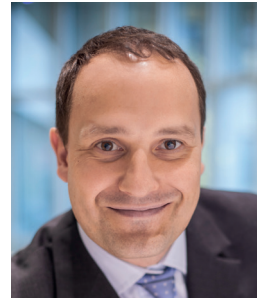


# LA FRANÇAISE INVESTMENT SOLUTIONS RESEARCH

INVERSIÓN FACTORIAL- CAPÍTULO 1



*Luc Dumontier es Director del área Factor Investing, Gestor de carteras senior en La Française Investment Solutions (LFIS) y Responsable del módulo «Gestión de carteras» de los centros de formación de la Sociedad francesa de analistas financieros (SFAF) y de la Asociación francesa de gestión financiera (AFG/PRAM).*

## CLAVES DEL ENTUSIASMO DE LOS INVERSORES POR LAS SOLUCIONES «*RISK PREMIA*»

### PROS Y CONTRAS DE LOS MÉTODOS DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS TRADICIONALES

***El entusiasmo de los inversores por las soluciones de inversión factorial se apoya en su supuesta capacidad de ofrecer rendimientos más sólidos que las estrategias de asignación de activos tradicionales.***

***¿Qué hay realmente de cierto en ello? Luc Dumontier ofrece algunas claves en una serie de artículos monográficos sobre la inversión factorial. En este primer artículo se exponen los inconvenientes asociados a los métodos de asignación de activos tradicionales que constituyen el origen del creciente apetito de los inversores por las soluciones «risk premia».***

No pasa un día sin que aparezcan nuevos fondos clasificados en la categoría «*smart beta*», también llamados «*risk premia*». Dichos fondos forman parte de la tendencia de grandes innovaciones sobre productos financieros de las últimas décadas, una secuencia que comenzó con los fondos que replicaban índices de mercado ponderados por el tamaño de los activos y siguió con los fondos «*risk parity*» que permitían acceder a una genuina diversificación entre clases de activos. Todas estas estrategias pertenecen a una misma familia, la inversión factorial, con un potente denominador común, la «Teoría Moderna de Carteras».

#### **¿EL FIN DE LA DIVERSIFICACIÓN?**

El enfoque *risk premia* fue sometido a revisión por Andrew Ang, William Goetzmann y Stephen Schaefer, prestigiosos académicos que en 2009

recibieron el encargo del gobierno noruego de explicar el decepcionante comportamiento del «*Government Pension Fund Global*» (GPGF), el vehículo de inversión de los ingresos petroleros del país y primer fondo soberano del mundo por activos, con casi 1 billón de dólares gestionados. Su informe de análisis concluyó que la rentabilidad del fondo (-23,3 % durante la crisis de 2008) se debió principalmente a su exposición a un reducido número de factores, entre los que sobresale su exposición al riesgo del mercado de renta variable. El gráfico 1 muestra que este fenómeno está lejos de quedar circunscrito al GPGF y a la crisis de 2008; de media, los fondos de «*Asset Allocation*», ya pertenezcan a la categoría de «mixtos», «flexibles» o incluso «alternativos», siguieron una trayectoria comparable a la de los mercados de renta variable en términos de rentabilidad.

### ¿EQUILIBRADO EN CAPITAL = EQUILIBRADO EN RIESGO?

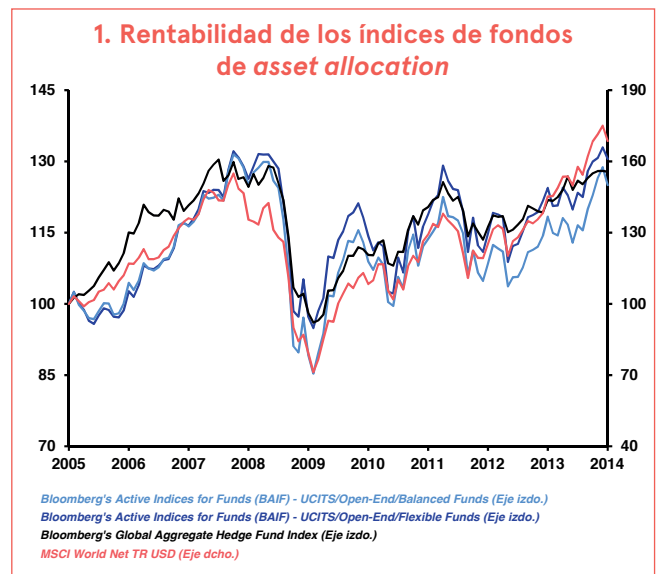
Dicha sincronización de las rentabilidades de los fondos se debe al hecho de que la gran mayoría de los gestores determinan sus asignaciones aplicando directamente el modelo de Markowitz a las principales clases de activos. La idea central que subyace a la primera generación de asignación de activos es combinar dos clases de activos con escasa correlación entre sí (la renta variable y la deuda pública guardan una correlación media cercana a cero) para de ese modo beneficiarse del efecto diversificación enunciado por Markowitz. Una optimización según el modelo media-varianza basada en los parámetros históricos a largo plazo (rentabilidad, riesgo y correlación) produce una asignación «eficiente» compuesta en un 60% por renta variable y en un 40% por deuda, una distribución que hoy en día representa el benchmark estratégico para numerosos fondos de pensiones (entre ellos, el GPF) y de inversores anglosajones. Pero tal y como se observa en el gráfico 2, esta asignación «en términos de capital» 60/40 resulta muy diferente de la asignación «en términos de riesgo» (calculada para el período comprendido entre 2004 y 2015), para la cual, la contribución de la renta variable es cercana al 100% (y por tanto, la de la deuda es del 0%). Ello significa que la evolución de la rentabilidad de esta asignación estratégica depende casi íntegramente de la evolución de la rentabilidad de la renta variable.

### ¿MAYOR MARGEN DE MANIOBRA = MAYOR DIVERSIFICACIÓN?

Por lo general, las apuestas tácticas de los gestores en torno a esta asignación estratégica no son lo bastante marcadas como para corregir esta tendencia de correlación. Valga como ejemplo el caso de los fondos flexibles, que logran resultados comparables y sincronizados con los de los fondos mixtos (véase gráfico 1) cuando supuestamente manejan un margen de maniobra más significativo que estos. Para limitar la exposición de la cartera al riesgo del mercado de renta variable, algunos inversores (institucionales franceses, por ejemplo) han elegido un «benchmark» estratégico sobreponderado en deuda, en una proporción 30/70. Pero la realidad (véase gráfico 2) dice que la contribución del riesgo de la renta variable al riesgo global de la cartera sigue siendo ampliamente predominante (superior al 85%).

### ¿MÁS CLASES DE ACTIVOS = MAYOR DIVERSIFICACIÓN?

Para diluir la parte invertida en renta variable e intentar acotar la magnitud de las pérdidas extremas, los postulados de la segunda generación de asignación de activos dieron entrada en las carteras a otras clases de activos: mercado inmobiliario, materias primas, capital riesgo, infraestructuras, «private equity», deuda corporativa, etc. De hecho, estos instrumentos habían resistido mejor que la renta variable al estallido de la burbuja tecnológica (2000-2002).



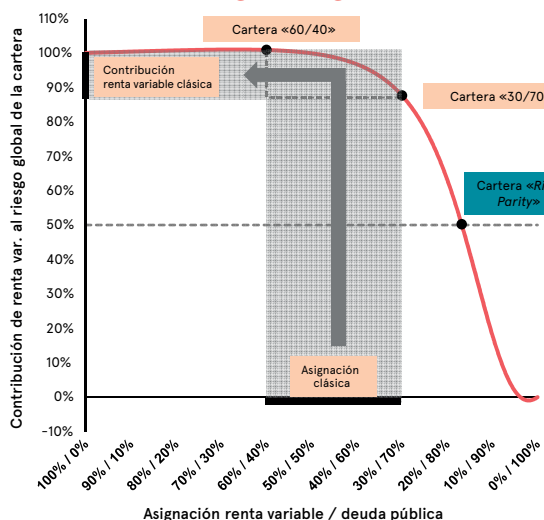
Pero, a diferencia de otros episodios convulsos anteriores, las crisis más recientes (2008 y 2011) no se han caracterizado únicamente por un fuerte aumento de la aversión al riesgo. En ellas ha confluído además un desplome de la liquidez, que ha arrastrado consigo no solo a las clases de activos de riesgo, sino a todos los segmentos del mercado menos líquidos. Desde finales de 2004, estas clases de activos «alternativas» han brindado por tanto un poder de diversificación muy limitado respecto a los mercados de renta variable, con una correlación media superior al 80% y una coincidencia casi sistemática de los rendimientos extremos negativos (véanse gráfico 3 y cuadro 1).

Durante las últimas crisis, el GPF, al igual que la mayoría de los fondos de asignación tradicionales, se ha resentido de su exposición al mercado bursátil, tanto si esta era de tipo explícito (inversión directa en valores de renta variable) como implícito (a través de otras clases de activos correlacionadas a la baja con los mercados de renta variable).

## RISK PARITY: ¿UNA SOLUCIÓN VÁLIDA EN TODOS LOS CONTEXTOS DE MERCADO?

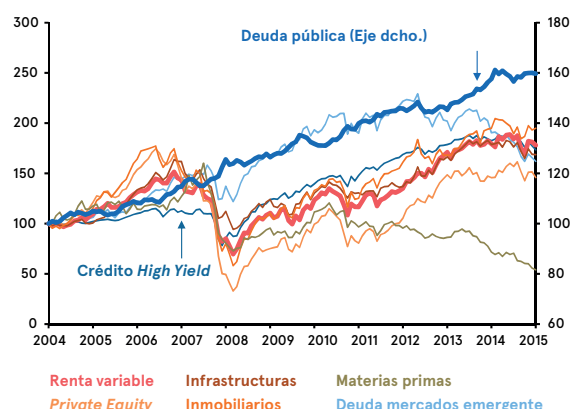
Lo cierto es que solo la deuda pública ha acabado revelándose como una verdadera alternativa a la renta variable a lo largo de la última década. Así, la tercera generación de asignación de activos ha retomado el planteamiento original de combinar renta variable y deuda, pero ha ideado métodos novedosos respecto al enfoque tradicional de la media-varianza propuesto por Markowitz para determinar sus ponderaciones relativas dentro de las carteras. La más conocida es la asignación equiponderada en riesgo o *risk parity*, que garantiza la eficacia de la diversificación al estimar las ponderaciones «en términos de capital» como resultado de una asignación paritaria «en términos de riesgo». Aplicando los parámetros de riesgo de los 11 últimos años, esta asignación está constituida por un 17% de renta variable y un 83% de deuda (véase gráfico 2). La asignación *risk parity* presenta una ventaja teórica estructural respecto a las asignaciones tradicionales (60/40 o 30/70), al hacer depender las rentabilidades de dos inversiones no correlacionadas entre sí, en vez de una sola. En la práctica (véase gráfico 4), la diversificación entre renta variable (representada por el índice S&P500) y la deuda (representada por el índice JP Morgan US) ha ofrecido resultados impresionantes. Desde principios de la década de los 90, la asignación *risk parity* nunca se ha visto superada por el tipo de interés sin riesgo durante ningún período de 5 años consecutivos. Incluso superó con éxito la prueba de fuego del año 2008, logrando un comportamiento superior cercano al 3% respecto al tipo de interés sin riesgo.

### 2. Asignación según capital y asignación según riesgo



Fuentes: análisis realizado rpo el autor entre diciembre de 2004 y diciembre de 2005. La renta variable está representada por el índice MSCI World Net TR (USD), y la renta fija por el índice JP Morgan GBI Global (Hedged USD).

### 3. Rentabilidad de las principales clases de activos



### CUADRO 1. Sincronización de la rentabilidad de las clases de activos

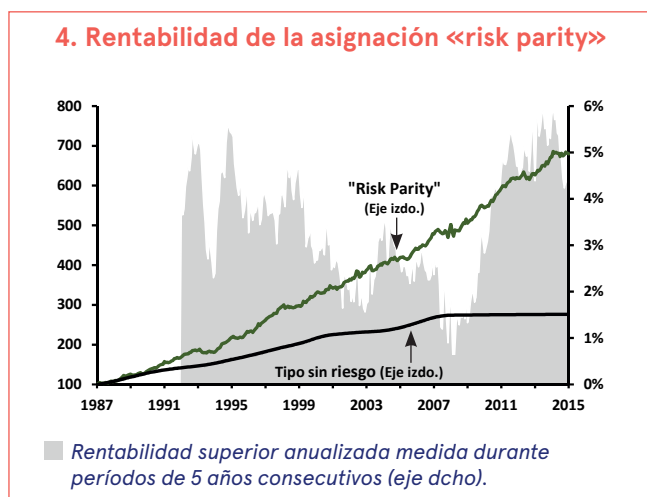
	Rentabilidad 2008	Rentabilidad S2-2011	Correlación con r. variable
RENTA VARIABLE	-41%	-10%	-
PRIVATE EQUITY	-66%	-25%	92%
INFRAESTRUCTURAS	-31%	-5%	86%
INMOBILIARIOS	-48%	-11%	87%
DEUDA PÚBLICA	9%	5%	-26%
CRÉDITO «HIGH YIELD»	-24%	1%	76%
DEUDA MERCADOS EMERGENTE	-5%	-8%	75%
MATERIAS PRIMAS	-37%	-11%	58%

Fuentes : La renta variable está representada por el índice MSCI World Net TR, la deuda pública por el índice JP Morgan GBI Global, el crédito high yield por el índice iBoxx Liquid High Yield, la deuda de mercados emergentes por el índice JP Morgan GBI-EM Global Diversified Composite, el private equity por el índice LPX50 Listed Private Equity TR, las infraestructuras por el índice MSCI World Infrastructure NR, el sector inmobiliario por el índice FTSE EPRA NAREIT Developed TR y las materias primas por el índice Bloomberg Commodities (todos en dólares estadounidenses).

No hacía falta mucho más para convencer a los gestores de lanzar este tipo de fondos. Con el fin de mantener una rentabilidad prevista similar a la del mercado de renta variable, los fondos *risk parity* utilizan un apalancamiento de 5 veces. Es decir, su exposición a los mercados de renta variable y de renta fija es respectivamente del 85% y del 400%. Desde los primeros lanzamientos de fondos *risk parity*, la realidad ha superado a la ficción (o, en el caso que nos ocupa, a las simulaciones históricas). Estos fondos de hecho se han beneficiado de una recorrelación al alza de la renta variable y la deuda en un contexto de políticas monetarias particularmente acomodantes en todo el mundo. Y para poner la guinda al pastel, los pequeños «baches» registrados

por el mercado bursátil (por ejemplo, durante el verano de 2011 con la crisis de la deuda soberana) se han visto contrarrestados por el considerable ascenso de los mercados de renta fija.

Sin embargo, el período reciente se ha revelado más complicado: durante los últimos tres años la asignación *risk parity* ha registrado una evolución casi plana (véase gráfico 4). Son ya muchos los inversores que ven este período como representativo de lo que podría depararnos el futuro cercano, y ello con independencia del escenario que se contemple para el crecimiento económico mundial. De persistir los temores en torno al crecimiento económico, los mercados de renta variable estarán, en el mejor de los casos, limitados al alza (los múltiplos de valoración son ya elevados) y, en el peor, expuestos a fuertes caídas. Al mismo tiempo, el potencial de contribución de la parte de renta fija se muestra cada vez más débil dado el nivel actual de los tipos de interés. Este es el escenario dominante desde el verano de 2015, con una rentabilidad media de este tipo de fondos del orden del -10 % entre agosto de 2015 y abril de 2016. El escenario alternativo vendría representado por una mejora progresiva del entorno económico y la adopción de una política monetaria más restrictiva por parte de la Reserva Federal. En tal caso, la correlación entre la renta variable y la deuda pública podría reinstaurarse... aunque esta vez a la baja. La experiencia del mes de junio de 2013, cuando la Reserva Federal anunció una ralentización de sus inyecciones de liquidez («*tapering*») constituye un ejemplo retrospectivo. De hecho, los fondos *risk parity* acusaron serios reveses generalizados durante ese período (-7% de media a causa de la caída simultánea de todos los activos), si bien recuperaron la mayor parte de dichas pérdidas a lo largo de los trimestres posteriores gracias al discurso de «*paciencia*» finalmente desplegado por la Reserva Federal.



## ¿SON LOS HEDGE FUNDS INVERSIONES REALMENTE «ALTERNATIVAS»?

Dados los exigentes precios y la elevada correlación existente entre las clases de activos, los inversores están poniendo la mirada cada vez más en los «*Hedge Funds*» (HF). Estos prometen brindar una rentabilidad no correlacionada con las grandes tendencias del mercado por su capacidad para realizar ventas en corto de los diferentes activos. Su patrimonio gestionado se ha triplicado a lo largo de los últimos diez años, situándose hoy en los casi 3 billones de dólares, según HFR (*Hedge Funds Research*). Se espera que esta tendencia continúe: tres de cada cuatro inversores entrevistados por McKinsey (agosto de 2014) tienen la intención de aumentar o mantener la parte de su cartera asignada a HF durante los próximos tres años, con lo que, según cálculos de Citigroup (2014), el patrimonio global gestionado debería prácticamente duplicarse de aquí al cierre de 2018.

En este contexto, la decisión del mayor fondo de pensiones estadounidense CalPERS (*California Public Employees' Retirement System*) de abandonar completamente este tipo de inversión parece contraria al consenso del mercado. No obstante, en una observación más pausada se comprueba que, de media, los HF no han cumplido su promesa de diversificación (véase gráfico 1). Durante los 11 últimos años (de 2005 a 2015), los HF —tanto si son del tipo «*investable*» (índices HFRX) como si pertenecen a la categoría «*non investable*» (índices HFRI)— han registrado una evolución muy estrechamente correlacionada con las clases de activos de riesgo, como la renta variable —representada por el índice MSCI World Net TR USD— o el crédito *high yield* —representado por el índice iBoxx US Liquid High Yield (véase cuadro 2). Llevando el análisis un poco más lejos, resulta igualmente preocupante constatar que las diferentes estrategias utilizadas por los HF (*Event Driven, Long/Short Equity, etc.*), sobre el papel muy diferentes *a priori*, exhiben en todos los casos niveles de correlación importantes con el universo global de los HF.

**CUADRO 2. Sincronización de la rentabilidad de los hedge funds**

	Correlación con	
	HFRX Global	HFRI Global
RENDA VARIABLE	80%	89%
DIFERENCIAL HIGH YIELD	70%	72%
EVENT DRIVEN	90%	95%
LONG/SHORT EQUITY	95%	99%
CONVERTIBLE ARBITRAGE	76%	81%
DISTRESSED	71%	87%
MACRO	57%	55%

---

## CONCLUSIÓN

El impacto de las sucesivas crisis (pinchazo de la burbuja tecnológica de 2000-2002, crisis financiera global de finales de 2008/principios de 2009, crisis de la deuda soberana de 2011-2012) sobre las rentabilidades de los fondos de asignación clásicos (fondos mixtos, flexibles y alternativos) ha sido sumamente revelador. Los profesionales se han dado cuenta de que los métodos tradicionales de asignación de activos conducían a una exposición implícita de los fondos, en el mejor de los casos, a varios factores de riesgo en circunstancias de mercado normales, y en el peor de los casos, a un solo riesgo de renta variable durante períodos de fuerte aversión al riesgo. Incluso la diversificación histórica entre renta variable y deuda pública ha quedado interrumpida en los últimos años debido a que las inyecciones de liquidez por los bancos centrales han aportado impulso a todos los activos. Y si bien los fondos *risk parity* han salido netamente beneficiados de ello, el entorno actual no parece ser tan propicio. El análisis de la sincronización de las rentabilidades (materializadas o potenciales) entre la mayoría de los fondos ha llevado a muchos inversores a afirmar que la diversificación y el alfa no eran más que un espejismo.

Si bien esta opinión ha quedado por desgracia corroborada en términos de promedio, no cabe extrapolarla al conjunto de los fondos de inversión, algunos de los cuales han superado de manera consistente a sus respectivos índices de referencia. ¿Cuál es el «secreto» de los profesionales encargados de gestionarlos? Este es el tema que abordaremos en el segundo artículo de nuestra serie dedicada a la inversión factorial.

*Este artículo fue publicado por primera vez en la edición de Junio N° 797 de Revue Banque*

## BIBLIOGRAFIA

- Ang Andrew, William N. Goetzmann y Stephen M. Schaefer (2009), *Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund - Global*, informe elaborado para el ministro noruego de Economía y Finanzas.
- Mesomeris Spyros, Yiyi Wang, Marco Salvini y Jean-Robert Avettand-Fenoel (2012), *A New Asset Allocation Paradigm*, informe temático de Deutsche Bank.



## INFORMACIÓN IMPORTANTE

El presente análisis de investigación, es el resultado de la experiencia y los conocimientos de los profesionales del sector de gestión de inversiones que trabajan para La Française Investment Solutions. Por consiguiente, es importante señalar lo siguiente: (i) el presente documento va dirigido, exclusivamente, a inversores/asesores profesionales y no debe ser tomado como referencia por inversores particulares; (ii) los análisis incluidos en el presente documento reflejan las opiniones de sus autores en la fecha de elaboración de los mismos, son susceptibles de cambios y no podrán, en modo alguno, considerarse responsabilidad de La Française Investment Solutions; y (iii) las conclusiones demostradas en el presente análisis, no influirán en la toma de decisiones operativas y no vincularán, en modo alguno, a La Française Group ni a ninguna de sus filiales, con respecto a las decisiones adoptadas o que se puedan adoptar en el futuro.

El presente documento, ha sido elaborado con fines únicamente informativos. y no constituye, por parte de La Française Investment Solutions, una oferta, ni una invitación para comprar o vender, ni una recomendación de inversión en relación con los vehículos que LFIS pudiera gestionar y/o recomendar, ni con los títulos o instrumentos financieros mencionados en el presente documento, ni para participar en ninguna estrategia de inversión de forma directa o indirecta. La información contenida en el presente documento se ha establecido (elaborado) sobre la base de datos, proyecciones, previsiones, anticipaciones e hipótesis de carácter subjetivo. Su análisis y las conclusiones resultantes constituyen la expresión de una opinión, basada en los datos disponibles en un momento determinado. Dado el carácter indicativo y subjetivo de dicho análisis, le rogamos que tenga en cuenta que la evolución de las variables y los valores económicos de los mercados financieros podría diferir en gran medida de las indicaciones (proyecciones, previsiones, anticipaciones e hipótesis) contenidas en el presente documento. Asimismo, dado la naturaleza subjetiva (el carácter subjetivo) de estos análisis y opiniones, los equipos de gestión de La Française Investment Solutions o sus filiales no están obligados a emplear o actuar conforme a las informaciones, proyecciones, previsiones, anticipaciones, hipótesis y opiniones incluidas en el presente documento, ya que dichos equipos podrán actuar según sus propias opiniones y como departamentos independientes dentro de La Française Group. La simplificación exige que toda la información contenida en el presente documento se considere exclusivamente de carácter subjetivo. El presente documento es susceptible de cambios sin previo aviso y La Française Investment Solutions podrá, aunque no tendrá obligación alguna al respecto, actualizar o revisar de cualquier otro modo la información contenida en el mismo. Dicha información se basa en datos proporcionados o publicados por los proveedores oficiales de estadísticas económicas y de mercado. La Française Investment Solutions no se hace responsable de las decisiones basadas en la información contenida en el presente documento. Al aceptar esta información, los destinatarios de este documento afirman que usarán esta información exclusivamente para evaluar su posible interés en las estrategias descritas en el mismo y que no divulgarán dicha información a terceros. Se prohíbe la reproducción de esta información, de forma total o parcial, salvo autorización de La Française Investment Solutions.



**LA FRANÇAISE**

128, bd Raspail 75006 Paris - France  
Tél. +33 (0)1 73 00 75 75  
institutionnels-lfgis@lafrancaise-group.com  
480 871 490 RCS Paris  
<https://www.lafrancaise-gis.com>

La Française Investment Solutions is a company of La Française Group - [www.lafrancaise-group.com](http://www.lafrancaise-group.com)

La Française Investment Solutions a French *société par actions simplifiée* with share capital of €10,000,000 • Registered with the Trade and Companies Register of Paris under number 752 897 850 • 128, boulevard Raspail - 75006 Paris - France • Portfolio Management Company - AMF authorisation No. GP 13000004 ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) • Publication edited by La Française Investment Solutions.