ha dejado al descubierto esta situación y pronostica que las inversiones pasivas continuarán presentando tasas de crecimiento considerables (ver figura 1).

Figura 1: proyección para 2020 de activos administrados en fondos de inversión pasiva a nivel mundial



Fuente: *Asset Management: A Brave New World, 2020*, PriceWaterhouseCoopers. Este gráfico posee únicamente fines ilustrativos.

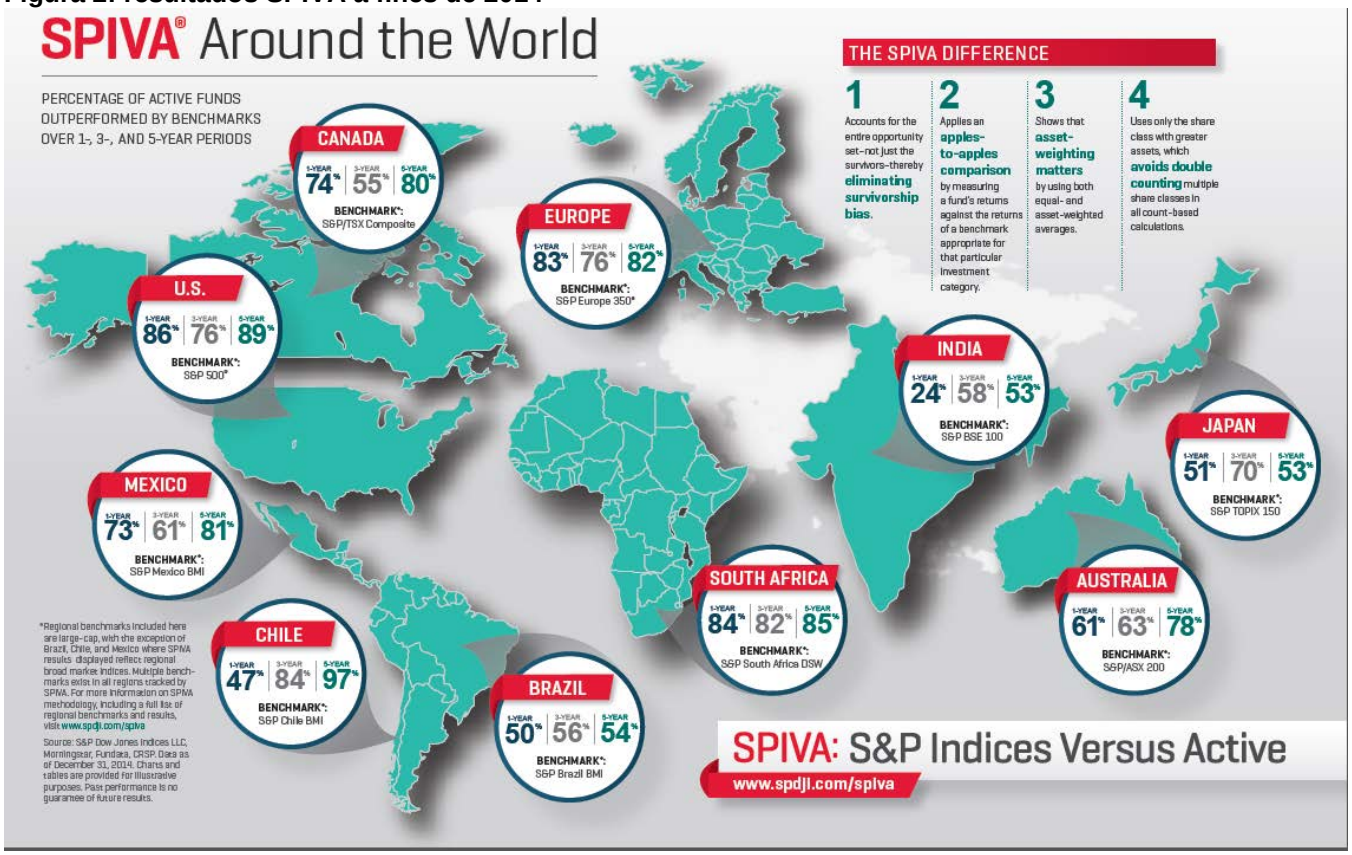
Ciertamente, esta ha sido una discusión un tanto polarizada, a pesar de lo cual, S&P Dow Jones Indices ha asumido el papel de árbitro imparcial en el continuo debate entre inversión activa y pasiva, comenzando por la publicación del primer informe SPIVA para Estados Unidos en 2002. Desde entonces, nos hemos establecido como la autoridad en la materia por medio de la publicación de informes semestrales que abarcan diferentes regiones en los seis continentes, en especial Estados Unidos, Canadá, América Latina, Europa, Sudáfrica, India, Japón y Australia.

Estos informes semestrales examinan tanto los fondos nacionales como internacionales en las categorías de renta variable y renta fija (ver figura 2 para un resumen de los resultados más recientes). Si bien tales reportes no lograrán clausurar el debate de manera permanente, esperamos seguir contribuyendo de manera constructiva a la discusión. Para ello, el equipo de Investigación y Diseño Global de S&P Dow Jones Indices ha redactado

en conjunto el presente artículo de investigación, el cual aborda temas y preguntas que generalmente son de interés de nuestros lectores, pero que no suelen ser tratados en nuestras publicaciones regulares.

Adicionalmente, en lugar de concentrarnos solamente en una región, hemos ampliado nuestro análisis con el fin de abarcar todas aquellas regiones en que los informes SPIVA son publicados. Para comenzar, la sección 1 examina el impacto que tienen las comisiones de administración sobre los retornos de fondos de inversión activos y pasivos en todo el mundo. La sección 2 aborda el desempeño de administradores activos en mercados desarrollados en comparación con sus resultados en mercados emergentes, así como el rendimiento de administradores de fondos de alta capitalización en comparación con administradores de fondos de capitalización media y baja. Finalmente, la sección 3 evalúa si es que el tamaño de los fondos, en cuanto a activos administrados (AUM), incide de alguna forma en el éxito o fracaso de los fondos activos.

Figura 2: resultados SPIVA a fines de 2014



Fuente: S&P Dow Jones Indices, LLC. Este gráfico posee un fin ilustrativo. Datos del 31 de diciembre de 2014.

1.0 EL IMPACTO DE LAS COMISIONES EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Esta primera sección busca analizar las comisiones de fondos nacionales tanto de gestión activa como de gestión pasiva y, específicamente, la forma en que tales comisiones han afectado los resultados acumulados a lo largo del tiempo en diferentes países.

La figura 3 presenta la tasa anual de gastos promedio de los fondos activos y pasivos a lo largo de un periodo de cinco años con término en diciembre de 2014, fecha en la cual existen suficientes datos disponibles. Si bien no sorprende que los fondos activos cobren mayores comisiones que los fondos pasivos, es notable el hecho de que la tasa de gastos de los fondos activos pueda variar significativamente y sea al el doble de la tasa de los fondos pasivos en general, independientemente del domicilio de los fondos. Se observaron las mayores discrepancias en los mercados emergentes, específicamente en Chile (1.99% por año) y México (1.60%). En Europa también se registraron diferencias importantes, ya que el fondo activo promedio cobró cinco veces más que el fondo pasivo promedio. Estados Unidos, el país que cuenta con el mercado de fondos mutuos y ETF más grande del mundo[1], tuvo por lejos la tasa de gastos más baja en ambas categorías de fondos. Aun así, los fondos activos cobraron casi tres veces más comisiones que los fondos pasivos.

Figura 3: gastos anuales promedio impuestos a fondos de renta variable nacional y su impacto sobre el desempeño

Renta variable	Tasas de gatos anuales en promedio[2] (% por año)			Impacto acumulado promedio de diferenciales de comisiones en cinco años (%)[3]
	Fondos activos	Fondos pasivos	Diferencia	
Mercados desarrollados				
Renta variable de Canadá	2.14	0.95	1.19	-5.59
Renta variable de Europa	1.88	0.34	1.54	-7.36
Renta variable de Estados Unidos – Capitalización alta	0.75	0.27	0.48	-2.35
Renta variable de Estados Unidos – Capitalización baja y media	1.13	0.37	0.76	-3.69
Mercados emergentes				
Renta variable de Chile	4.50	2.52	1.99	-8.58
Renta variable de México	2.02	0.42	1.60	-7.62
Renta variable de India – Capitalización alta	1.87	0.49	1.37	-6.58
Renta variable de India – Capitalización media y baja	2.00	1.00	1.00	-4.71

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, con base en información de Morningstar. Datos de diciembre de 2014. Esta tabla posee un fin ilustrativo. Rendimientos pasados no garantizan resultados en el futuro.

[1] Fuente: Investment Company Institute, *2015 Investment Company Fact Book*, 2015.

[2] Las tasas de gastos se calculan sobre la base de la cantidad de activos administrados (AUM) en el fondo (ponderación por activos) y solo se considera los datos disponibles.

[3] El cálculo del impacto acumulado promedio de los diferenciales de comisiones con capitalización anual, depende de que la tasa de gastos anual en promedio se mantenga constante a lo largo de cinco años.

El considerable diferencial en cuanto a comisiones que existe entre los fondos pasivos y activos, pone énfasis en el desempeño superior que los administradores de fondos activos tendrían que registrar para sobrepasar a un administrador de fondos pasivos, con el fin de alcanzar los mismos rendimientos sin comisiones. La figura 3 muestra el impacto acumulado de tal diferencial en diferentes regiones a lo largo de cinco años. Se estima que entre 2% a 9% sería el monto por el cual un administrador activo tendría que superar a un administrador pasivo, antes de las comisiones y en cinco años acumulados, a fin de tener resultados comparables después de las comisiones. Esta importante brecha es un factor relevante a la hora de explicar por qué la gran mayoría de los fondos activos no logró superar a sus respectivos benchmarks, tal como lo muestran los informes SPIVA en diferentes zonas del mundo.

Aparte de los distintos niveles promedio de comisiones cobradas en diferentes regiones, también observamos una tendencia general a la baja en el monto de comisiones cobradas por administradores activos (ver figura 3), la cual, en caso de persistir, evidentemente tendría consecuencias en la brecha de desempeño del administrador de fondos promedio. Cabe entonces preguntarse si la tendencia a la baja de las tasas de gastos se deriva del deseo de los administradores de fondos activos por competir en el ámbito del beta y cerrar la brecha de rendimiento, la cual se ha visto magnificada por comisiones de gestión considerables. Como alternativa, es posible que deseen asegurarse de que sus habilidades para seleccionar acciones pasen a primer plano y no se vean completamente mermadas por tasas de gastos elevadas. Independientemente del motivo, es indudable que las comisiones de gestión activa probablemente bajarán aún más, puesto que los inversionistas cada exigen vez más mejores resultados a cambio de su dinero, especialmente cuando se comparan las comisiones de administración con los decepcionantes resultados (ver figura 2). Efectivamente, esa fue la situación observada en el mundo desarrollado durante los últimos cinco años (ver figura 4).

Sin embargo, en los mercados emergentes no existe una tendencia uniforme. Dos países registraron un descenso en las comisiones, mientras que otros dos presentaron un alza a lo largo del periodo de cinco años. Las comisiones cobradas por los fondos nacionales de Chile son las que más han disminuido, aunque también son las que han obtenido los peores resultados entre los fondos incluidos en la figura 2, ya que 97% de los fondos no logró superar al benchmark de su categoría. Esto establece un contraste con los fondos nacionales de India, que han presentado un alza considerable en comisiones, lo cual puede ser el resultado de modificaciones a la legislación iniciadas en 2013. En un intento por ampliar la participación de inversionistas, se ha permitido a los administradores de activos en India aplicar un recargo de 30 puntos base con el fin de aumentar el flujo de inversiones desde ciudades que están más allá de su foco principal.[4]

[4] Fuente: Junta de Bolsa y Valores de la India, “Master Circular for Mutual Funds,” septiembre de 2013.

Figura 4: comisiones anuales cobradas por fondos activos						
Región	Tasa de gastos anual (% por año)					Tasa de crecimiento anual compuesta durante el periodo (% por año)
	2010	2011	2012	2013	2014	
Mercados desarrollados						
Renta variable de Canadá	2.21	2.28	2.26	2.22	2.19	-0.18
Renta variable de Canadá – Capitalización media y baja	2.70	2.78	2.68	2.68	2.65	-0.37
Renta variable de Europa	2.04	1.96	1.91	1.86	1.83	-2.15
Renta variable de Europa – Capitalización alta y flexible	2.02	1.96	1.91	1.88	1.82	-2.06
Renta variable de Europa – Capitalización media y baja	2.16	1.94	1.93	1.76	1.86	-2.95
Renta variable de Estados Unidos – Capitalización alta	1.05	1.03	1.01	0.98	0.97	-1.57
Renta variable de Estados Unidos – Capitalización media y baja	1.28	1.25	1.23	1.21	1.18	-1.61
Mercados emergentes						
Renta variable de Chile	4.57	4.09	4.08	4.06	4.13	-2.00
Renta variable de India	2.17	2.27	2.16	2.34	2.58	3.52
Renta variable de India – Capitalización media y baja	2.28	2.10	2.22	2.50	2.69	3.36
Renta variable de México	2.21	2.43	2.48	2.44	2.40	1.66
Renta variable de Sudáfrica	1.35	1.32	1.31	1.27	1.29	-0.91

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, con base en información de Morningstar. Datos de diciembre de 2014. Esta tabla posee un fin ilustrativo. Rendimientos pasados no garantizan resultados en el futuro.

2.0 DESEMPEÑO DE ADMINISTRADORES ACTIVOS EN DIFERENTES MERCADOS

Esta segunda sección busca evaluar el desempeño de fondos activos en diferentes zonas geográficas y con diferentes estilos de inversión. En primera instancia, analizaremos el desempeño de los administradores activos en mercados de renta variable nacional e internacional y luego examinaremos los resultados de los administradores de fondos de capitalización alta en comparación con administradores de fondos de capitalización baja y media.

2.1 Evaluando el desempeño de fondos en diferentes zonas geográficas

A lo largo de un periodo de cinco años con término en diciembre de 2014, una abrumadora mayoría de los fondos de renta variable nacional registró resultados inferiores a sus respectivos benchmarks en diferentes mercados (ver figura 5). Entre ellos, los fondos de renta variable nacional en Chile, Estados Unidos y Sudáfrica tuvieron los peores resultados y presentaron la mayor proporción de fondos que no lograron sobrepasar a sus benchmarks. Los rendimientos promedio ponderados por activos de tales fondos, registraron resultados inferiores a sus benchmarks por 4.2%, 1.7% y 2.1% respectivamente. En cambio, las cifras en el caso de los fondos en India y Japón fueron claramente más favorables: solamente 52.9% y 53.4% respectivamente tuvieron un desempeño inferior a su benchmark. Los rendimientos ponderados por activos de estos fondos también fueron más altos que los rendimientos de sus respectivos benchmarks, lo cual podría indicar la presencia de oportunidades de inversión en estos mercados. El desempeño de fondos nacionales de India parece respaldar la idea de que la selección de acciones puede resultar más efectiva en mercados emergentes menos eficientes, algo que se ha convertido en una especie de proverbio en el mundo de las finanzas. Sin embargo, esta afirmación no se vio corroborada por los resultados en otros mercados emergentes, específicamente en Sudáfrica y América Latina, donde las cifras de desempeño fueron similares e incluso más desalentadoras que aquellas registradas en los mercados desarrollados.

Figura 5: porcentaje de fondos activos nacionales con rendimientos inferiores a su benchmark, rendimientos ponderados por activos y rendimientos de benchmarks en diferentes mercados

Categorías de fondos activos nacionales (alta capitalización)	Benchmarks	Fondos con rendimientos inferiores a sus benchmarks en cinco años (% por año)	Rendimientos ponderados por activos en cinco años (% por año)	Rendimiento de benchmarks en cinco años (% per Year)	Excedente de rentabilidad de los fondos (% por año)
Mercados desarrollados					
Renta variable de Canadá	S&P/TSX Composite	80.00	7.35	7.53	-0.18
Renta variable de Europa	S&P Europe 350	81.51	8.94	9.63	-0.69
Renta variable de EE.UU.	S&P 500®	88.65	13.71	15.45	-1.74
Renta variable de Australia	S&P/ASX 200	77.56	6.91	6.75	0.16
Renta variable de Japón	S&P/TOPIX 150	53.35	11.20	10.73	0.47
Mercados emergentes					
Renta variable de Chile	S&P Chile BMI	97.44	-1.45	2.75	-4.20
Renta variable de India	S&P BSE 100	52.94	12.53	10.97	1.56
Renta variable de México	S&P Mexico BMI	80.56	9.09	8.45	0.64
Renta variable de Sudáfrica	S&P South Africa Domestic Shareholder Weighted Index	84.68	15.52	17.66	-2.14
Mercados desarrollados – Promedio		76.21	-	-	-0.40
Mercados emergentes – Promedio		79.65	-	-	-1.17

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, con base en información de Morningstar. Datos de diciembre de 2014, de acuerdo a los informes SPIVA de fines de 2014 para Australia, Canadá, Europa, Japón, India, América Latina, Sudáfrica y Estados Unidos. Esta tabla posee un fin ilustrativo. Rendimientos pasados no garantizan resultados en el futuro. No es posible invertir directamente en un índice. Los rendimientos de un índice no reflejan los gastos que un inversionista tendría que pagar para alcanzarlos.

En cuanto a los fondos de renta variable internacional, los administradores de activos no lograron superar a sus respectivos benchmarks y presentaron un bajo nivel de rendimientos ponderados por activos en gran parte de las categorías a lo largo del mismo periodo. Por lejos el peor desempeño se registró en las categorías de fondos de Estados Unidos, en que los administradores en Canadá, Europa y Japón tuvieron rendimientos inferiores a sus benchmarks por 4.90% anual en promedio; y 96.03% de los fondos no consiguió sobrepasar a su benchmark (ver figura 6). Estas cifras fueron indudablemente más bajas que aquellas alcanzadas por los administradores de fondos de renta variable nacional en Estados Unidos, lo cual puede indicar que los administradores nacionales tuvieron un mejor desempeño que los extranjeros en cuanto a la selección de acciones estadounidenses.

Los fondos de renta variable internacional y mundial registraron un rendimiento, por año y en promedio, inferior a su benchmark por 2.85% y 1.55%, respectivamente. Adicionalmente, 90.62% y 80.95% de los fondos no logró superar a su benchmark. En general, los fondos internacionales y mundiales en Estados Unidos presentaron un mejor desempeño relativo que aquellos domiciliados en otros mercados y, a pesar de que 62.5% de los fondos de renta variable internacional en Estados Unidos registró resultados inferiores a sus benchmarks, sus rendimientos ponderados por activos sí lograron sobrepasarlos por un valor de 0.51% por año.

En todas las categorías de fondos de renta variable extranjeros, los fondos de mercados emergentes tuvieron el mejor desempeño y la menor proporción de fondos con rendimientos inferiores a sus benchmarks, además de alcanzar mayores excedentes de rentabilidad. Esto podría indicar que la

asignación de activos y la selección de acciones ofrecen resultados un tanto mejores en los mercados emergentes menos eficientes que en los mercados desarrollados.

Figura 6: porcentaje de fondos activos extranjeros con rendimiento inferior a su benchmark, rendimientos ponderados por activos y rendimientos de benchmarks en diferentes mercados

Mercado	Benchmark	Fondos con rendimientos inferiores a sus benchmarks en cinco años (% por año)	Rendimientos ponderados por activos en cinco años (% por año)	Rendimiento de benchmarks en cinco años (% per Year)	Excedente de rentaiblidad de los fondos (% por año)
Renta variable de Estados Unidos					
Canadá	S&P 500 (CAD)	97.10	13.56	17.78	-4.22
Europa (EUR)	S&P 500 (EUR)	98.47	15.53	19.46	-3.93
Europa (GBP)	S&P 500 (GBP)	94.41	13.68	16.27	-2.59
Japón	S&P 500 (JPY)	94.12	12.59	21.45	-8.86
Promedio		96.03	-	-	-4.90
Renta variable mundial					
EE. UU.	S&P Global 1200 (USD)	75.46	9.38	10.49	-1.11
Canadá	S&P Developed LargeMidCap (CAD)	97.17	9.15	12.89	-3.74
Europa (EUR)	S&P Global 1200 (EUR)	97.17	10.08	14.27	-4.19
Europa (GBP)	S&P Global 1200 (GBP)	90.36	9.59	11.28	-1.69
Japón	S&P Global 1200 (JPY)	86.90	12.05	16.21	-4.16
Sudáfric a	S&P Global 1200 (SAR)	96.67	18.73	20.92	-2.19
Promedio		90.62	-	-	-2.85
Renta variable internacional					
EE. UU.	S&P 700 (USD)	62.54	5.91	5.40	0.51
Canadá	S&P EPAC LargeMidCap (CAD)	86.84	5.21	7.96	-2.75
Australia	S&P Developed Ex-Australia LargeMidCap (AUD)	86.09	11.18	12.98	-1.80
Japón	S&P Global 1200 Ex Japan (JPY)	88.33	14.50	16.65	-2.15
Promedio		80.95	-	-	-1.55
Renta variable de mercados emergentes					
EE. UU	S&P/IFCI (USD)	72.19	3.16	2.69	0.47
Europa (EUR)	S&P/IFCI (EUR)	90.71	4.26	6.24	-1.98
Europa (GBP)	S&P/IFCI (GBP)	72.50	4.26	3.40	0.86
Japón	S&P Emerging BMI (JPY)	61.40	6.65	7.67	-1.02
Promedio		74.20	-	-	-0.42

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, con base en información de Morningstar. Datos de diciembre de 2014, de acuerdo a los informes SPIVA de fines de 2014 para Australia, Canadá, Europa, Japón, India, América Latina, Sudáfrica y Estados Unidos. Esta tabla posee un fin ilustrativo. Rendimientos pasados no garantizan resultados en el futuro. No es posible invertir directamente en un índice. Los rendimientos de un índice no reflejan los gastos que un inversionista tendría que pagar para alcanzarlos.

2.2 Evaluando el desempeño de fondos según diferentes estilos de inversión

Con respecto a los fondos de renta variable nacional de alta capitalización, un número importante de fondos en Estados Unidos, Canadá, Europa, Australia y Brasil, presentó resultados inferiores a su benchmark a lo largo de un periodo de cinco años anterior a diciembre de 2014. Esto establece un severo contraste con los fondos en Japón e India, donde el desempeño de los fondos activos fue más favorable, a pesar de que más de la mitad no superó a su benchmark (ver figura 7). En cuanto a los rendimientos ponderados por activos, India tuvo los mejores resultados, seguida de Japón, Europa y Australia. Esto podría indicar que los gestores activos que utilizaron una base de activos de mayor tamaño fueron más hábiles para seleccionar acciones o lograron rendir de manera más eficiente en los mercados mencionados, por lo que generaron rendimientos sin comisiones más altos.

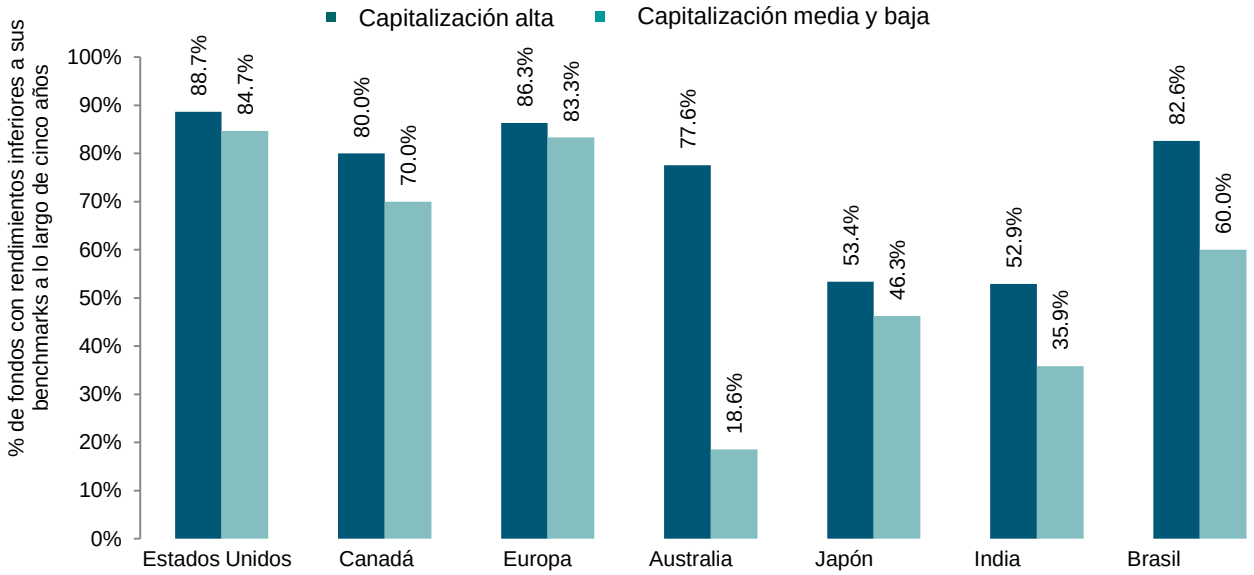
En el caso de los resultados de las figuras 7 y 8, la observación más interesante es que a pesar de que solo 13.6% de los fondos superaron a su benchmark, el excedente de rentabilidad ponderado por activos en Europa fue positivo y se situó en 0.46% anual a lo largo del periodo de cinco años anterior a diciembre de 2014. Un resultado similar se registró en Australia, donde se generó un excedente de rentabilidad de 0.16%, a pesar de que solo 22.44% de los fondos superó a su benchmark.

En cuanto a los fondos de empresas de capitalización alta, los resultados en el caso de fondos de capitalización media y baja lucen un tanto diferentes. Australia tuvo el mejor desempeño, ya que 81.4% de los fondos activos sobrepasó a su benchmark. India y Japón fueron los únicos otros países donde la mayoría de los administradores de fondos activos superó a su benchmark. El resto de los países analizados se caracterizaron por presentar una cantidad significativa de administradores que no lograron superar a benchmarks relevantes.

Si comparamos esta situación con los excedentes de rentabilidad generados en cada región, podemos observar un patrón similar. Australia, India y Japón fueron los únicos países que registraron excedentes importantes. A lo largo del periodo analizado, Canadá alcanzó un excedente de rentabilidad positivo de 0.32% anual, a pesar de que solo 30% de los fondos superó a su benchmark.

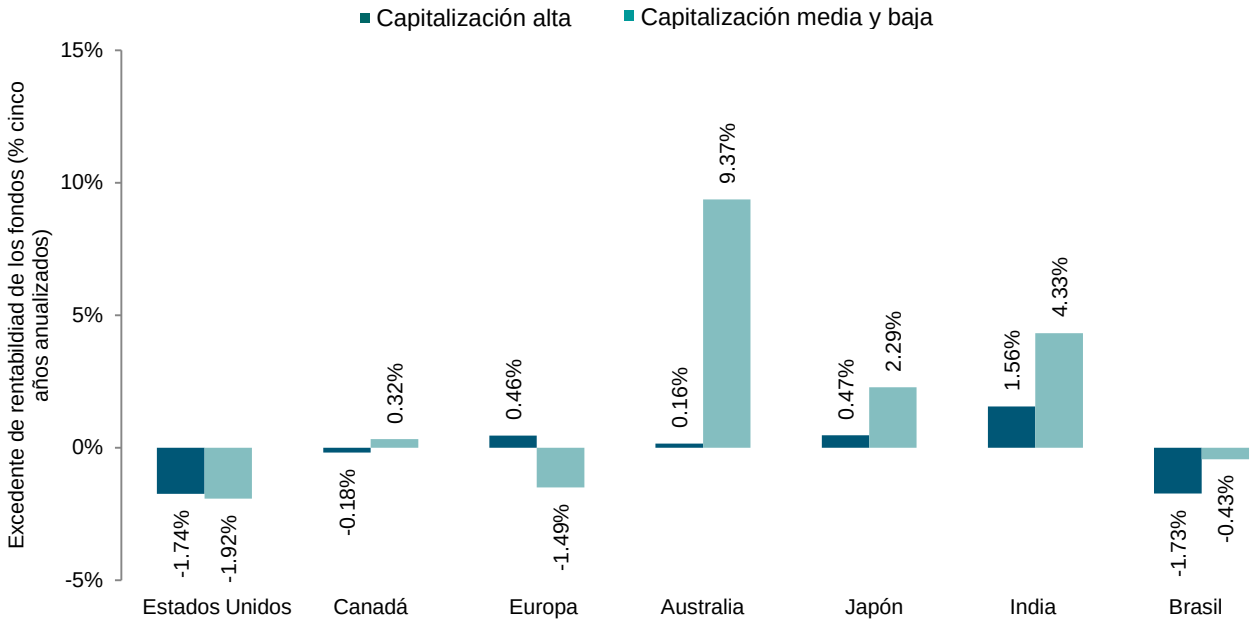
En resumen, aparentemente es difícil generar alfa en el segmento de fondos de capitalización alta, ya que la mayoría de los fondos presenta rendimientos inferiores a su benchmark y en el caso de aquellas regiones donde los administradores lograron alcanzar un excedente de rentabilidad positivo, este fue marginal. Por otro lado, parece haber cierto nivel de rendimientos superiores a benchmarks en el segmento de capitalización media y baja, especialmente en Australia, Japón e India; sin embargo, los resultados no son consistentes en todo el estudio.

Figura 7: porcentaje de fondos activos nacionales con rendimientos inferiores en las categorías de capitalización alta, media y baja



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, con base en información de Morningstar. Datos de diciembre de 2014, de acuerdo a los informes SPIVA de fines de 2014 para Australia, Canadá, Europa, Japón, India, América Latina, Sudáfrica y Estados Unidos. Esta tabla posee un fin ilustrativo. Rendimientos pasados no garantizan resultados en el futuro. No es posible invertir directamente en un índice. Los rendimientos de un índice no reflejan los gastos que un inversionista tendría que pagar para alcanzarlos.

Figura 8: excedentes de rentabilidad de fondos activos nacionales en las categorías de capitalización alta, media y baja, en comparación con sus benchmarks



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, con base en información de Morningstar. Datos de diciembre de 2014, de acuerdo a los informes SPIVA de fines de 2014 para Australia, Canadá, Europa, Japón, India, América Latina, Sudáfrica y Estados Unidos. Esta tabla posee un fin ilustrativo. Rendimientos pasados no garantizan resultados en el futuro. No es posible invertir directamente en un índice. Los rendimientoss de un índice no reflejan los gastos que un inversionista tendría que pagar para alcanzarlos.

3.0 ¿EL TAMAÑO DE LOS FONDOS AFECTA SU DESEMPEÑO? COMPARACIÓN ENTRE RENDIMIENTOS PONDERADOS EQUITATIVAMENTE Y POR ACTIVOS

Los estudios de desempeño son generalmente llevados a cabo con base en la ponderación equitativa de rendimientos de los fondos estudiados, y si bien la ponderación equitativa es una buena medida del desempeño del inversionista promedio, la ponderación por activos representa el desempeño del dólar invertido promedio y, por ende, puede decirse que refleja de mejor manera la verdadera experiencia del inversionista a lo largo de un periodo específico. En los informes SPIVA, ambas cifras son publicadas a fin de permitir que el inversionista comprenda tanto el desempeño del administrador promedio como el desempeño del dólar promedio en el caso de una determinada categoría de fondos.

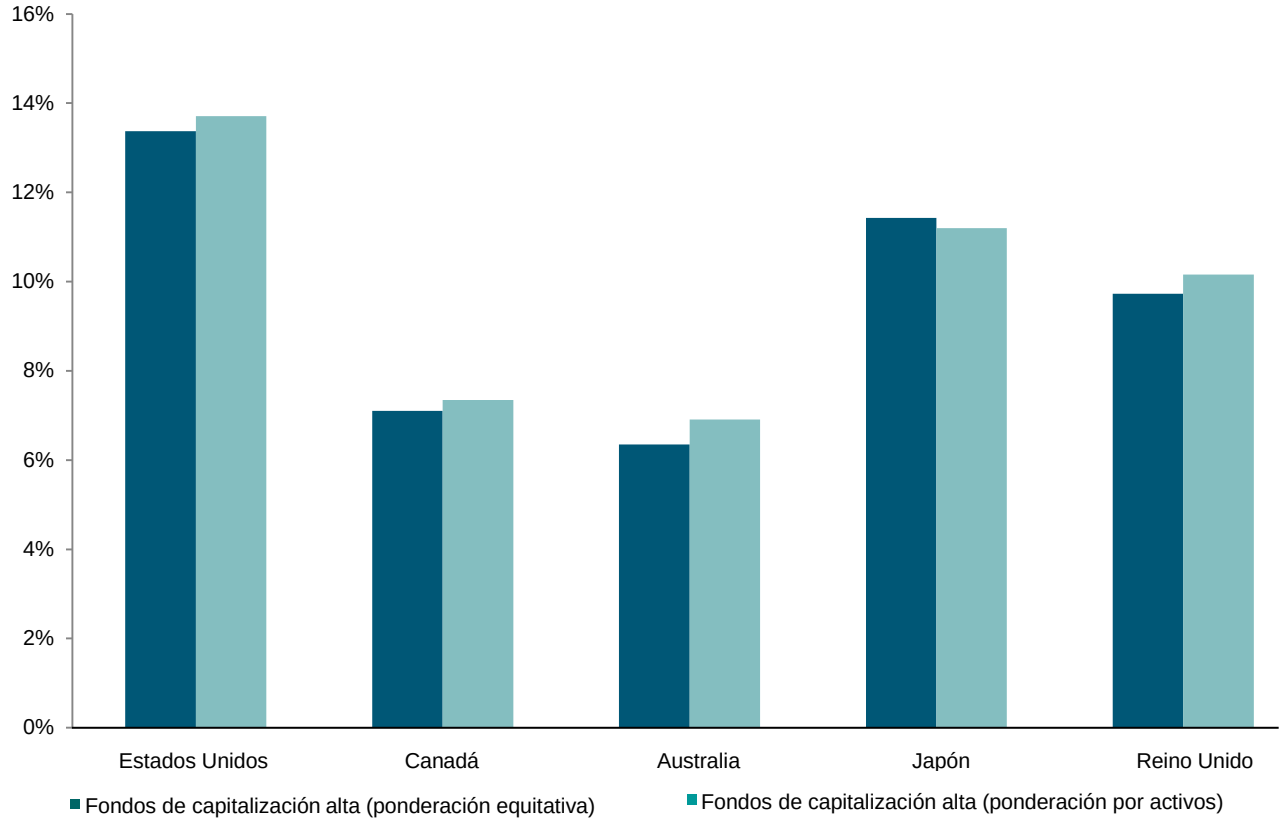
Desde una perspectiva diferente, los rendimientos ponderados equitativamente y por activos también pueden servir como una forma de evaluar si es que los activos administrados inciden de alguna forma en el desempeño general de los fondos. El sentido común indica que los rendimientos promedio ponderados por activos deberían ser más altos que los rendimientos promedio ponderados equitativamente, ya que aquellos fondos con activos de mayor valor deberían obtener beneficios en consonancia con las economías de escala, en contraste con fondos de menor tamaño. Esto debería a su vez permitirles registrar mayores rendimientos para los inversionistas finales si se mantienen las mismas condiciones. En cambio, cuando los rendimientos promedio ponderados equitativamente son más altos que los rendimientos promedio ponderados por activos, significa que los fondos de menor tamaño han tenido un mejor desempeño que los fondos de mayor tamaño y, dependiendo de la región geográfica y la clase de activos, los rendimientos ponderados equitativamente y por activos pueden presentar grandes diferencias. Hemos buscado resaltar esta situación por medio de nuestro análisis del desempeño de cinco economías desarrolladas, específicamente, Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Japón y Australia.

En cuanto a las categorías de fondos de capitalización alta o de renta variable general, los resultados que aparecen en la figura 9 muestran que el monto de activos administrados aparentemente sí tiene importancia. Los rendimientos ponderados por activos fueron más altos que los rendimientos ponderados equitativamente en el caso de cuatro de los cinco mercados estudiados a lo largo de cinco años (con término en diciembre de 2014), con la única excepción de Japón. De igual forma, cabe destacar que los rendimientos ponderados por activos son consistentemente más bajos en Japón, independientemente del horizonte de inversión considerado en el análisis. En resumen, la diferencia en desempeño que existe entre ambos esquemas de ponderación se sitúa en torno a 0.25%-0.56% por año.

En relación a los fondos de capitalización baja, los resultados son un poco más variados. Mientras que los rendimientos fueron más altos en el caso de fondos de capitalización baja en Estados Unidos, Australia y Reino Unido; fueron más bajos en Japón y Canadá. Otra observación importante es que la diferencia entre los rendimientos ponderados equitativamente y los rendimientos ponderados por activos es irrelevante (aproximadamente 0.3% por año) en la mayoría de los casos, con excepción del Reino Unido, donde esta diferencia fue amplia y tuvo un promedio de 1.53% por año. Esto podría indicar que el tamaño de los fondos juega un papel muy importante en la industria de fondos de capitalización baja en el Reino Unido. Para un inversionista británico promedio, seleccionar un fondo con una base de activos más amplia podría redundar en considerables rendimientos acumulados adicionales de 7.60% a lo largo de cinco años, periodo en que las acciones de capitalización baja han estado entre las clases de activos con mejor desempeño (ver figura 10). Este hallazgo es coherente

con el estudio de Otten y Reijnders (2012)[5], quienes verificaron que, en el caso del Reino Unido, los fondos de capitalización baja de mayor tamaño tienden a registrar mejores resultados que los de menor tamaño. Los autores concluyeron que las economías de escala probablemente jugaron un papel importante en esta situación y que los fondos de baja capitalización de Reino Unido podrían aumentar de tamaño, puesto que es probable que no hayan alcanzado su tamaño óptimo.

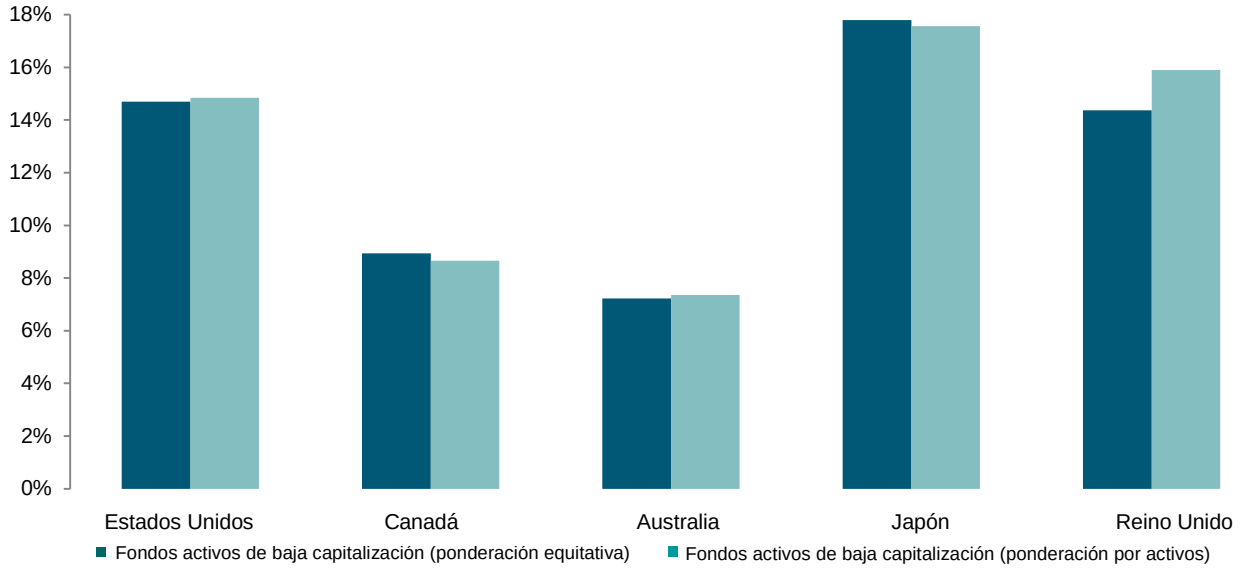
Figura 9: comparación entre rendimientos ponderados equitativamente y por activos de fondos de capitalización alta



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, con base en información de Morningstar. Datos de diciembre de 2014, de acuerdo a los informes SPIVA de fines del año 2014 para Estados Unidos, Canadá, Europa, Japón, y Australia. Este gráfico posee un fin ilustrativo. Rendimientos pasados no garantizan resultados en el futuro.

[5] Fuente: Otten y Reijnders (2012), *The Performance of Small Cap Mutual Funds: Evidence for the U.K.*, Universidad de Maastricht.

Figura 10: comparación entre rendimientos ponderados equitativamente y ponderados por activos de fondos de capitalización baja



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, con base en información de Morningstar. Datos de diciembre de 2014, de acuerdo a los informes SPIVA de fines de 2014 para Estados Unidos, Canadá, Europa, Japón y Australia. Este gráfico posee un fin ilustrativo. Rendimientos pasados no garantizan resultados en el futuro.

Figura 11: diferenciales de desempeño de rendimientos ponderados equitativamente y por activos

	Estados Unidos	Canadá	Australia	Japón	Reino Unido
Diferencia absoluta por año (capitalización alta) (%)	0.34	0.25	0.56	0.23	0.43
Diferencia absoluta por año (capitalización baja) (%)	0.14	0.28	0.14	0.23	1.53

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, con base en información de Morningstar. Datos de diciembre de 2014, de acuerdo a los informes SPIVA de fines de 2014 para Estados Unidos, Canadá, Europa, Japón y Australia. Esta tabla posee un fin ilustrativo. Rendimientos pasados no garantizan resultados en el futuro.

4.0 CONCLUSIONES

Desde la primera publicación del informe SPIVA para Estados Unidos, S&P Dow Jones Indices ha continuado extendiendo su cobertura a otras regiones y países con el objetivo de registrar el desarrollo del debate entre gestión activa y pasiva, el cual sigue en marcha. En el presente documento, hemos verificado que las comisiones que los inversionistas deben pagar varían dependiendo del domicilio del fondo activo, y el efecto combinado de esta situación puede tener un impacto considerable sobre los rendimientos acumulados.

Observando diferentes países, encontramos evidencia de que el desempeño de los administradores de mercados desarrollados en relación a sus benchmarks es mejor que el rendimiento de administradores de mercados emergentes en la muestra analizada, aunque no se trata de una tendencia consistente en todo el estudio. En cuanto al estilo de inversión, notamos que tanto India como Japón registraron los mayores niveles de rendimiento superior a sus benchmarks en las categorías de capitalización alta, media y baja.

Finalmente, observamos que la cantidad de activos administrados fue importante en la definición del éxito de un fondo de alta capitalización. Japón fue la notable excepción entre los países estudiados. En el caso de los fondos de capitalización baja, los resultados fueron más variados, pero el tamaño de los fondos cobró importancia en el Reino Unido.

SOBRE S&P DOW JONES INDICES

S&P Dow Jones Indices LLC, una subsidiaria de S&P Global, es el mayor centro de recursos mundial de ideas, datos e investigación basadas en índices. Es, además, la cuna de emblemáticos indicadores del mercado financiero, como el S&P 500® y el Dow Jones Industrial Average™. S&P Dow Jones Indices LLC posee más de 115 años de experiencia en la creación de soluciones innovadoras y transparentes que satisfagan las necesidades de pequeños y grandes inversionistas. Existen más activos invertidos en productos vinculados a nuestros índices que en los productos de cualquier otro proveedor en el mundo. S&P Dow Jones Indices LLC, que cuenta con más de 1 millón de índices que abarcan una amplia gama de clases de activos en todo el mundo, define la manera en que los inversionistas miden los mercados y participan de ellos. Para saber más sobre nuestra compañía, por favor visite www.spdji.com.

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

© S&P Dow Jones Indices LLC, una subsidiaria de S&P Global, 2016. Todos los derechos reservados. Standard & Poor's® y S&P® son marcas comerciales registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC, una subsidiaria de S&P Global ("S&P"). Dow Jones® es una marca comercial registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). El uso de las marcas comerciales se ha otorgado bajo licencia a S&P Dow Jones Indices LLC. Se prohíbe la redistribución, reproducción y/o fotocopiado en todo o en parte sin autorización previa por escrito. Este documento no constituye una oferta de servicios en aquellas jurisdicciones donde S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P o sus respectivas filiales (en conjunto "S&P Dow Jones Indices") no cuenten con las autorizaciones necesarias. Toda la información proporcionada por S&P Dow Jones Indices es impersonal y no está adaptada a las necesidades de ninguna persona, entidad o grupo de personas. S&P Dow Jones Indices recibe retribución relacionada con el otorgamiento de licencias de sus índices a terceros. El rendimiento pasado de un índice no es garantía de resultados futuros.

No es posible invertir directamente en un índice. La exposición a una clase de activos representada por un índice está disponible por medio de instrumentos de inversión basados en ese índice. S&P Dow Jones Indices no patrocina, avala, vende, promueve o administra ningún fondo de inversión ni otros vehículos de inversión que ofrezcan terceras partes y que busquen proporcionar un rendimiento sobre la inversión basado en el comportamiento de cualquier índice. S&P Dow Jones Indices no garantiza que los productos de inversión basados en el índice seguirán con exactitud el desempeño del índice o proporcionarán rendimientos positivos sobre la inversión. S&P Dow Jones Indices LLC no es asesor de inversiones y S&P Dow Jones Indices LLC no hace ninguna declaración relacionada con la conveniencia de invertir en ninguno de tales fondos de inversión u otros vehículos de inversión. La decisión de invertir en alguno de tales fondos de inversión u otro vehículo de inversión no debe tomarse con base en ninguna de las declaraciones que contiene este documento. Se recomienda a los posibles inversionistas realizar una inversión en cualquier fondo de inversión o cualquier otro vehículo de inversión solo después de considerar cuidadosamente los riesgos relacionados con invertir en dichos fondos, tal como se detalla en el memorando de oferta o documento similar que se prepare por o a nombre del emisor del fondo de inversión u otro vehículo de inversión. La inclusión de un valor en un índice no es una recomendación de S&P Dow Jones Indices de comprar, vender o conservar dicho valor y tampoco debe considerarse como asesoramiento de inversión.

Estos materiales se han preparado exclusivamente con fines informativos con base en información generalmente disponible al público de fuentes que se consideran confiables. El contenido de estos materiales (incluidos los datos del índice, las calificaciones, análisis y datos crediticios, modelos, software u otra aplicación o producto de los mismos), ya sea en su totalidad o en parte (Contenido) no puede modificarse, ser objeto de ingeniería inversa, reproducirse o distribuirse de ninguna forma y por ningún medio, ni almacenarse en una base de datos o sistema de recuperación, sin la autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices. El Contenido no se utilizará para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P Dow Jones Indices y sus proveedores externos de datos y licenciantes (en conjunto "Partes de S&P Dow Jones Indices") no garantizan la precisión, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P Dow Jones Indices no incurrirán en ninguna responsabilidad por errores u omisiones, sea cual fuere su causa, por los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido.

El contenido se proporciona "tal cual". LAS PARTES DE S&P DOW JONES INDICES RECHAZAN TODAS Y CADA UNA DE LAS GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, LAS CUALES INCLUYEN A TÍTULO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITATIVO, LAS GARANTÍAS DE MERCANTIBILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN O USO ESPECÍFICO, O LAS GARANTÍAS REFERENTES A QUE EL CONTENIDO NO CONTIENE FALLAS, ERRORES O DEFECTOS DE SOFTWARE, QUE EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO SERÁ ININTERRUMPIDO O QUE EL CONTENIDO FUNCIONARÁ CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso las Partes de S&P Dow Jones Indices serán responsables ante nadie por daños directos, indirectos, incidentales, ejemplares, compensatorios, punitivos, especiales, o emergentes, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluidos a título enunciativo, pero no limitativo, las pérdidas de ingresos o utilidades y costos de oportunidad) en relación con cualquier uso del Contenido, incluso si se hubiere advertido de la posibilidad de dichos daños.

S&P Dow Jones Indices mantiene ciertas actividades de sus unidades de negocios separadas unas de otras con el fin de preservar la independencia y objetividad de sus actividades respectivas. En consecuencia, ciertas unidades de negocios de S&P Dow Jones Indices pueden contar con información que no está disponible para otras unidades de negocios. S&P Dow Jones Indices ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de cierta información que no es del dominio público y que se recibe en relación con cada proceso analítico.

Además, S&P Dow Jones Indices ofrece una amplia gama de servicios a, o en relación con muchas organizaciones, entre ellas emisores de valores, asesores de inversión, corredores e intermediarios, bancos de inversión, otras instituciones financieras e intermediarios financieros y, en consecuencia, puede recibir honorarios u otras prestaciones económicas de dichas organizaciones, que incluyen las organizaciones cuyos valores o servicios pueda recomendar, calificar, incluir en carteras modelo, evaluar o abordar de algún otro modo.

Este documento ha sido traducido al español únicamente por propósitos de conveniencia. Si existieran diferencias entre las versiones en inglés y español de este documento, prevalecerá la versión en inglés. La versión en inglés está publicada en www.spdji.com.