

COLABORADORES

Fei Mei Chan
Director
Index Investment Strategy
feimei.chan@spglobal.com

Craig J. Lazzara, CFA
Managing Director
Index Investment Strategy
craig.lazzara@spglobal.com

Grados de dificultad: Indicadores de éxito en la gestión activa

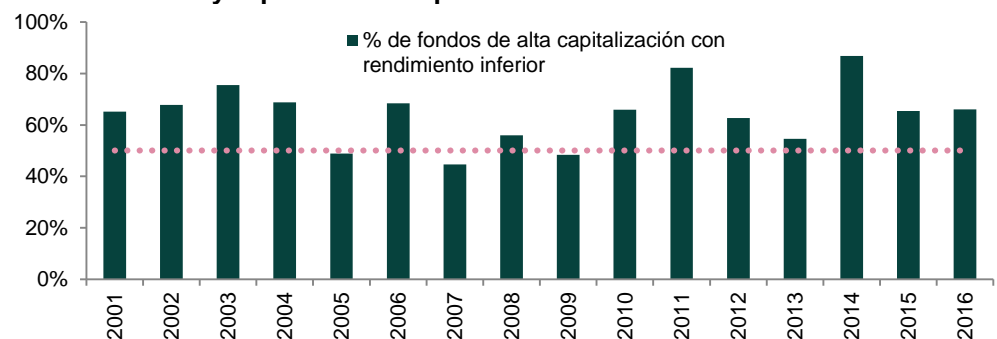
“Es mejor tener suerte. Pero yo prefiero ser exacto. Luego, cuando venga la suerte, estaré dispuesto”.

- 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 los factores valor y momentum tuvieron un desempeño superior al mercado. Esto sugiere que los administradores, como grupo, tendieron a incluir acciones con una valuación barata y rendimiento histórico superior en sus procesos de selección.

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 2016. Este gráfico posee fines ilustrativos. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros.

INTRODUCCIÓN: GESTIÓN ACTIVA VS. 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 bursátiles¹
- La presentación del modelo de valoración de activos financieros (CAPM) por parte de William Sharpe en 1964² y la hipótesis del camino aleatorio (*random walk*) de Eugene Fama de 1965³, 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)⁴ y Paul Samuelson (1974)⁵ para que alguien lanzara un prototipo de fondo indexado ponderado por capitalización
- El argumento de Charles Ellis (1975) de que la profesionalización del negocio de la gestión de inversiones hacía improbable un rendimiento superior constante⁶
- 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”.⁷

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).

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.⁸ **Los resultados confirman la teoría: la mayoría de los administradores activos no logra superar su benchmark la mayor parte del tiempo.**

¹ 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.

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

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

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

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

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

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

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

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).⁹ 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® (S&P Indices Versus Active) desde 2002 para el mercado estadounidense.¹⁰ El período de 16 años para el que tenemos datos de SPIVA no ha sido fácil para la gestión activa: solo en tres de los 16 años, la mayoría de los administradores de alta capitalización de EE. UU. logró superar el desempeño del [S&P 500®](#) 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:

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.

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

⁹ 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](#)”, junio de 2017.

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

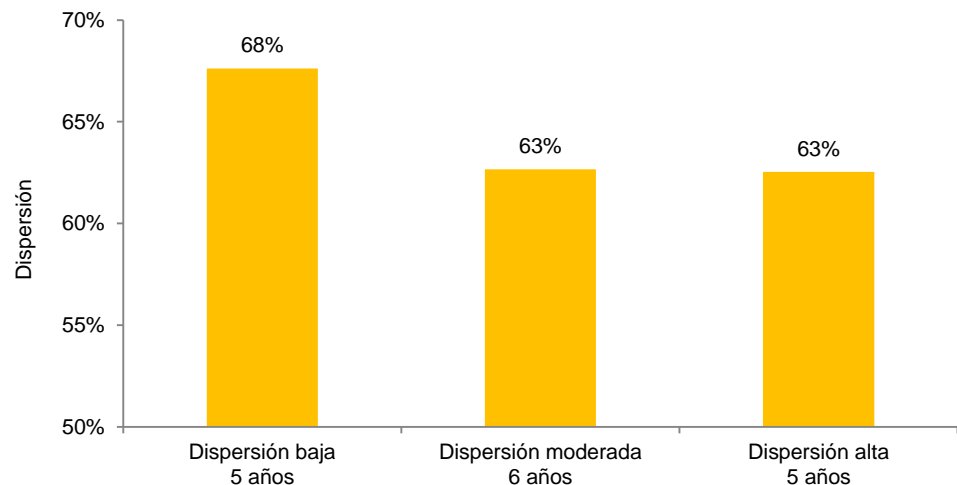
de baja dispersión, el diferencial es más modesto.¹¹ La dispersión no es solo un interés del mundo académico. Cuando la dispersión es elevada, por ejemplo, el valor gradual añadido (o perdido) por índices de factores es mucho mayor que en ambientes de baja dispersión.¹²

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.). Después, cualquier rendimiento 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 16 años disponibles en tres categorías: los cinco años de menor dispersión, los seis 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, 68% de los administradores activos tuvo un rendimiento inferior al mercado, contra 63% en las categorías de dispersión moderada y elevada.¹³

Una baja dispersión presenta dificultades específicas para los administradores activos.

Figura 2a: Más administradores 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 2016. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

¹¹ 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.

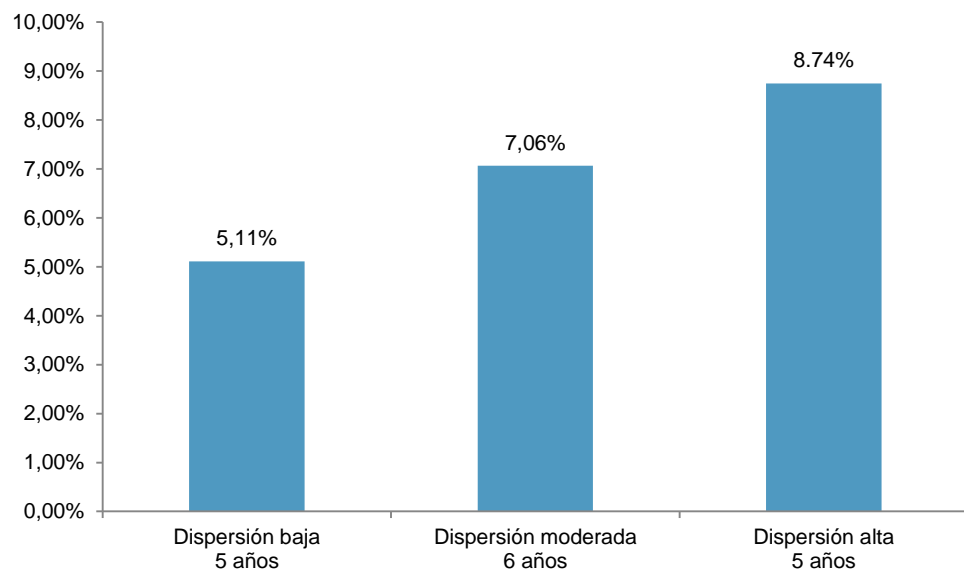
¹² Fei Mei Chan y Craig J. Lazzara: "[Gauging Differential Returns](#)", enero de 2014.

¹³ 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.

El patrón en la figura 2a es consistente 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.¹⁴ Esto es lo que esperábamos, dado nuestro conocimiento acerca de la dispersión.

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 2016. 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.¹⁵ El argumento de quienes sostienen esta posición es que cuando el nivel de co-movimiento 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 sostenido¹⁶ que la dispersión es

¹⁴ 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.

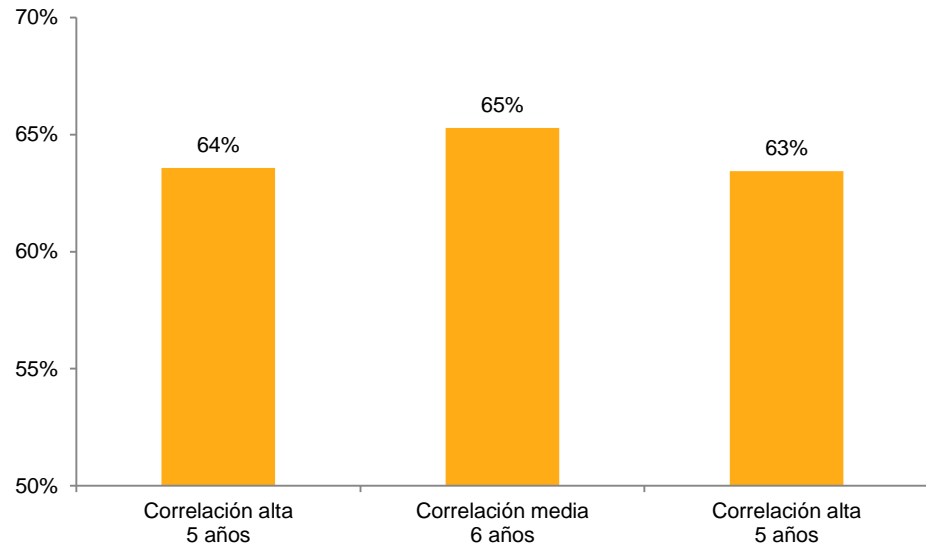
¹⁵ Para conocer un ejemplo reciente, consulte la obra de Alap Shah: "[According To One Metric, This Could Be The Best Time For Stock-Picking In A Decade](#)", 11 de julio de 2017.

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

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 mayor de una dispersión baja.

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

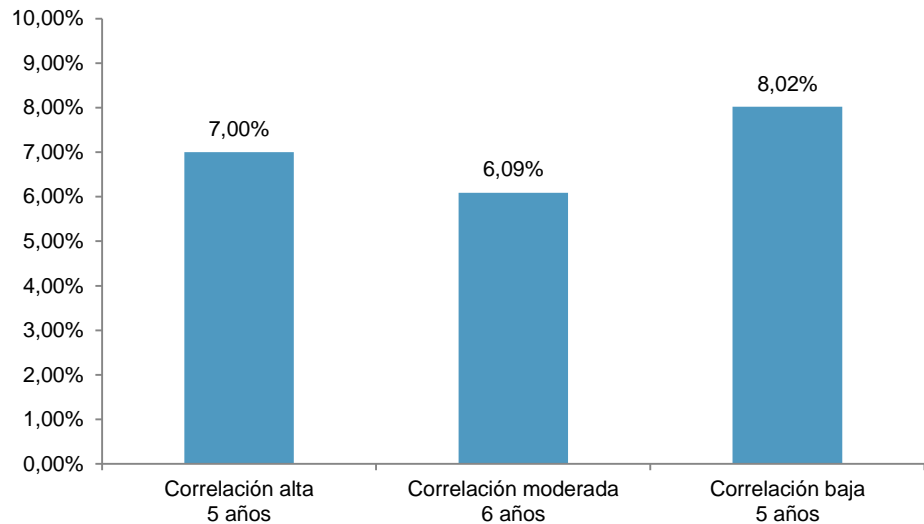


Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2016. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Una baja correlación produce un diferencial mayor al que se encuentran 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

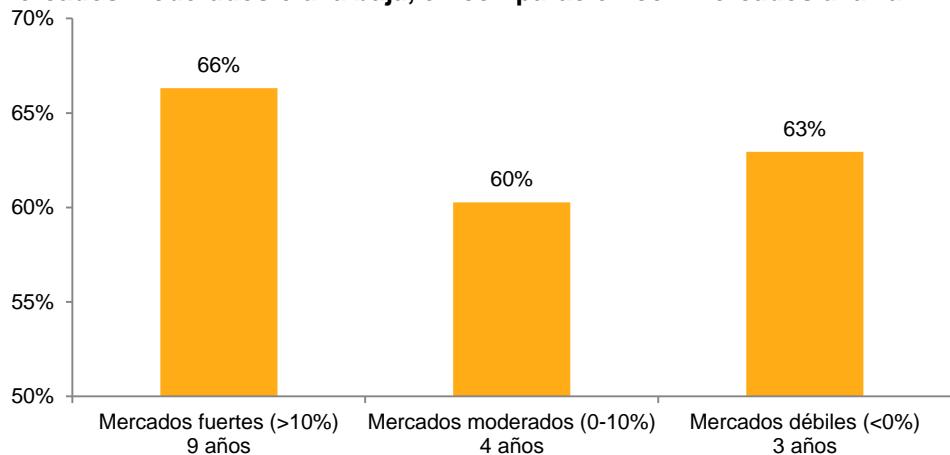


Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2016. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

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 totalmente invertido. 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

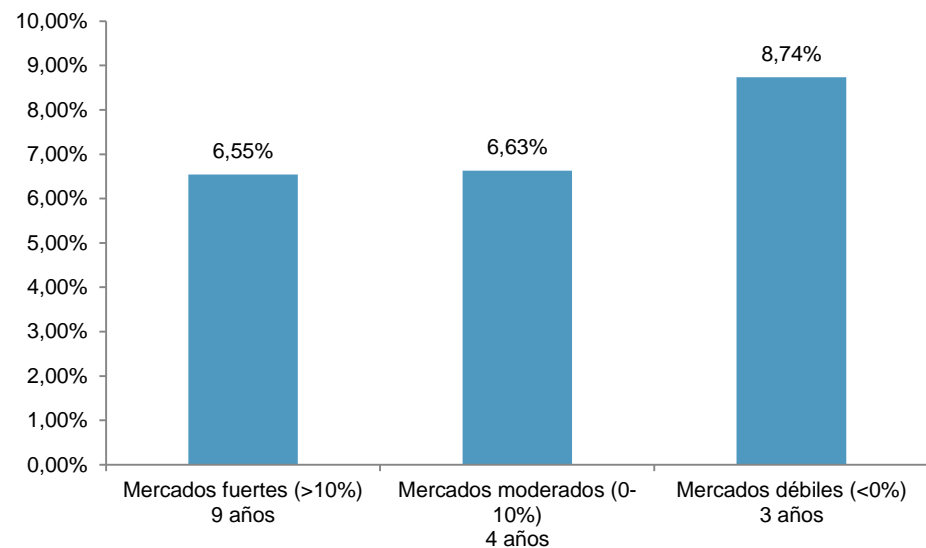


La dispersión tiende a subir en mercados a la baja, lo que también ayuda a explicar el rango de rendimiento de los administradores cuando el mercado decae.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2016. 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 hábiles. 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.¹⁷

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 2016. 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 mega capitalización 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.¹⁸ Para efectos de este artículo, definimos una acción de “mega capitalización” como aquella que representa más de 1% de la ponderación total del S&P 500. Al 30 de septiembre 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.¹⁹

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.²⁰ Esto significa que, manteniendo las demás

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

¹⁸ A 30 de septiembre de 2017, la capitalización media de los componentes del S&P 500 era de 160 mil millones de dólares. Solo 29 acciones eran así de grandes.

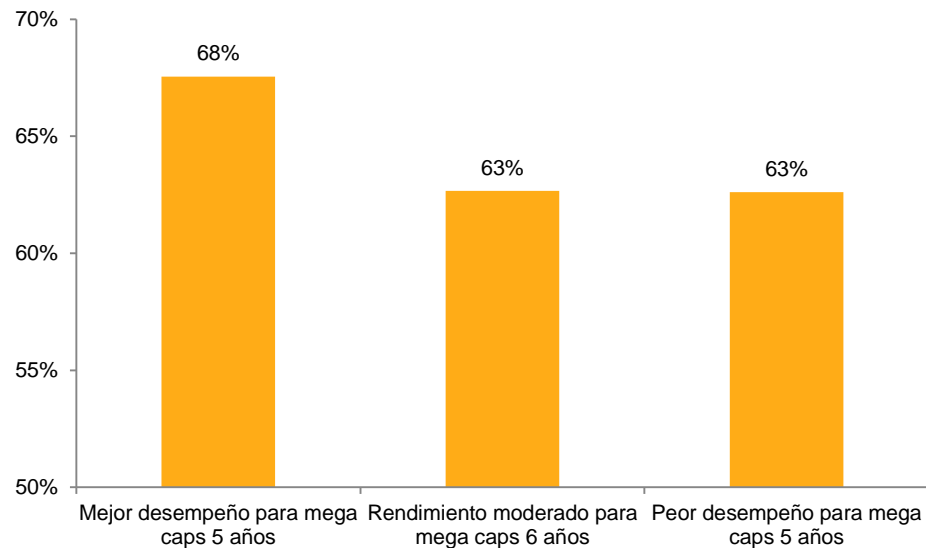
¹⁹ Desde 1991 hasta 2016 hubo, en promedio, 17 acciones de megacapitalización, las que totalizaban 28% del S&P 500.

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

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 mega capitalización, la sobreponderación generalmente será menor y es completamente posible que aparezca en una cartera activa mientras esté subponderada.²¹

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 mega capitalización 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 mega capitalización 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



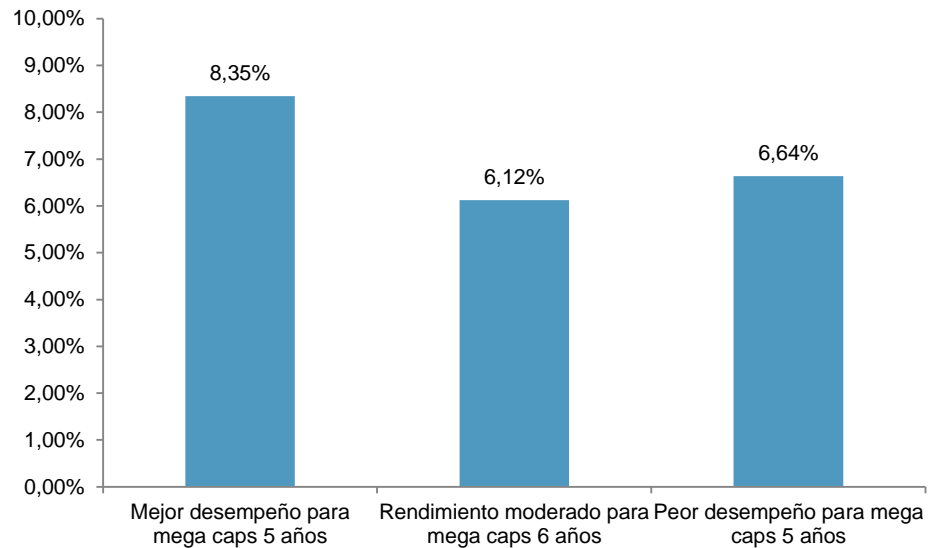
Un número mayor de administradores tuvo un rendimiento inferior cuando las empresas de mega capitalización tuvieron un desempeño superior, lo que sugiere que, como grupo, los administradores activos subponderan las acciones de mayor tamaño.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2016. 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.

²¹ 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%.

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 2016. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Factorizando en 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](#) supera al S&P 500 (ponderado por capitalización de mercado), es porque las empresas de menor tamaño están superando a las más grandes.²² (Esta es una afirmación general de la cual nuestro análisis de acciones *mega cap* es un ejemplo específico).
- **Valor.** Comprobamos si el factor valor era bien recibido o no midiendo los rendimientos relativos del [S&P 500 Enhanced Value Index](#).
- **Baja volatilidad.** El [S&P 500 Low Volatility Index](#) nos dice si las acciones menos volátiles del índice están liderando el mercado.
- **Momentum.** El [S&P 500 Momentum Index](#) 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](#).

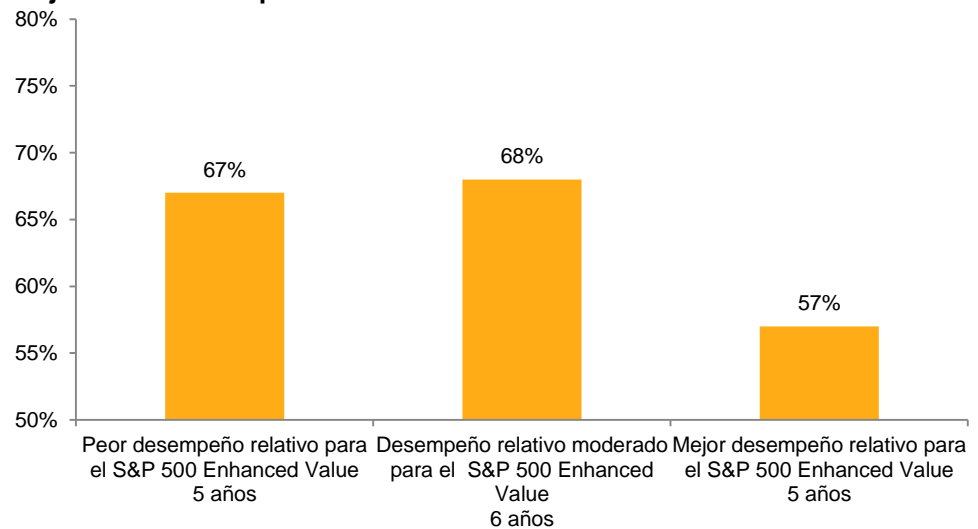
²² Consulte el artículo de Tim Edwards y Craig J. Lazzara: "[Equal-Weight Benchmarking: Raising the Monkey Bars](#)", mayo de 2014.

Cuando el factor valor tuvo un buen rendimiento, solo 57% de los administradores tuvo un desempeño inferior al mercado, aproximadamente un diferencial de diez puntos en comparación con los años en los que este factor no superó su benchmark.

Examinamos el desempeño de los administradores en función del rendimiento relativo de cada uno de los cinco factores. Algunos 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 ese factor específico. La excepción se dio en los factores valor y momentum.

Si los administradores como grupo presentan un sesgo con respecto al factor valor, o si la mayoría se inclina hacia este factor, esperaríamos que menos administradores tuvieran rendimientos inferiores al mercado cuando el factor valor tiene un buen desempeño y viceversa. La figura 6a sugiere que muchos administradores activos presentan un sesgo hacia acciones más baratas. Cuando el factor valor tuvo buenos resultados, solo 57% de los administradores tuvo un desempeño inferior al mercado, una diferencia de aproximadamente diez puntos en comparación con los años en los que este factor no superó su benchmark.

Figura 6a: Menos administradores tuvieron un desempeño inferior en los mejores ambientes para el factor valor

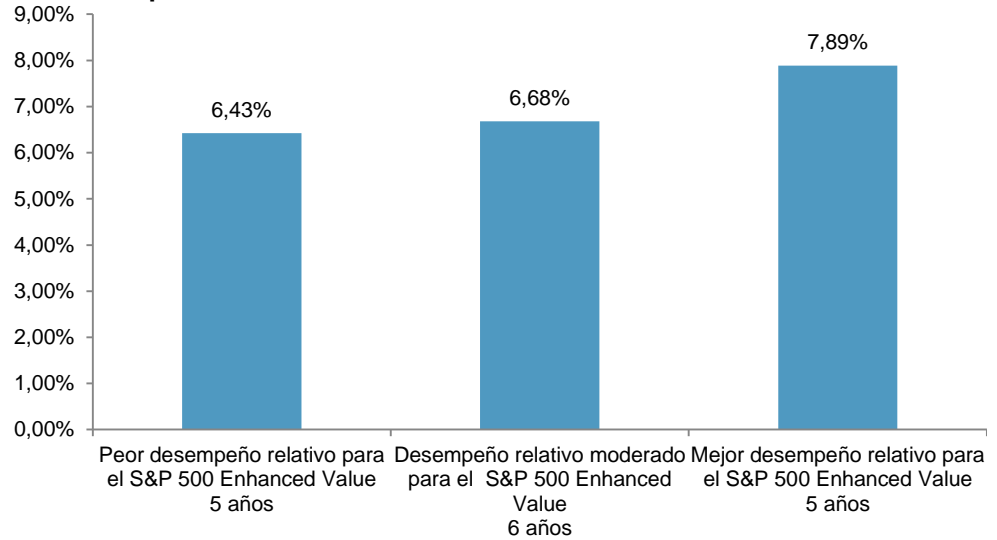


Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2016. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante *backtesting*.

A pesar de ser sorprendente, el efecto del valor sobre la brecha entre cuartiles es menor que el de la dispersión o que el desempeño de las empresas *mega cap*.

La distancia entre administradores de los cuartiles superior e inferior fue significativamente superior en años en que el S&P 500 Enhanced Value Index tuvo su mejor rendimiento relativo (figura 6b). A pesar de ser sorprendente, el efecto del valor sobre la brecha entre cuartiles es menor que el de la dispersión o que el desempeño de las empresas *mega cap*.

Figura 6b: El desempeño de los administradores aumentó en los mejores ambientes para el factor valor

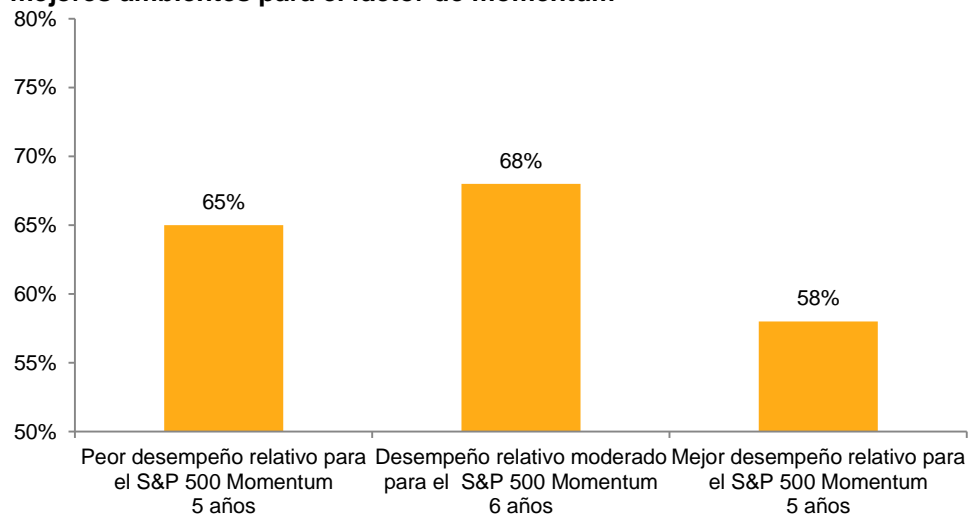


Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2016. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos y refleja un rendimiento histórico hipotético. Por favor, consulte la Divulgación de desempeño al final de este documento para más información sobre las limitaciones del desempeño generado mediante backtesting.

Finalmente, notamos el impacto del factor de momentum en los resultados de SPIVA. La figura 7a muestra que en los cinco años de mejor desempeño del factor, un promedio de 58% de los administradores tuvo un desempeño inferior, en comparación con 65% en los peores años del factor. Esto sugiere que más administradores presentaron una tendencia hacia el factor momentum que aquellos con una tendencia contraria.

Figura 7a: Menos administradores tuvieron un desempeño inferior en los mejores ambientes para el factor de momentum

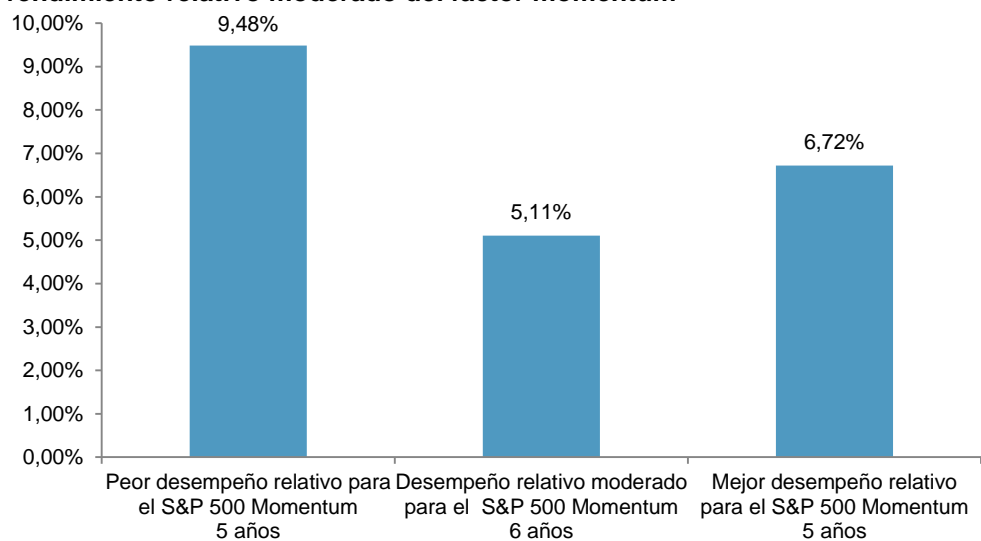
En los cinco años de mejor desempeño del factor momentum, un promedio de 58% de los administradores tuvo un desempeño inferior, en comparación con 65% en los peores años del factor.



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2016. 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.

Por otro lado, cuando el factor momentum no tuvo buenos resultados, el diferencial entre los administradores de los cuartiles superior e inferior se disparó (vea figura 7b), mientras la menor diferencia se presentó en la ventana de desempeño moderado. Esto tiene sentido a nivel intuitivo, dada la naturaleza de las acciones de momentum. Podría haber una brecha aún mayor entre quienes persiguen el desempeño y los administradores restantes, *tanto cuando el momentum tiene buenos resultados como cuando la tendencia se revierte*, así como cuando los administradores en el cuartil superior en períodos de buenos resultados de momentum se hallan a sí mismos en el cuartil inferior en períodos de mal rendimiento de este factor.

Figura 7b: La brecha de desempeño fue más angosta en períodos de rendimiento relativo moderado del factor momentum



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos desde 31 diciembre de 2000 hasta 31 de diciembre de 2016. 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

Analizar los datos de SPIVA a la luz del desempeño de los factores nos permitió tener una idea de los posibles sesgos de los administradores.

A pesar de su limitada historia, los 16 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, mercados al alza y un desempeño inferior del factor valor, todas 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.**

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

DIVULGACIÓN DE DESEMPEÑO

El S&P 500 Enhanced Value Index fue lanzado en 27 de abril de 2015. El S&P 500 Momentum fue lanzado en 18 de noviembre de 2014. 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.

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 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 generalmente 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

© 2017 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.