

Quince años de SPIVA[®], el verdadero vigilante del debate entre inversión activa y pasiva

Este artículo fue publicado originalmente en la edición de diciembre de 2017 de la Revista Indexology.



Aye Soe

Managing Director
Research & Design
S&P Dow Jones Indices

Pocas personas conocen los pormenores del scorecard SPIVA (S&P Indices Versus Active) mejor que Aye Soe, Managing Director de Research & Design. Algunos meses después del aniversario número 15 del scorecard SPIVA, Emily Wellikoff, editora principal de la revista Indexology, se reunió con ella para conversar sobre el crecimiento de este informe en la última década y media, sus hallazgos más impresionantes y qué ha cambiado desde que la inversión basada en factores comenzó a tornar borrosa la línea divisoria entre gestión activa y pasiva.



Emily Wellikoff

Editor-in-Chief
Revista Indexology
S&P Dow Jones Indices

EMILY: Ya han pasado quince años o un ciclo y medio de mercado desde el lanzamiento de SPIVA, ¿cuál es su mayor aprendizaje sobre la inversión activa y la pasiva?

AYE: Lo más importante que hemos aprendido es que el administrador promedio no ha sido capaz de superar a su benchmark en la mayoría de las categorías de renta fija y renta variable a largo plazo.¹ Si bien puede existir un pequeño número de administradores que logran hacerlo

en un año específico, la probabilidad de que obtengan ese resultado exitoso de manera consistente en los años siguientes es baja, menor que la de un lanzamiento de moneda al azar.

EMILY: ¿Cuáles son las malas interpretaciones o mitos más comunes sobre el debate entre inversión activa y pasiva que ha encontrado en los últimos 15 años?

AYE: En renta variable, muchas personas ven a las empresas de

¹ S&P Dow Jones Indices, <https://spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2017.pdf>.

baja capitalización y a los mercados emergentes como áreas donde las ineficiencias de mercado pueden ofrecer oportunidades para la gestión activa. Sin embargo, los resultados a corto, mediano y largo plazo de ambas categorías demuestran que el administrador activo promedio no necesariamente alcanza mejores resultados que sus benchmarks. De hecho, en períodos de uno, tres, cinco y diez años, la mayoría ha tenido un desempeño abrumadoramente inferior en ambas categorías.² Puede existir ineficiencia del mercado en esas clases de activos, pero los resultados demuestran que el administrador activo promedio no ha sido capaz de obtener, históricamente, rendimientos relativos mayores que los de su benchmark.

Muchas personas también consideran que la renta fija es una clase de activos ineficiente, debido a su sistema poco claro de valuación, a su alto grado de segmentación, a que la gran mayoría de sus títulos se negocian en el mercado abierto (OTC) y a los niveles de inventario dependientes de los agentes. Todas estas condiciones tienen un impacto sobre la liquidez. Dado que una parte importante de los rendimientos de los bonos es impulsada por riesgos sistemáticos como la duración y el crédito, muchas personas han concluido que los instrumentos de inversión vinculados a índices son estructuralmente inapropiados para hacer frente a cambios de tasa de interés o a eventos crediticios.

El desempeño de los fondos de renta fija en períodos de cinco, diez y quince años exhibe resultados mixtos.

En términos generales, durante el horizonte temporal de cinco años, los administradores de ciertas categorías como créditos corporativos con grado de inversión y deuda general municipal de corto y mediano plazo han sido capaces de obtener mejores resultados que sus benchmarks. Sin embargo, en horizontes temporales de diez y quince años, la mayoría de los fondos no ha conseguido superar al benchmark, independientemente de la categoría.³

EMILY: ¿Qué es lo que más le ha sorprendido desde la primera publicación de SPIVA?

AYE: Lo difícil que es conseguir exceso en el retorno de manera consistente en horizontes temporales de mediano y largo plazo. Esta observación no solo se aplica a Estados Unidos. Nuestra investigación muestra que la mayoría de los administradores activos en diferentes regiones, países y segmentos de mercado han registrado históricamente un desempeño inferior a sus benchmarks.

Otro hallazgo que considero realmente sorprendente es que los administradores activos tienen un desempeño aún más bajo fuera de su mercado local. Solo como ejemplo, los administradores europeos de fondos de renta variable estadounidenses han tenido, históricamente, mayores dificultades para superar al benchmark que sus homólogos que invierten en fondos europeos.

También añadiría que la elevada tasa de mortalidad de los fondos a largo plazo es bastante sorprendente. Por ese motivo, es importante que cualquier estudio sobre el desempeño de fondos mutuos corrija el sesgo de supervivencia. Aproximadamente 79% y 57% de todos los fondos locales consiguen sobrevivir en los períodos de cinco y diez años, respectivamente. Ese número disminuye significativamente a 42% cuando el período analizado se extiende a 15 años.⁴ Si no se corrige el sesgo de supervivencia, los resultados del desempeño pueden presentar un sesgo ascendente. Por ejemplo, solo 18% de los fondos locales tuvo un rendimiento superior

“ Nuestra investigación muestra que la mayoría de los administradores activos en diferentes regiones, países y segmentos de mercado han registrado históricamente un desempeño inferior a sus benchmarks. ”

² S&P Dow Jones Indices: <https://spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2017.pdf>.

³ S&P Dow Jones Indices: <https://spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2017.pdf>.

⁴ S&P Dow Jones Indices: <https://spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2017.pdf>.

al S&P Composite 1500 Index en el período de quince años que finalizó en diciembre de 2016. Si no hubiésemos considerado el sesgo de supervivencia, ese número habría subido a aproximadamente 43%. La diferencia es bastante grande.

EMILY: Pareciera que los porcentajes anuales de fondos activos que superan al benchmark varían mucho de un año a otro. ¿A qué se lo atribuye?

AYE: Los resultados anuales pueden fluctuar bastante dependiendo de las condiciones del mercado y de la percepción de los inversionistas. Las cifras dan una idea general de cómo les ha ido a los administradores activos como grupo en un año particular, pero no es una buena idea sacar conclusiones apresuradas sobre este desempeño colectivo basándose únicamente en esos números, ya que pueden cambiar drásticamente al año siguiente. Por ejemplo, en 2005, 38% de los administradores que invierten en empresas de crecimiento de alta capitalización estuvieron rezagados con respecto al S&P 500 Growth Index; al año siguiente, esa cifra subió a 94%. El porcentaje luego se redujo a 27% en 2007. Los resultados son inconsistentes en períodos cortos.

EMILY: ¿Cuál piensa que es el principal factor que evita que los administradores activos superen a su benchmark a largo plazo?

AYE: Creo que hay diversos factores que contribuyen a esta situación. Las comisiones definitivamente influyen, pero no son necesariamente tan importantes como muchos creen. De hecho, nuestra investigación demuestra que los fondos de renta variable administrados activamente obtienen resultados inferiores a sus benchmarks incluso cuando se utilizan los rendimientos antes del pago de las comisiones.⁵ El mercado alcista secular de renta variable que hemos experimentado durante los últimos ocho años también ha dificultado que los gestores activos superen a su benchmark. Mi colega y coautor del scorecard SPIVA para Estados Unidos, Ryan Poirier, señaló que el S&P 500 tuvo 65 meses al alza y solo 31 a la baja desde enero de 2009 hasta diciembre de 2016.⁶ Eso significa que cualquier error en la selección de títulos, exposición insuficiente a la beta de mercado o simplemente tener una asignación a efectivo, pudo haber llevado a un resultado inferior al benchmark. Otro posible factor es este ambiente de volatilidad transversal relativamente baja (o de baja dispersión) que hemos estado presenciando. Nuestro equipo de Index Investment Strategy ha investigado bastante sobre el tema y

ha establecido una relación entre el desempeño de los administradores y la disponibilidad de oportunidades que generan alfa.⁷

Otro factor clave que puede contribuir al bajo rendimiento de los administradores es la construcción de las carteras y, más concretamente, el tipo de apuestas que se asumen y si dichas apuestas son compensadas o no. Pretendemos analizar esta situación con más detalle en próximas investigaciones.

EMILY: El incremento de la inversión basada en factores ha desdibujado los límites entre inversión activa y pasiva, que antes estaban más definidos. De hecho, hoy es posible usar instrumentos pasivos para invertir de una manera que de otra forma se consideraría “activa” y táctica. ¿Eso está cambiando cómo planteamos el debate?

AYE: Definitivamente. Los inversionistas se están dando cuenta de que las fuentes de rendimientos de los administradores pueden dividirse en una serie de rendimientos factoriales y que aquellos factores pueden ser capturados de manera parcial o total en un proceso sistemático y basado en reglas. Al mismo tiempo, la disponibilidad de productos de inversión pasiva de bajo costo ha democratizado el acceso que el inversionista promedio tiene a esas

⁵ S&P Dow Jones Indices: <https://spindices.com/documents/spiva/research-spiva-institutional-scorecard-how-much-do-fees-affect-the-active-versus-passive-debate-year-end-2016.pdf>.

⁶ S&P Dow Jones Indices: <http://www.indexologyblog.com/2017/05/18/three-takeaways-from-the-spiva-u-s-year-end-2016-scorecard/>.

⁷ S&P Dow Jones Indices: https://us.spindices.com/documents/research/research-dispersion-measuring-market-opportunity.pdf?force_download=true.

exposiciones. Esto significa que el alfa ya no puede definirse solo como el exceso en el retorno por sobre el benchmark. El foco del debate cambia entonces hacia si un administrador es capaz de superar a su benchmark luego de incorporar la exposición a factores.

EMILY: El scorecard se ha expandido más allá de Estados Unidos, llegando a Canadá, México, Brasil, Chile, Europa, Sudáfrica, India, Japón y Australia; y en algunas regiones ahora examina no solo renta variable, sino que también renta fija. ¿Cuál es el siguiente paso?

AYE: Continuamos mejorando el scorecard y ampliando su alcance. En 2016, presentamos el SPIVA Institutional Scorecard, en el que examinamos el impacto de las comisiones sobre el desempeño de inversionistas institucionales. Este informe también fue publicado en 2017⁸ y lo seguiremos emitiendo anualmente. Este año, también llevamos a cabo un estudio que vincula el informe SPIVA con los Persistence Scorecards⁹, examinando la persistencia del rendimiento promedio de los fondos que superan al benchmark en un año determinado. Además, agregamos las cifras de desempeño de quince años al

scorecard SPIVA para Estados Unidos, lo cual nos proporciona un flujo de información más estable entre los diferentes ciclos económicos.

Durante el primer trimestre de 2018, publicaremos un estudio que analizará si ciertas características de los fondos, tales como volatilidad, nivel de concentración, error de seguimiento, *information ratio* o *active share* conducen a un rendimiento superior al benchmark.

Para más información acerca de SPIVA y para tener acceso a los últimos resultados de mercados alrededor del mundo, visite nuestro sitio web www.spdji.com/spiva.

⁸ S&P Dow Jones Indices: <https://spindices.com/documents/spiva/research-spiva-institutional-scorecard-how-much-do-fees-affect-the-active-versus-passive-debate-year-end-2016.pdf>.

⁹ S&P Dow Jones Indices: <https://spindices.com/documents/research/research-fleeting-alpha-evidence-from-the-spiva-and-persistence-scorecards.pdf>.