

## COLABORADORES

**Fei Mei Chan**

Director

Index Investment Strategy

[feimei.chan@spglobal.com](mailto:feimei.chan@spglobal.com)

**Craig J. Lazzara, CFA**

Managing Director

Index Investment Strategy

[craig.lazzara@spglobal.com](mailto:craig.lazzara@spglobal.com)

# Grados de dificultad: Indicadores de éxito en la gestión activa

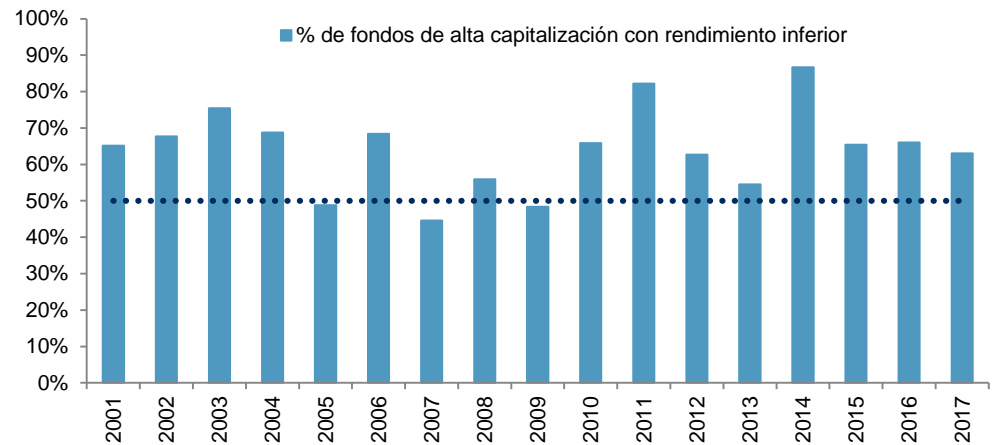
“Es mejor tener suerte. Pero yo prefiero ser exacto. Luego, cuando venga la suerte, estaré dispuesto”.

- Ernest Hemingway, *El viejo y el mar*

## RESUMEN

- Argumentos teóricos sólidos y una gran cantidad de datos empíricos respaldan la idea de que debemos esperar un rendimiento inferior al mercado de la mayoría de los administradores activos la mayor parte del tiempo. Sin embargo, *la mayor parte del tiempo no es todo el tiempo, y la mayoría de los administradores activos no son todos los administradores activos*. Por lo tanto, es razonable preguntarse si el desempeño de la gestión activa es como un sube y baja.
- Examinamos el desempeño de fondos en diferentes ambientes de mercado para comprobar si ciertas condiciones se correlacionan con un mejor desempeño de los administradores activos. Descubrimos que los administradores activos tuvieron mayores dificultades en períodos de baja dispersión, precios crecientes de las acciones y liderazgo del mercado por parte de acciones extremadamente grandes.
- A los administradores pareció no irles tan mal en años en que el factor baja volatilidad tuvo un desempeño inferior al mercado. Esto sugiere que los administradores, como grupo, presentan una tendencia a invertir más en acciones con baja volatilidad.

**Figura 1: La mayoría de los administradores activos no pudo superar su benchmark la mayor parte del tiempo**



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos de 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

## INTRODUCCIÓN: GESTIÓN ACTIVA VS. GESTIÓN PASIVA

El debate entre inversión activa y pasiva tiene una larga historia, pero en los últimos años se ha intensificado hasta transformarse en una de las principales preocupaciones de los inversionistas. Un resumen de los argumentos entregados por los defensores de la inversión pasiva incluye los siguientes:

- Investigación de Alfred Cowles de 1932 sobre el poder de predicción deslucido de los analistas de mercados bursátiles<sup>1</sup>
- La presentación del modelo de valoración de activos financieros (CAPM) por parte de William Sharpe en 1964<sup>2</sup> y la hipótesis del camino aleatorio (*random walk*) de Eugene Fama de 1965<sup>3</sup>, que proporcionan una base teórica a favor de poseer la cartera del mercado en lugar de depender de la selección activa de acciones
- Peticiones de Burton Malkiel (1973)<sup>4</sup> y Paul Samuelson (1974)<sup>5</sup> para que alguien lanzara un prototipo de fondo índice ponderado por capitalización

Sin embargo, a pesar de que los administradores activos *como grupo* no puedan superar su benchmark, nada dice que *individualmente* no puedan superarlo (o hacerlo de manera consistente).

<sup>1</sup> Alfred Cowles: “[Can Stock Market Forecasters Forecast?](#)” *Econometrica*, julio de 1933. Vol. 1, 3ª edición, p. 309-324. También consulte el artículo de Tim Edwards: “[Eighty-one years later...](#)”, 19 de diciembre de 2013.

<sup>2</sup> William F. Sharpe: “[Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk](#)”, *Journal of Finance*, septiembre de 1964, p. 425-42.

<sup>3</sup> Eugene Fama: “[Random Walks in Stock-Market Prices](#)”, *The Journal of Business*, 1965, Vol. 38, No. 1, p. 34-105.

<sup>4</sup> Burton G. Malkiel: “*A Random Walk Down Wall Street*”, primera edición, 1973, p. 226.

<sup>5</sup> Paul A. Samuelson: “[Challenge to Judgement](#)”, *Journal of Portfolio Management*, 1974.1.1: p. 17-19.

- El argumento de Charles Ellis (1975) de que la profesionalización del negocio de la gestión de inversiones hacía improbable un rendimiento superior constante<sup>6</sup>
- La demostración simple de Sharpe en 1991 de que “una vez deducidos los costos, el rendimiento de un dólar promedio administrado activamente será inferior al de un dólar promedio administrado pasivamente”.<sup>7</sup>

Además, numerosos observadores, entre los que se destaca nuestra propia compañía, han seguido los pasos de Cowles y han acumulado datos empíricos sobre el desempeño de los administradores activos.<sup>8</sup> **Los resultados confirman la teoría: la mayoría de los administradores activos no logra superar su benchmark la mayor parte del tiempo.**

Sin embargo, a pesar de que los administradores activos *como grupo* no puedan superar su benchmark, nada dice que *individualmente* no puedan superarlo (o hacerlo de manera consistente).<sup>9</sup> Incluso si esperamos un rendimiento inferior de más de la mitad de los administradores activos, la teoría no nos dice si el porcentaje será 51% u 81% del total. Por lo tanto, es razonable preguntarse si existen condiciones de mercado relativamente favorables (o, mejor dicho, relativamente menos desfavorables) para la gestión activa.

S&P Dow Jones Indices ha publicado su Scorecard SPIVA<sup>®</sup> (S&P Indices Versus Active) desde 2002 para el mercado estadounidense.<sup>10</sup> El período de 17 años para el que tenemos datos de SPIVA no ha sido fácil para la gestión activa: solo en tres de los 17 años, la mayoría de los administradores de alta capitalización de EE. UU. logró superar el desempeño del [S&P 500<sup>®</sup>](#) y 64% de los administradores en promedio no lo consiguió durante todo el período estudiado. La base de datos SPIVA nos proporciona un método para evaluar diferentes regímenes que podrían presentar mayores o menores grados de dificultad para los administradores activos. Examinaremos una gran cantidad de posibles variables en dos dimensiones:

- ¿Son los administradores activos como grupo más propensos a tener un desempeño superior al mercado (o menos propensos a tener un desempeño inferior)?

La base de datos SPIVA nos proporciona un método para evaluar diferentes regímenes que podrían presentar mayores o menores grados de dificultad para los administradores activos.

<sup>6</sup> Charles D. Ellis: “[The Loser’s Game](#)”, *Financial Analysts Journal*, julio/agosto de 1975.

<sup>7</sup> William F. Sharpe: “[The Arithmetic of Active Management](#)”, *Financial Analysts Journal*, enero/febrero de 1991.

<sup>8</sup> Consulte, solo por citar el ejemplo más reciente, Aye M. Soe y Ryan Poirier: “[SPIVA U.S. Scorecard](#)”, cierre de 2017.

<sup>9</sup> Aunque, en la práctica, es difícil conseguir un rendimiento superior constante. Consulte Aye M. Soe y Ryan Poirier: “[Does Past Performance Matter? The Persistence Scorecard](#)”, diciembre de 2017.

<sup>10</sup> Visite el sitio: <https://spindices.com/spiva/#/>.

- ¿Es probable que se amplíe la diferencia entre los administradores más y menos exitosos?

Todas nuestras conclusiones deben considerarse como orientaciones en lugar de definiciones. Diecisiete años de datos no es demasiado y debemos ser prudentes a la hora de sacar demasiadas conclusiones a partir de tan pocas observaciones.

## ¿CUÁNDO PODRÍA MEJORAR LA GESTIÓN ACTIVA?

“La capacidad poco vale sin la oportunidad”.

- Napoleón Bonaparte

### Dispersión

La dispersión es una medida del *diferencial de rendimiento* dentro de un índice. En un ambiente de dispersión elevada, existe un gran diferencial entre los rendimientos de los componentes, mientras que en un ambiente de baja dispersión, el diferencial es más modesto.<sup>11</sup> La dispersión no es solo un interés del mundo académico. Cuando la dispersión es elevada, por ejemplo, el valor gradual añadido (o perdido) por índices de factores es mucho mayor que en ambientes de baja dispersión.<sup>12</sup>

La dispersión es relevante para nuestro estudio porque los administradores activos comienzan en desventaja. Antes de que puedan generar valor para sus clientes, primero deben cubrir una serie de costos fijos (comisiones de administración, gastos de investigación, costos de transacciones, etc.). Luego de eso, cualquier rendimiento restante queda como valor agregado para el cliente. **En un ambiente de baja dispersión, es más difícil cubrir los costos fijos.** Por lo tanto, podríamos presentar dos hipótesis: (1) más administradores activos tendrán un desempeño inferior cuando la dispersión sea baja; y, (2) el diferencial entre los mejores y peores administradores aumentará a medida que crezca la dispersión.

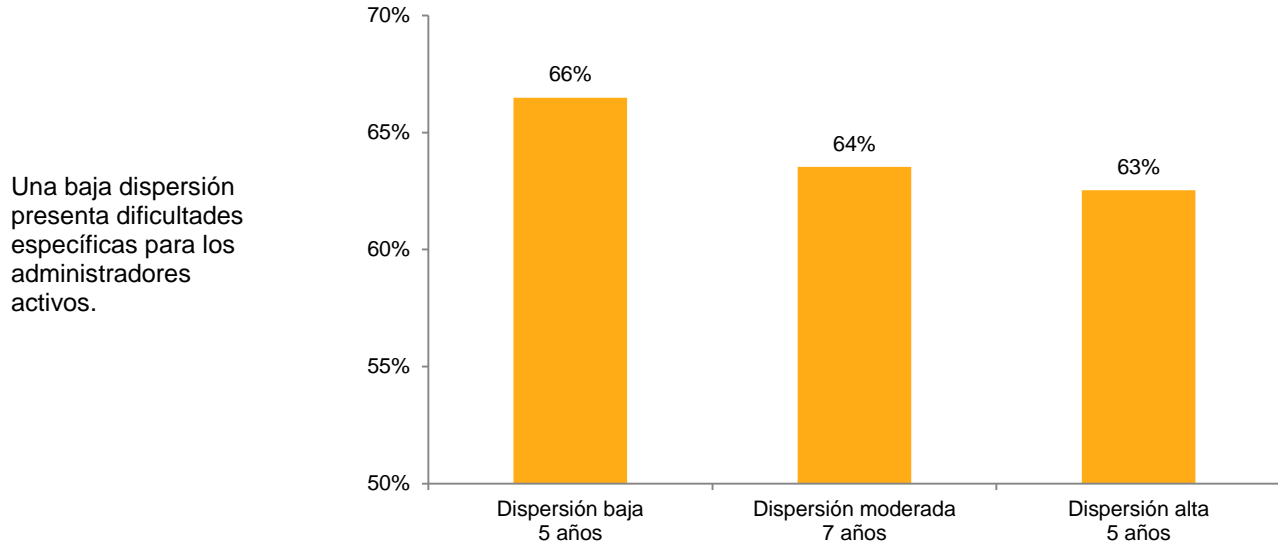
Los datos de SPIVA validan ambas hipótesis. Decidimos dividir las observaciones de los 17 años disponibles en tres categorías: los cinco años de menor dispersión, los siete años intermedios y los cinco años de mayor dispersión. La figura 2a confirma nuestra intuición de que una dispersión baja presenta dificultades específicas para los administradores activos. En los años de baja dispersión, 66% de los administradores

<sup>11</sup> Consulte el artículo de Tim Edwards y Craig J. Lazzara: “[Dispersion: Measuring Market Opportunity](#)”, diciembre de 2013 y “[The Landscape of Risk](#)”, diciembre de 2014.

<sup>12</sup> Fei Mei Chan y Craig J. Lazzara: “[Gauging Differential Returns](#)”, enero de 2014.

activos tuvo un rendimiento inferior al mercado, contra 64% y 63% en las categorías de dispersión moderada y elevada, respectivamente.<sup>13</sup>

**Figura 2a: Más administradores activos tuvieron un desempeño inferior en ambientes de baja dispersión**



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

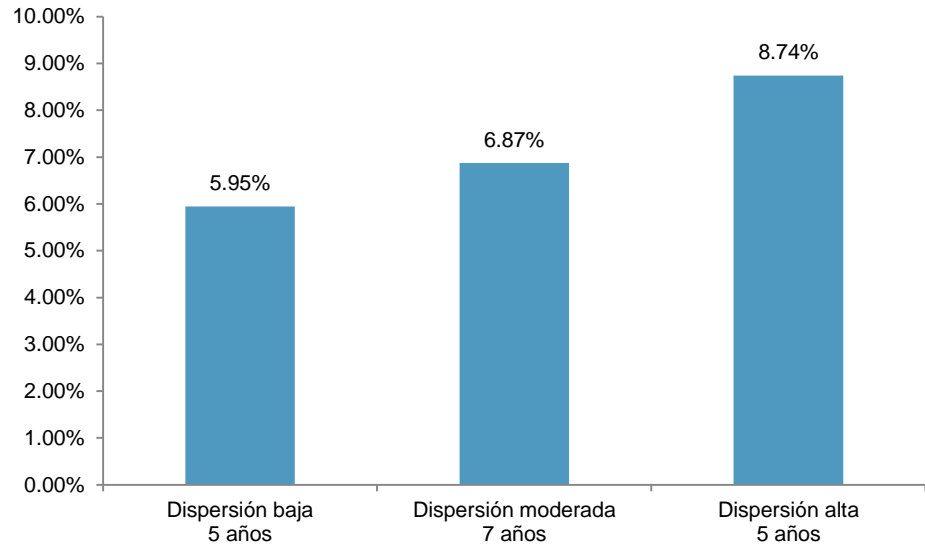
El patrón en la figura 2a se condice con nuestras expectativas. Un nivel bajo de dispersión aumenta las dificultades de los administradores activos, pero una dispersión elevada no ofrece un beneficio equivalente. La habilidad de un administrador se mantiene tal cual, sin importar el nivel de dispersión: una vez que los costos están cubiertos, no hay motivos para esperar que más administradores tengan un rendimiento superior.

Por otro lado, la figura 2b nos muestra que la brecha de desempeño entre administradores con mejor y peor rendimiento crece de manera constante a medida que aumenta la dispersión.<sup>14</sup> Esto es lo que esperábamos, dado nuestro conocimiento acerca de la dispersión.

<sup>13</sup> Esta es una comparación entre elementos equivalentes (o al menos relacionados entre sí). Medimos la dispersión utilizando el S&P 500 y evaluamos su efecto en los administradores activos de alta capitalización de EEUU.

<sup>14</sup> Específicamente, medimos la diferencia de desempeño por la brecha entre cuartiles en nuestra base de datos de administradores activos de alta capitalización, o la diferencia de distribución entre el los percentiles 25 y 75.

**Figura 2b: La brecha crece entre cuartiles de rendimiento superior e inferior a medida que aumenta la dispersión**



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

La correlación, o grado en que las acciones de un índice se mueven en conjunto, es mencionada frecuentemente (y en nuestra opinión, incorrectamente) como un elemento determinante del éxito de la gestión activa.

## Correlación

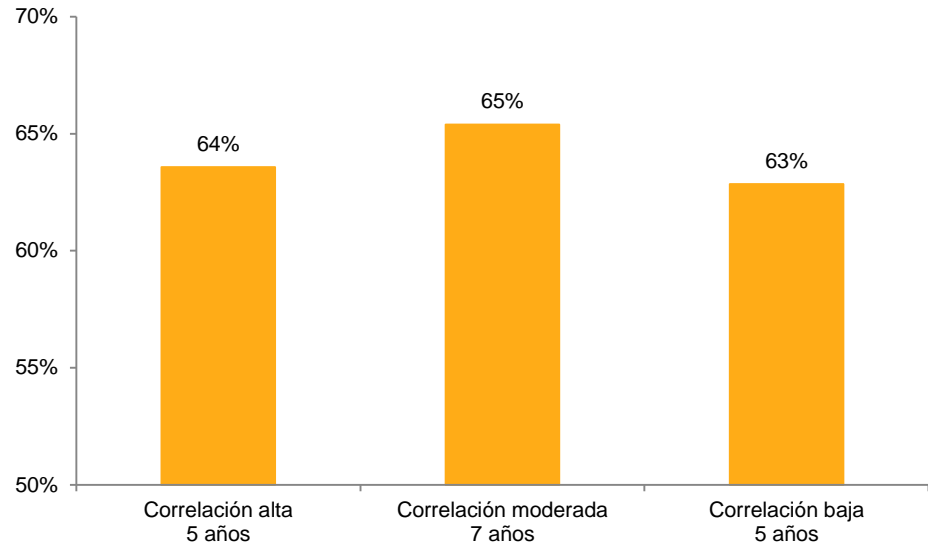
La correlación, o grado en que las acciones de un índice se mueven en conjunto, es mencionada frecuentemente (y en nuestra opinión, incorrectamente) como un elemento determinante del éxito de la gestión activa.<sup>15</sup> El argumento de quienes sostienen esta posición es que cuando el nivel de comovimiento es elevado, seleccionar acciones se vuelve más difícil, por lo que los analistas de acciones se benefician de una baja correlación. Durante mucho tiempo hemos sostenido<sup>16</sup> que la dispersión es mucho mejor indicador que la correlación y la base de datos SPIVA nos permite comprobar esta afirmación.

La figura 3a muestra que el porcentaje de administradores con rendimiento inferior al S&P 500 varía de manera insignificante a medida que cambia la correlación, en contraste con el impacto relativamente alto de una dispersión baja.

<sup>15</sup> Para conocer un ejemplo reciente, consulte la obra de Alap Shah: "[According To One Metric, This Could Be The Best Time For Stock-Picking In A Decade](#)", 11 de julio de 2017.

<sup>16</sup> Craig Lazzara: "[Dispersion and Correlation: Which is 'Better?'](#)", 30 de enero de 2014.

**Figura 3a: La correlación no tiene una influencia importante en el resultado del rendimiento de un administrador activo**

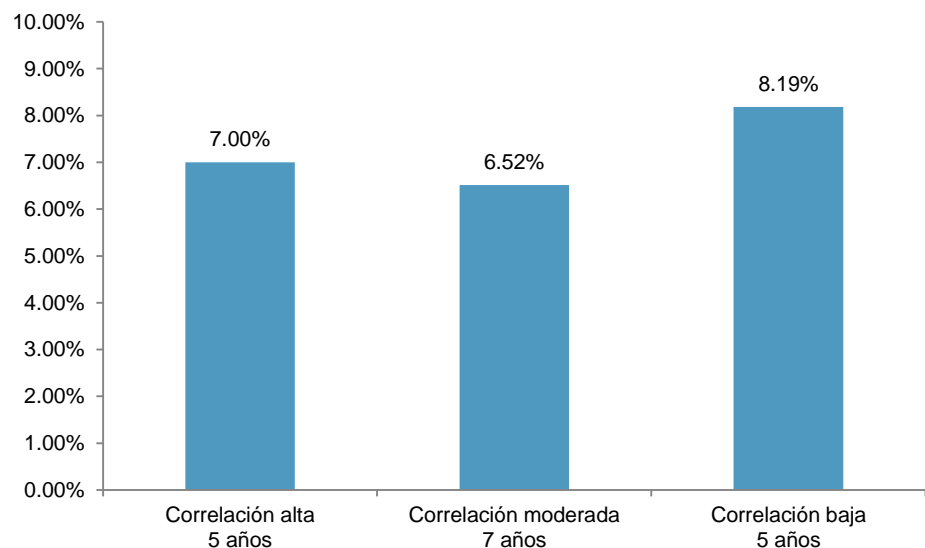


Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Una baja correlación produce un diferencial mayor al que se encuentra en períodos de correlación elevada, pero la relación no es constante y por lo tanto es menos convincente.

De manera similar, la figura 3b demuestra que existe un vínculo débil entre correlación y el diferencial de los administradores clasificados en la parte superior e inferior. Una baja correlación produce un diferencial mayor al que se encuentra en períodos de correlación elevada, pero la relación no es constante y por lo tanto es menos convincente.

**Figura 3b: La correlación presentó una relación débil con la diferencia entre los administradores clasificados en la parte superior e inferior**

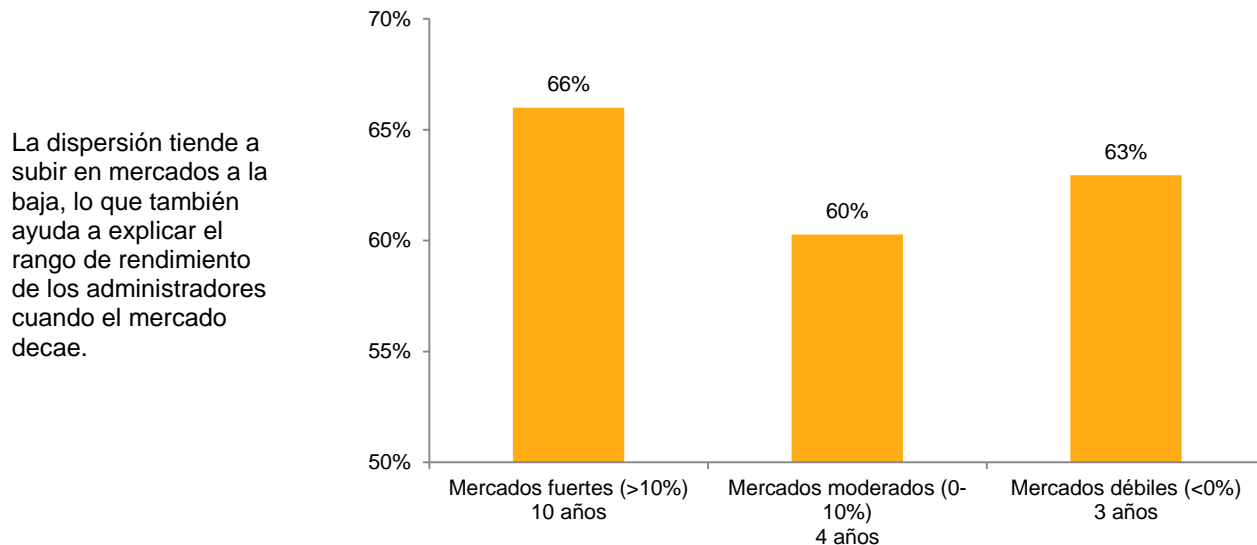


Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

## Dirección del mercado

Una caída en el mercado bursátil podría mejorar de forma plausible el rendimiento de los administradores activos. Si el mercado decae, los administradores activos pueden mantener efectivo y, por lo tanto, obtener una ventaja sobre un benchmark con la totalidad de sus fondos invertidos. La figura 4a parece reflejar esto, aunque en un grado menor y posiblemente inconsistente. Una menor cantidad de administradores activos obtienen resultados inferiores cuando el mercado decae (63%) en comparación a cuando sube con fuerza (66%). Sin embargo, el argumento sería más convincente si la relación entre el desempeño del administrador y la dirección del mercado fuera constante.

**Figura 4a: Menos administradores activos obtienen resultados inferiores en mercados moderados o a la baja, en comparación con mercados al alza**



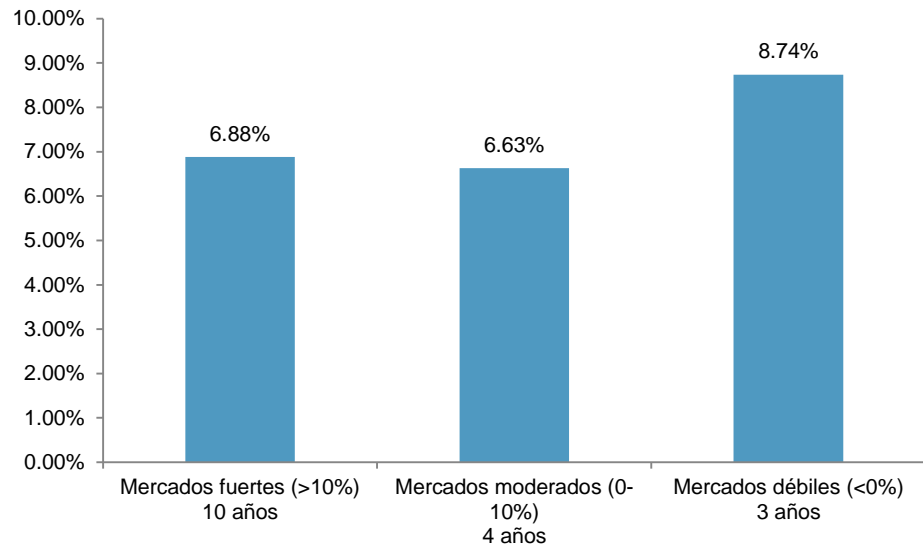
Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Aquellos administradores que manejan exitosamente sus niveles de efectivo en mercados en retroceso podrían tener una mayor ventaja sobre sus pares menos diestros. Esa es una posible interpretación de la figura 4b, que muestra que la diferencia de desempeño entre los rendimientos superiores e inferiores fue mayor en mercados a la baja. Sin embargo, es importante destacar que la dispersión tiende a subir en mercados a la baja, lo que también ayuda a explicar el rango de rendimiento de los administradores cuando el mercado decae.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Fei Mei Chan y Craig J. Lazzara: [“The Best Offense: When Defensive Strategies Win”](#), marzo de 2015.



**Figura 4b: La brecha fue mayor entre los cuartiles de rendimiento superior e inferior en los mercados con peor rendimiento**



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

### Influencia de las empresas *mega cap*

En períodos en que las empresas de megacapitalización dominan el mercado, la gestión activa enfrentará mayores dificultades.

Como la mayoría de los índices ponderados por capitalización, el S&P 500 está inclinado hacia sus mayores componentes.<sup>18</sup> Para efectos de este artículo, definimos una acción de “megacapitalización” como aquella que representa más de 1% de la ponderación total del S&P 500. A 31 de diciembre de 2017, había 15 acciones de este tipo, que abarcaban 25% de la capitalización del índice, situación bastante típica en los años para los que tenemos datos de SPIVA.<sup>19</sup>

Los fondos de gestión activa tienden a estar más cerca de una ponderación equitativa que de una por capitalización en la construcción de su cartera de inversiones.<sup>20</sup> Esto significa que, manteniendo las demás condiciones, **es prácticamente seguro que una acción que no es *mega cap* estará considerablemente sobreponderada.** Por otro lado, en el caso de una acción de megacapitalización, la sobreponderación generalmente será menor y es completamente posible que aparezca en una cartera activa mientras esté subponderada.<sup>21</sup>

<sup>18</sup> A 31 de diciembre de 2017, la capitalización media de los componentes del S&P 500 era de 176 mil millones de dólares. Solo 24 acciones eran así de grandes.

<sup>19</sup> Desde 1991 hasta 2017 hubo, en promedio, 17 acciones de megacapitalización, las que totalizaban 28% del S&P 500.

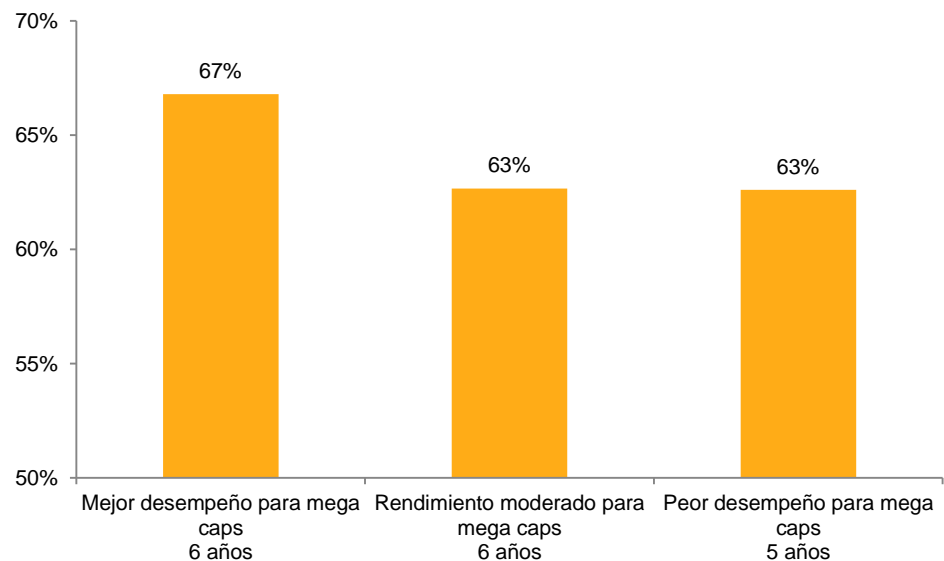
<sup>20</sup> Anu Ganti: “[Mutual Fund Portfolios: Equal Weight or Cap Weight?](#)”, 27 de julio de 2017.

<sup>21</sup> Uno de los autores tiene la edad suficiente para recordar cuando IBM, en aquellos tiempos en que era la mayor empresa del S&P 500, representaba 6% del valor del índice. La acción formaba parte de muchas carteras institucionales y prácticamente nunca con una ponderación superior a 6%.

Si las acciones de menor tamaño son altamente propensas a ser sobreponderadas en carteras activas, entonces se deduce que cuando estas superan el rendimiento de las *mega caps*, el desempeño de los administradores activos podría mejorar. Por el contrario, en períodos en que las empresas de megacapitalización dominan el mercado, la gestión activa enfrentará mayores dificultades. La figura 5a confirma esta hipótesis: un número mayor de administradores tuvo un rendimiento inferior cuando las empresas de megacapitalización tuvieron un desempeño superior, lo que sugiere que, como grupo, los administradores activos subponderan las acciones de mayor tamaño.

**Figura 5a: Menos administradores activos obtienen resultados inferiores cuando las acciones *mega cap* tienen un desempeño inferior a empresas de menor tamaño**

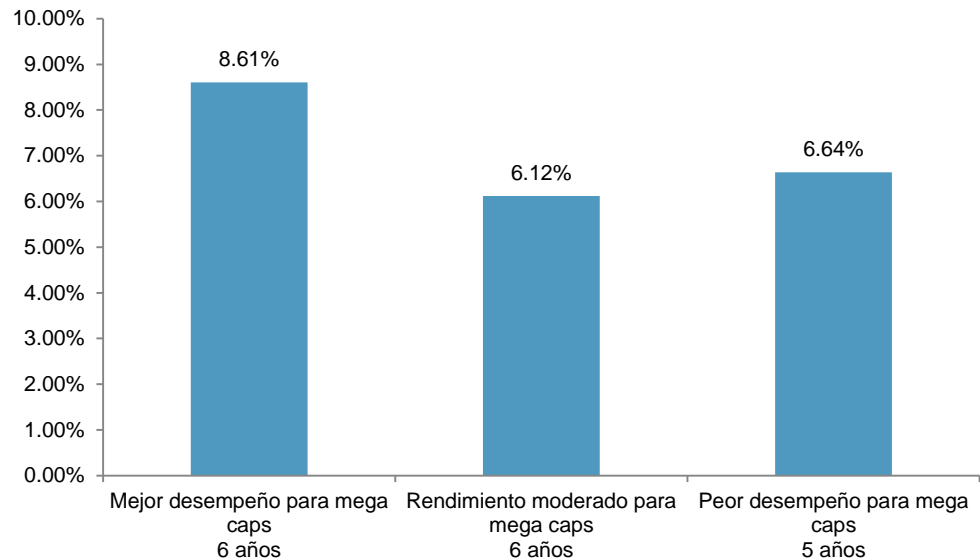
Un número mayor de administradores tuvo un rendimiento inferior cuando las empresas de megacapitalización tuvieron un desempeño superior, lo que sugiere que, como grupo, los administradores activos subponderan las acciones de mayor tamaño.



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Por otro lado, la menor parte de los administradores que otorgan una ponderación mayor a acciones *mega cap* podrían beneficiarse desproporcionadamente cuando estas acciones tengan un rendimiento superior. Es posible apreciar esta situación en la figura 5b: el diferencial entre los administradores de los cuartiles superior e inferior alcanza su punto máximo cuando las empresas más grandes lideran el mercado.

**Figura 5b: La brecha entre los cuartiles fue mayor cuando los componentes con una ponderación mayor a 1% tuvieron buen rendimiento**



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

### Factorización de los factores

También analizamos los resultados de los administradores desde la perspectiva del desempeño de factores. Nos interesaba el rendimiento de cinco factores, los que capturamos teniendo como referencia el rendimiento relativo de cinco índices.

- **Tamaño.** Cuando el [S&P 500 Equal Weight Index](#)<sup>22</sup> supera al S&P 500 (ponderado por capitalización de mercado), es porque las empresas de menor tamaño están superando a las más grandes.<sup>23</sup> (Esta es una afirmación general; nuestro análisis de acciones *mega cap* es un ejemplo más específico del mismo fenómeno).
- **Valor.** Comprobamos si el factor valor era bien recibido o no midiendo los rendimientos relativos del [S&P 500 Enhanced Value Index](#).<sup>24</sup>
- **Baja volatilidad.** El [S&P 500 Low Volatility Index](#)<sup>25</sup> nos dice si las acciones menos volátiles del índice están liderando el mercado.

La base de datos SPIVA sugiere que los administradores activos no presentaron una tendencia particularmente fuerte a ningún factor específico, excepto a la baja volatilidad.

<sup>22</sup> El índice incluye los mismos componentes que su versión ponderada por capitalización de mercado. No obstante, cada empresa miembro del S&P 500 Equal Weight Index recibe una ponderación de 0.2%. Para más detalles, consulte la [metodología completa del índice](#).

<sup>23</sup> Consulte el artículo de Tim Edwards y Craig J. Lazzara: "[Equal-Weight Benchmarking: Raising the Monkey Bars](#)", mayo de 2014.

<sup>24</sup> El índice busca medir el rendimiento de los componentes del S&P 500 con mayor devaluación. Las valuaciones se miden usando la relación valor-precio, la relación ganancias-precio y la relación ventas-precio. Para más detalles, consulte la [metodología completa del índice](#).

<sup>25</sup> El índice busca seguir el desempeño de las acciones menos volátiles del S&P 500, según su desviación estándar histórica. Para más detalles, consulte la [metodología completa del índice](#).

- **Momentum.** El [S&P 500 Momentum Index](#)<sup>26</sup> nos permite juzgar el desempeño del factor momentum.
- **Calidad.** Medimos el desempeño de las acciones de alta calidad por medio del [S&P 500 Quality Index](#).<sup>27</sup>

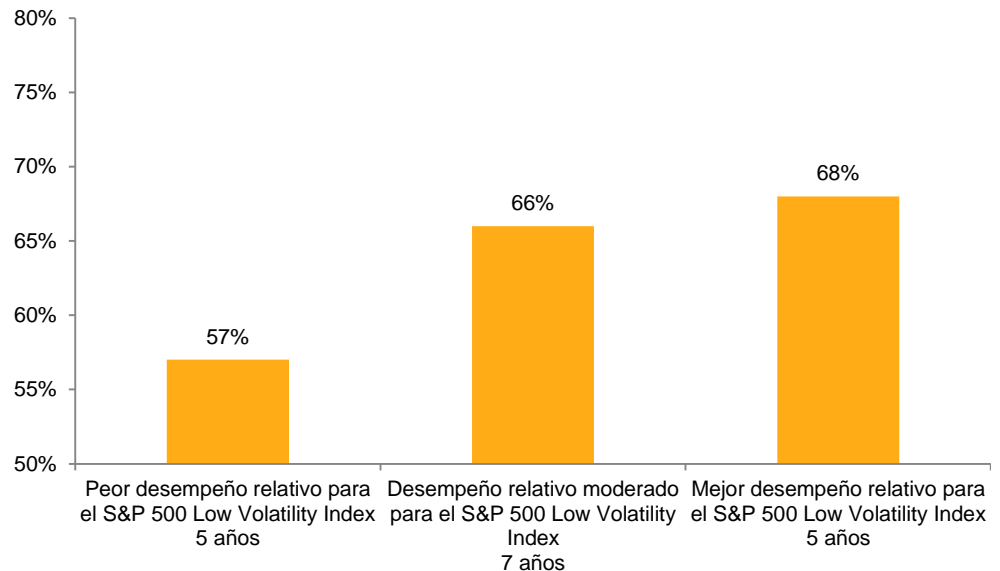
Examinamos el desempeño de los administradores en función del rendimiento relativo de cada uno de los cinco factores. La mayoría de los resultados no fueron relevantes, lo que sugiere que los administradores activos en nuestra base de datos SPIVA no tuvieron una tendencia particularmente fuerte a algún factor específico. La excepción se dio en el factor baja volatilidad.

Como se ilustra en la figura 6a, la tendencia de los administradores activos a presentar resultados inferiores fue bastante más generalizada cuando el rendimiento relativo del S&P Low Volatility Index fue sólido. En promedio, 68% de los administradores activos no logró superar al mercado durante los mejores cinco años del índice. No obstante, cuando el rendimiento del índice disminuyó, el porcentaje de administradores con desempeño inferior al mercado cayó hasta 57% durante los peores cinco años del indicador.

<sup>26</sup> El índice busca medir el desempeño de los títulos del universo S&P 500 que muestran el mejor rendimiento relativo reciente. Para más detalles, consulte la [metodología completa del índice](#).

<sup>27</sup> El índice busca seguir el desempeño de los componentes del S&P 500 con la mayor puntuación de calidad. Dicha puntuación se calcula con base en la rentabilidad financiera, la tasa de acumulación (*accruals ratio*) y la tasa de apalancamiento financiero. Para más detalles, consulte la [metodología completa del índice](#).

**Figura 6a: Menos administradores tuvieron un desempeño inferior en los peores ambientes para el factor baja volatilidad**



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante *backtesting*.

Si bien beta no es sinónimo de volatilidad, las acciones con una mayor beta tienden a ser más volátiles.

La figura 6a sugiere que los administradores activos, como grupo, presentan una tendencia *contraria* al factor baja volatilidad. Esto no es una sorpresa si consideramos que la mayoría de las carteras poseen una beta superior a 1.0. Si bien beta no es sinónimo de volatilidad, las acciones con una beta mayor tienden a ser más volátiles. Es más, una tendencia activa hacia una mayor beta y una mayor volatilidad sería consistente con la explicación conductual para la existencia de la denominada “anomalía de baja volatilidad”.<sup>28</sup> Este argumento, a veces resumido como “preferencia por resultados similares a la lotería”, sostiene que algunos inversionistas están dispuestos a comprar volatilidad *porque sí*, provocando el aumento de los precios de las acciones más volátiles del mercado.

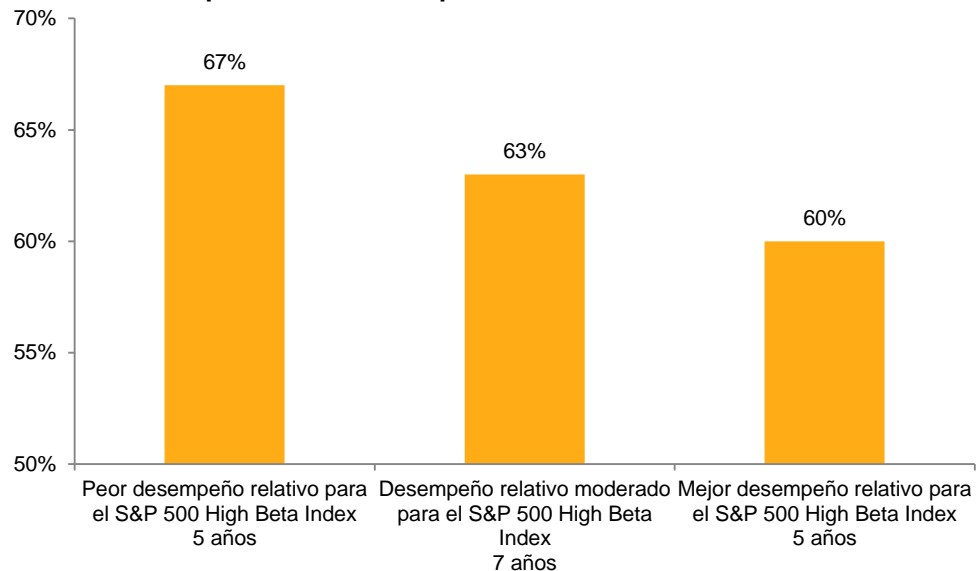
Dado que menos administradores activos presentan resultados inferiores cuando el S&P 500 Low Volatility no supera su benchmark y considerando que las acciones con baja volatilidad normalmente presentan una beta inferior, se deduce que también podría haber una relación entre el rendimiento de un administrador y el rendimiento relativo del [S&P 500 Beta Index](#).<sup>29</sup> La figura 6b ofrece una confirmación adicional respecto a la tendencia hacia una mayor beta por parte de las carteras activas. Más

<sup>28</sup> Consulte la obra de Malcolm Baker, Brendan Bradley y Jeffrey Wurgler: “[Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low Volatility Anomaly](#)”, *Financial Analysts Journal*, enero/febrero de 2011, pp. 40-54.

<sup>29</sup> El índice busca medir el desempeño de los 100 componentes del S&P 500 con mayor sensibilidad a los cambios en los rendimientos del mercado. Para más detalles, consulte la [metodología completa del índice](#).

administradores activos no lograron ganarle al mercado en los períodos de peor rendimiento relativo del S&P 500 High Beta Index. Del mismo modo, cuando el desempeño del índice mejoró con respecto a su benchmark, una mayor cantidad de administradores superó al mercado.

**Figura 6b: Más administradores activos tuvieron un rendimiento inferior al mercado en los peores ambientes para acciones con beta elevada**

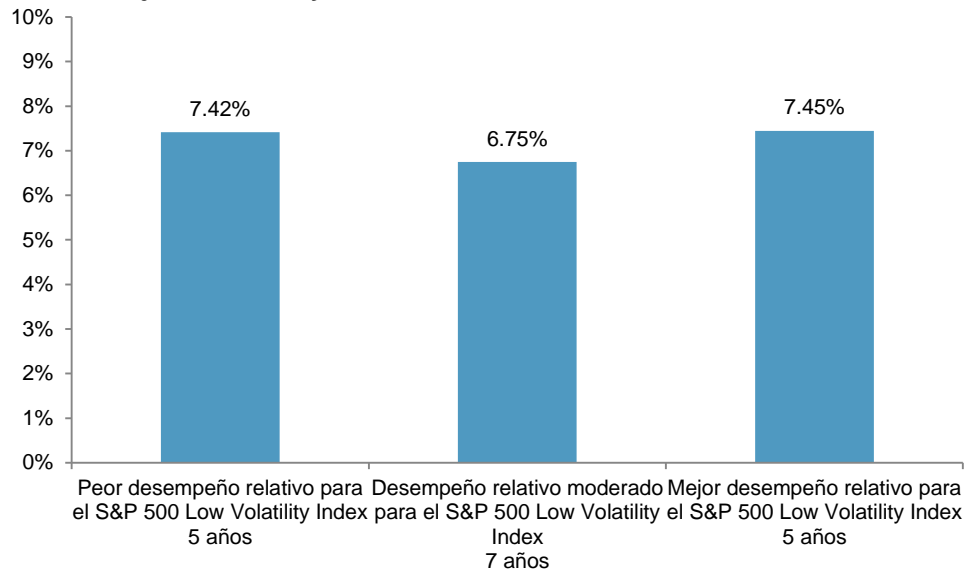


Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Las figuras 7a y 7b examinan el rango intercuartil en los diferenciales de desempeño de los administradores activos. Sin importar si ordenamos los años según el S&P 500 Low Volatility Index o el S&P High Beta Index, existe una caída en los diferenciales durante los siete años de desempeño relativo moderado. Esto no resulta sorprendente, en parte debido a que los spreads de desempeño relativo coinciden con ambientes de baja dispersión. Del mismo modo, resulta obvio pensar que si los administradores presentan una tendencia hacia un factor específico, en años en que tal factor tenga un desempeño neutro, los diferenciales de desempeño entre administradores probablemente serán más tenues.

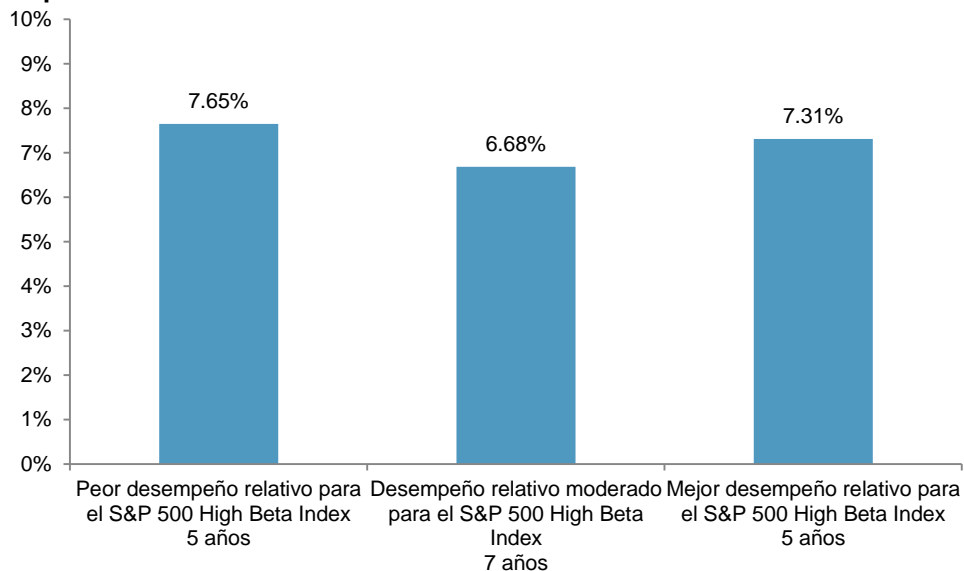
**Figura 7a: Los diferenciales de desempeño de administradores activos en años de desempeño relativo moderado fueron los más bajos para los factores baja volatilidad y beta elevada**

Si los administradores, como grupo, presentan una tendencia hacia un factor específico, los diferenciales de desempeño entre administradores probablemente serán más tenues en años en que el desempeño del factor sea neutro.



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

**Figura 7b: Los once años de diferenciales de desempeño moderado para los factores baja volatilidad y beta elevada estuvieron entre aquellos con menor dispersión**



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

## CONCLUSIÓN

“Todos deberíamos trabajar bajo la hipótesis de que no sabemos qué pasará luego”.

- John Authers, *Financial Times*, 23 de septiembre de 2017

Los años posteriores a la crisis financiera mundial generalmente se han caracterizado por una baja dispersión y por mercados al alza, ambas circunstancias que plantean dificultades específicas para los administradores activos. Si esas tendencias se revierten en el futuro, es posible que los resultados inferiores al mercado de la gestión activa se vuelvan menos frecuentes.

A pesar de su limitada historia, los 17 años de datos del Scorecard SPIVA nos proporcionan un método para evaluar el rendimiento de la gestión activa a través del prisma de varios entornos de inversión. Se demostró que una mayor dispersión fue más favorable para el subconjunto de administradores activos con más habilidad (o suerte). Del mismo modo, los mercados liderados por acciones que no se encuentran en la cima del espectro de capitalización resultaron ser auspiciosos para los fondos de gestión activa. Analizar los datos de SPIVA a la luz del desempeño de los factores permitió tener una idea de los posibles sesgos de los administradores.

**Estas observaciones pueden ayudar a los participantes del mercado a formular sus expectativas con respecto a la gestión activa.** Los años posteriores a la crisis financiera mundial, por ejemplo, se han caracterizado por una baja dispersión y por mercados al alza, ambas circunstancias que plantean dificultades específicas para los administradores activos. Si esas tendencias se revierten en el futuro, es posible que los resultados inferiores al mercado de la gestión activa se vuelvan menos frecuentes. Tal vez ese sea un triste consuelo para la comunidad de administradores activos y sus clientes, pero **a veces un triste consuelo es el único consuelo que queda.**



<b>COLABORADORES DE INVESTIGACIÓN DE S&amp;P DJI</b>		
Charles Mounts	Global Head	<a href="mailto:charles.mounts@spglobal.com">charles.mounts@spglobal.com</a>
Jake Vukelic	Business Manager	<a href="mailto:jake.vukelic@spglobal.com">jake.vukelic@spglobal.com</a>
<b>GLOBAL RESEARCH &amp; DESIGN</b>		
<b>AMÉRICA</b>		
Aye M. Soe, CFA	Americas Head	<a href="mailto:aye.soe@spglobal.com">aye.soe@spglobal.com</a>
Phillip Brzenk, CFA	Director	<a href="mailto:phillip.brzenk@spglobal.com">phillip.brzenk@spglobal.com</a>
Smita Chirputkar	Director	<a href="mailto:smita.chirputkar@spglobal.com">smita.chirputkar@spglobal.com</a>
Rachel Du	Senior Analyst	<a href="mailto:rachel.du@spglobal.com">rachel.du@spglobal.com</a>
Bill Hao	Director	<a href="mailto:wenli.hao@spglobal.com">wenli.hao@spglobal.com</a>
Qing Li	Director	<a href="mailto:qing.li@spglobal.com">qing.li@spglobal.com</a>
Berlinda Liu, CFA	Director	<a href="mailto:berlinda.liu@spglobal.com">berlinda.liu@spglobal.com</a>
Ryan Poirier, FRM	Senior Analyst	<a href="mailto:ryan.poirier@spglobal.com">ryan.poirier@spglobal.com</a>
María Sánchez	Associate Director	<a href="mailto:maria.sanchez@spglobal.com">maria.sanchez@spglobal.com</a>
Kelly Tang, CFA	Director	<a href="mailto:kelly.tang@spglobal.com">kelly.tang@spglobal.com</a>
Hong Xie, CFA	Director	<a href="mailto:hong.xie@spglobal.com">hong.xie@spglobal.com</a>
<b>ASIA PACÍFICO</b>		
Priscilla Luk	APAC Head	<a href="mailto:priscilla.luk@spglobal.com">priscilla.luk@spglobal.com</a>
Utkarsh Agrawal, CFA	Associate Director	<a href="mailto:utkarsh.agrawal@spglobal.com">utkarsh.agrawal@spglobal.com</a>
Liyu Zeng, CFA	Director	<a href="mailto:liyu.zeng@spglobal.com">liyu.zeng@spglobal.com</a>
Akash Jain	Associate Director	<a href="mailto:akash.jain@spglobal.com">akash.jain@spglobal.com</a>
<b>EMEA</b>		
Sunjiv Mainie, CFA, CQF	EMEA Head	<a href="mailto:sunjiv.mainie@spglobal.com">sunjiv.mainie@spglobal.com</a>
Leonardo Cabrer, PhD	Senior Analyst	<a href="mailto:leonardo.cabrer@spglobal.com">leonardo.cabrer@spglobal.com</a>
Andrew Innes	Associate Director	<a href="mailto:andrew.innes@spglobal.com">andrew.innes@spglobal.com</a>
<b>INDEX INVESTMENT STRATEGY</b>		
Craig J. Lazzara, CFA	Global Head	<a href="mailto:craig.lazzara@spglobal.com">craig.lazzara@spglobal.com</a>
Fei Mei Chan	Director	<a href="mailto:feimei.chan@spglobal.com">feimei.chan@spglobal.com</a>
Tim Edwards, PhD	Managing Director	<a href="mailto:tim.edwards@spglobal.com">tim.edwards@spglobal.com</a>
Anu R. Ganti, CFA	Director	<a href="mailto:anu.ganti@spglobal.com">anu.ganti@spglobal.com</a>
Hamish Preston	Senior Associate	<a href="mailto:hamish.preston@spglobal.com">hamish.preston@spglobal.com</a>
Howard Silverblatt	Senior Index Analyst	<a href="mailto:howard.silverblatt@spglobal.com">howard.silverblatt@spglobal.com</a>

## DIVULGACIÓN DE DESEMPEÑO

El S&P 500 Low Volatility Index y el S&P 500 High Beta Index fueron lanzados en 4 de abril de 2011. Toda la información de desempeño presentada antes de la fecha de lanzamiento de un índice no es real, sino hipotética (generada mediante backtesting). Los cálculos de backtesting se basan en la misma metodología que estaba vigente en la fecha oficial de lanzamiento de un índice. Las metodologías completas de los índices están disponibles en [www.spdji.com](http://www.spdji.com).

S&P Dow Jones Indices define diversas fechas para ayudar a nuestros clientes a proporcionar transparencia en sus productos. La fecha del primer valor es el primer día en el cual existe un valor calculado (ya sea en vivo o "back-tested") para un índice determinado. La fecha base es la fecha en la cual el índice se establece a un valor fijo para efectos del cálculo. La fecha de lanzamiento designa la fecha en la cual los valores de un índice se consideran por primera vez en vivo: los valores del índice proporcionados para cualquier fecha o período antes de la fecha de lanzamiento del índice se considerarán "back-tested". S&P Dow Jones Indices define la fecha de lanzamiento como la fecha en la cual se dan a conocer los valores del índice al público, por ejemplo a través del sitio web público de la compañía o su transferencia automática de datos a terceros. Para los índices con la marca Dow Jones introducidos antes del 31 de mayo de 2013, la fecha de lanzamiento (que, antes del 31 de mayo de 2013, era denominada "fecha de introducción") se fija en una fecha en la cual no se permitieron realizar más cambios a la metodología del índice, pero que puede haber sido anterior a la fecha de divulgación al público.

El rendimiento pasado de un índice no es garantía de resultados futuros. La aplicación prospectiva de la metodología utilizada para construir el Índice puede no resultar en un rendimiento comparable a los mostrados por el "back-test". El período de backtesting no corresponde necesariamente con la historia completa disponible de un índice. Consulte el documento de metodología disponible en [www.spdji.com](http://www.spdji.com) para obtener más detalles acerca del índice, incluyendo la manera en la cual que se rebalanza, el momento en que se realiza dicho rebalanceo, los criterios para las incorporaciones y eliminaciones, además de todos los cálculos del índice.

Otra limitación de utilizar la información "back-test" es que el cálculo del "back-test" está en general preparado con el beneficio de la retrospectiva. La información del "back-test" refleja la aplicación de la metodología y la selección de los componentes del índice en retrospectiva. Ningún registro hipotético puede explicar por completo el impacto del riesgo financiero en las operaciones reales. Por ejemplo, existen numerosos factores relacionados con los mercados de renta variable, de renta fija o de commodities en general que no pueden, y no han sido tomados en cuenta en la preparación de la información del índice que se presenta, todo lo cual puede afectar el rendimiento real.

Los retornos del índice mostrados no representan los resultados de las transacciones reales de activos/valores invertibles. S&P Dow Jones Indices LLC mantiene el índice y calcula los niveles y rendimientos mostrados o analizados, pero no gestiona los activos reales. Los retornos del índice no reflejan el pago de ningún costo de transacción ni costo de ventas que un inversionista puede pagar para comprar los valores subyacentes del índice o los fondos de inversión que pretenden seguir el rendimiento del Índice. La imposición de estos costos y cargos ocasionaría que el rendimiento real y del "back-test" de los valores/fondos fueran más bajos que el rendimiento mostrado. Para dar un ejemplo sencillo, si un índice tuvo un retorno del 10% sobre una inversión de US \$100,000 por un período de 12 meses (o US \$10,000) y un cargo real basado en activos del 1.5% se impuso al final del período sobre la inversión más el interés acumulado (o US \$1,650), el retorno neto sería 8.35% (o US \$8,350) para el año. Durante un período de tres años, un cargo anual del 1.5% tomado al final del año asumiendo un retorno del 10% por año resultaría en un rendimiento bruto acumulado de 33.10%, un cargo total de US \$5,375, y un retorno neto acumulado del 27.2% (o US \$27,200).

## DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

© 2018 S&P Dow Jones Indices LLC, una división de S&P Global. Todos los derechos reservados. Standard & Poor's®, S&P 500® y S&P® son marcas comerciales registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), una subsidiaria de S&P Global. Dow Jones® es una marca comercial registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). El uso de estas 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, investigaciones, valuaciones, 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 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 tales 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 Global 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](http://www.spdji.com).