

Incluso dios sería despedido como gestor de fondos

En este informe partimos de un ejercicio realizado por la firma de inversión Alpha Architect, que en el año 2016 publicó un análisis representando la cartera de inversión que construiría un gestor con una clarividencia plena sobre el futuro, es decir, un ente con capacidad de predicción perfecta sobre el comportamiento futuro de las compañías en bolsa.

Autor: Javier Sáenz de Cenzano, CFA.
Gestor de Azvalor Managers.

Noviembre de 2019

En concreto, el ejercicio consiste en construir una cartera de compañías americanas, teniendo una bola de cristal (¡que funciona!), que te permite conocer con antelación las acciones que mejor lo harían en los cinco años siguientes, durante un período de tiempo muy extenso (reconstruyendo la cartera cada cinco años, con las acciones ganadoras en cada período de cinco años subsiguientes).

Los resultados que conseguiría la “cartera de dios” a lo largo de casi 90 años (de 1927 a 2016) serían los siguientes:

God’s Portfolio Performance (1927 to 2016)

	GOD’S PERFORMANCE	S&P500
Annualized Return	29.37%	9.87%
Standard Deviation	22.41%	18.96%
Sharpe Ratio (RF=T-Bills)	1.12	0.42

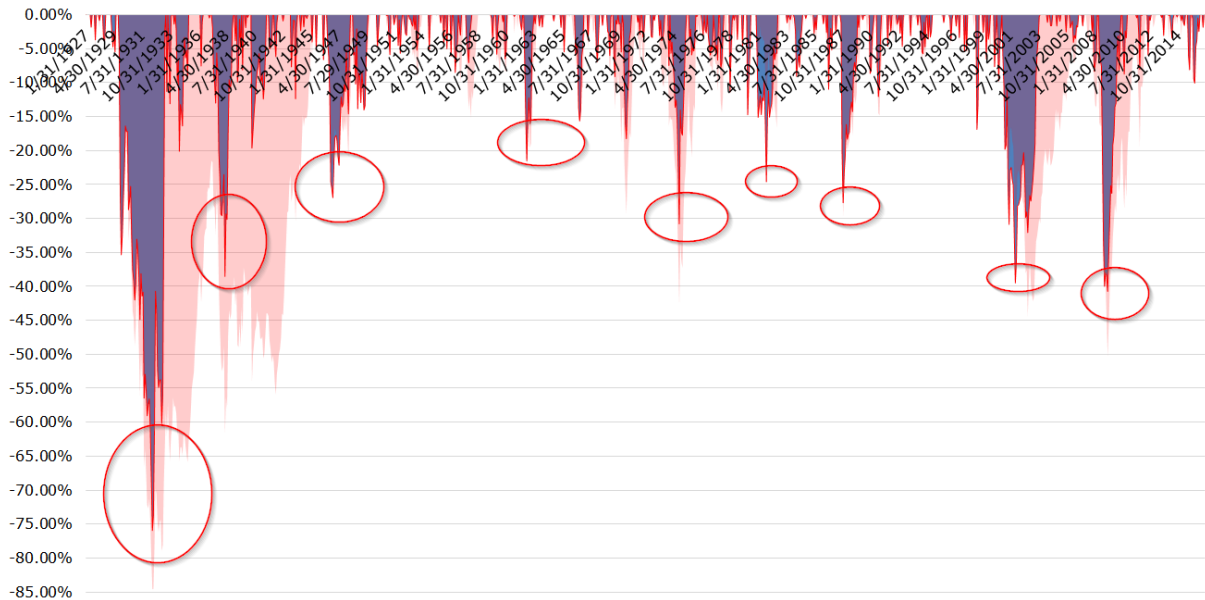
Fuente: Alpha Architect, Feb 2016

Para esa cartera “perfecta” la rentabilidad es de casi ¡el 30% anual!, cerca de un 20% anualizado superior al mercado (S&P 500). Excelente, tenemos al mejor gestor activo del mundo (y de hecho acabaría siendo el dueño de todo el mercado, este es un ejercicio teórico).

Pero, ¿qué pensarán los inversores de ese fondo a lo largo de esos 90 años, y cómo habrán realizado esa travesía? La respuesta corta es: con muchos dolores de cabeza. La cartera perfecta hubiese tenido en el **peor período, de pico a suelo (máximo drawdown), una caída del -75.94%**. Y se habrían producido hasta **diez períodos diferentes con caídas de más del 20%**. Además, esta cartera hubiese mostrado un nivel de volatilidad superior a la del mercado.

God's Portfolio - Drawdowns

— God Drawdowns — S&P500 Drawdowns



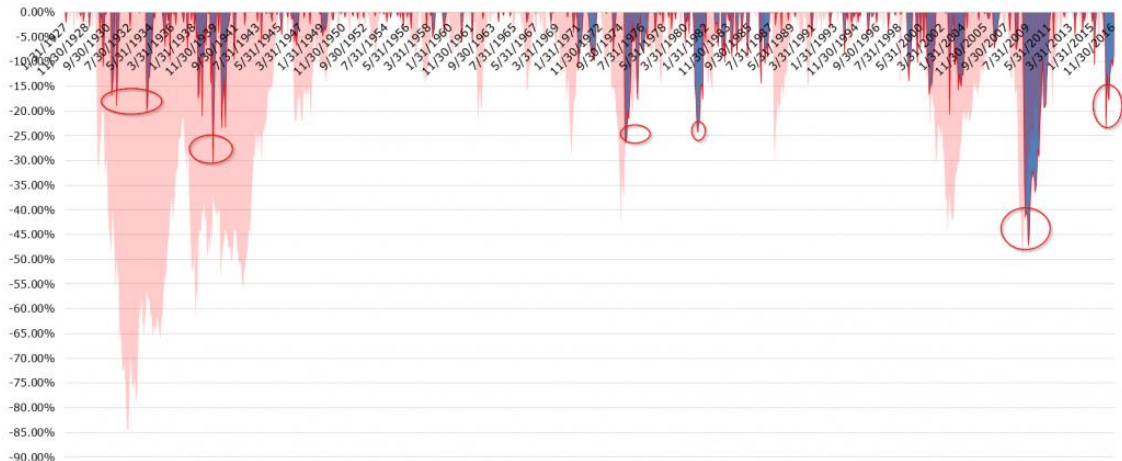
Drawdown Rank	Drawdown	Date of Prior Peak	Date of Low	Date of Recovery	Peak to Low (days)	Low to Recovery (days)	Peak to Peak (days)
1	-75.94%	8/30/1929	5/31/1932	6/30/1933	1005	395	1400
2	-40.75%	5/31/2008	2/28/2009	3/31/2010	273	396	669
3	-39.51%	8/31/2000	9/30/2001	9/30/2003	395	730	1125
4	-38.54%	2/27/1937	3/31/1938	12/31/1938	397	275	672
5	-30.81%	12/31/1973	9/30/1974	4/30/1975	273	212	485
6	-27.69%	8/31/1987	11/30/1987	1/31/1989	91	428	519
7	-26.94%	5/31/1946	11/30/1946	4/30/1948	183	517	700
8	-24.61%	11/30/1980	9/30/1981	8/31/1982	304	335	639
9	-21.53%	2/28/1962	6/30/1962	1/31/1963	122	215	337
10	-20.13%	3/31/1934	7/31/1934	4/30/1935	122	273	395

Fuente: Alpha Architect, Feb 2016

Desarrollando más el ejercicio, se podría crear la **cartera long-short perfecta**, para analizar si al tomar posiciones cortas podríamos mitigar las caídas. Con este “hedge fund”, la rentabilidad alcanzaría nada menos que un **+46% anual**. Pero, de nuevo, **la caída máxima sería fortísima, de -47% de pico a suelo**, con múltiples períodos de caídas por encima del -20%.

God's long/short Portfolio – Drawdowns (Long 5-year decile winners; short 5-year decile losers)

— God L/S Drawdowns — S&P500 Drawdowns

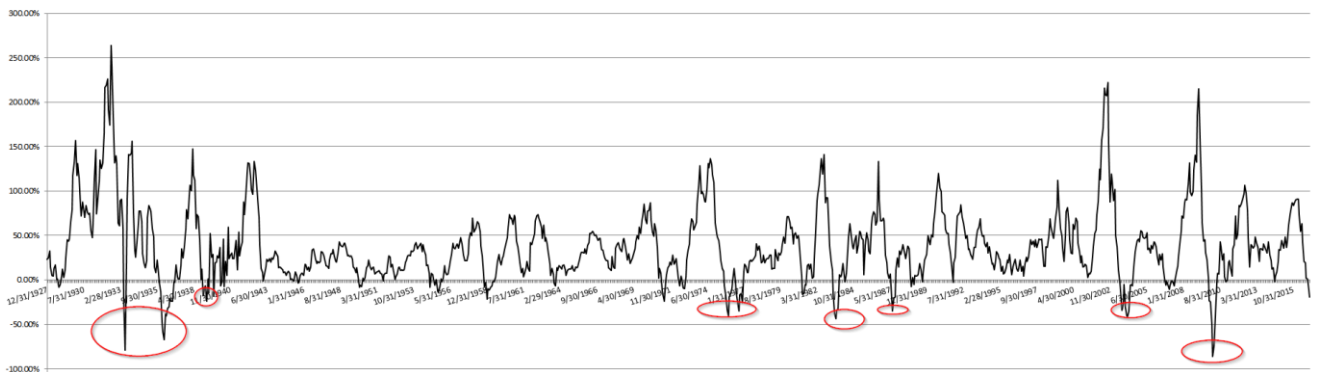


Fuente: Alpha Architect, Feb 2016

Más interesante aún, esa cartera long-short “perfecta” habría tenido en muchas ocasiones rentabilidades a un año peores que el índice (S&P 500). Por supuesto, también habría batido frecuentemente al mismo, por diferencias espectaculares, y seguro que el gestor habría aparecido en la portada del Financial Times como el gran gurú, pero la realidad es que a menudo hubiese estado detrás de una opción pasiva, en ocasiones por una diferencia de más del 50%. Desde luego, Dios sería sido despedido como gestor de fondos.

God's long/short vs S&P500

— God L/S 1-year Rolling CAGR Relative to S&P500

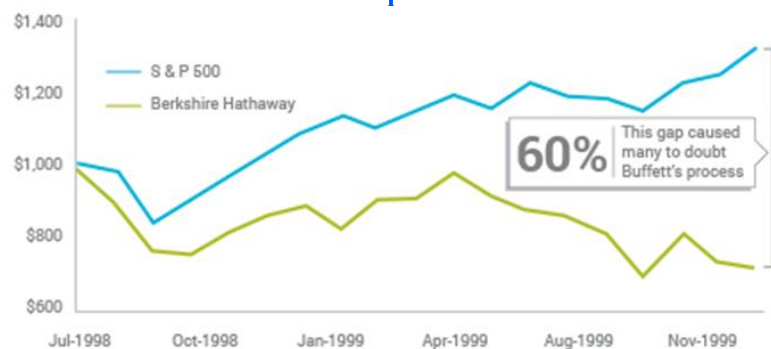


Fuente: Alpha Architect, Feb 2016

Volviendo al mundo real, ¿ha sufrido esto el inversor más legendario de todos los tiempos, **Warren Buffett**? Según un estudio de Eric Crittenden (Longboard Asset Management), en períodos diarios, semanales, trimestrales o semestrales, Buffett **ha tenido más ciclos de rentabilidad por debajo del índice que por encima**. Y sin embargo, bajo el mando de Buffett (1965 a 2018) un inversor en Berkshire Hathaway habría convertido 1.000 dólares en casi 25 millones de dólares, frente a los 150 mil dólares que habría obtenido invirtiendo en el índice S&P 500 (fuente: carta anual Berkshire Hathaway).

¿Debería haber cambiado Buffett su forma de hacer las cosas cuando su cartera no estaba funcionando? En el siguiente gráfico vemos un período especialmente malo para él, y para otros gestores con un estilo de inversión similar:

Berkshire's short-term underperformance in the late 1990's



Fuente: Longboard.com

Durante la burbuja tecnológica de finales de los años 90, Buffett, en lugar de cambiar su estrategia a mitad de juego, **se mantuvo firme en su estilo y proceso de inversión**, a pesar de un *underperformance* muy severo y una crítica feroz por parte del mercado (Wall Street Journal, Diciembre 1999: [What's wrong, Warren?](#)), y en los tres años siguientes (2000-2002) hizo una **rentabilidad del +53%**, mientras que el S&P 500 bajó un 25%.

Y no solo le pasa a Buffett. Según el citado estudio de Longboard Asset Management, si miras a los mejores gestores de la historia, se observa que **se pasaron la mayor parte del tiempo (a corto plazo) haciéndolo peor que el índice**.

El inversor en fondos tiende a perseguir la rentabilidad reciente pasada, entrando y saliendo de los mismos en los peores momentos (comprando arriba y vendiendo abajo), lo que es una fórmula para el fracaso. Esto le sucedió a uno de los mejores gestores de la historia, Peter Lynch. Su fondo Fidelity Magellan obtuvo cerca de un 30% de rentabilidad anual, pero se cuenta (aunque Fidelity nunca lo confirmó) que la mayoría de los inversores en su fondo perdieron dinero, al entrar y salir del mismo de forma inoportuna. Esta **“penalización por comportamiento”** (*behaviour gap*) ocurre en la inmensa mayoría de los fondos, como muestra el estudio [“Mind the Gap”](#) de Morningstar.

Es importante ser consciente de que las rentabilidades suelen llegar en períodos muy cortos de tiempo. Morningstar analizó, en su estudio [“Is there a good time to buy or sell actively managed funds?”](#), aquellos fondos que han generado un exceso de rentabilidad frente al índice en los últimos 15 años (Nov 2003 a Oct 2018). El estudio demuestra que aquellos que han conseguido batir a los índices a largo plazo, **generaron su exceso de rentabilidad en menos de un 5% del tiempo**, de media. Es decir, en un período de 15 años, generaron su rentabilidad extra en tan solo 7,4 meses.

Exhibit 2 Critical Months Statistics for Funds that Outperformed Their Benchmarks, Aggregate

Mean	Median	25th Percentile	75th Percentile
7.43	6	3	10

Source: Morningstar Direct, Authors' Calculations.

Exhibit 3 Critical Months Statistics for Funds that Outperformed Their Benchmarks, Grouped by Region

Region	Fund Count	Mean	Median	25th Percentile	75th Percentile
Asia–Developed	178	7.49	5	3	9
Canada	304	7.78	5	3	12
Europe–ex Euro	307	9.22	8	4	13
Eurozone	1430	7.40	6	3	10
United Kingdom	388	8.71	8	4	12
United States	1146	6.44	5	2	9

Source: Morningstar Direct, Authors' Calculations.

Lógicamente, es imposible predecir cuáles serán esos meses, **luego si queremos capturar ese “alpha” del gestor activo, debemos permanecer invertidos a largo plazo**, aguantando períodos de mala rentabilidad absoluta o en relación a índices. Esos períodos son **NECESARIOS**, aunque **DOLOROSOS**, para batir a largo plazo. Además, es clave invertir con un gestor que no cambie los pilares de su proceso cuando el mercado, por las razones incorrectas, le lleva la contraria. **Todos los gestores pasan por períodos difíciles en rentabilidad**, y deben ser **capaces de ser consistentes** en la aplicación de su proceso de inversión, incluso cuando es necesario navegar a través de la tormenta.

Por su parte, **el inversor no debe comprar o vender un fondo basándose en la rentabilidad reciente que ha generado el gestor**. Nadie sabe qué día o a qué hora se va a producir el *outperformance*, e incluso los gestores que batan a largo plazo están la mayor parte del tiempo en línea o por debajo del mercado. En períodos de mala rentabilidad, habrá que analizar si se han producido errores de inversión (pérdidas permanentes de capital) y por qué. Si no se han producido errores, puede ser incluso una oportunidad para que el inversor incremente su posición.