

El dilema de la gestión activa

“... Bien merecen poseer los que ganan por el medio más seguro y firme”.

– Shakespeare, “Ricardo II”

RESUMEN

Colaboradores

Fei Mei Chan

Director

Index Investment Strategy

feimei.chan@spglobal.com

Tim Edwards, Ph.D

Managing Director

Index Investment Strategy

tim.edwards@spglobal.com

Anu R. Ganti, CFA

Director

Index Investment Strategy

anu.ganti@spglobal.com

Craig J. Lazzara, CFA

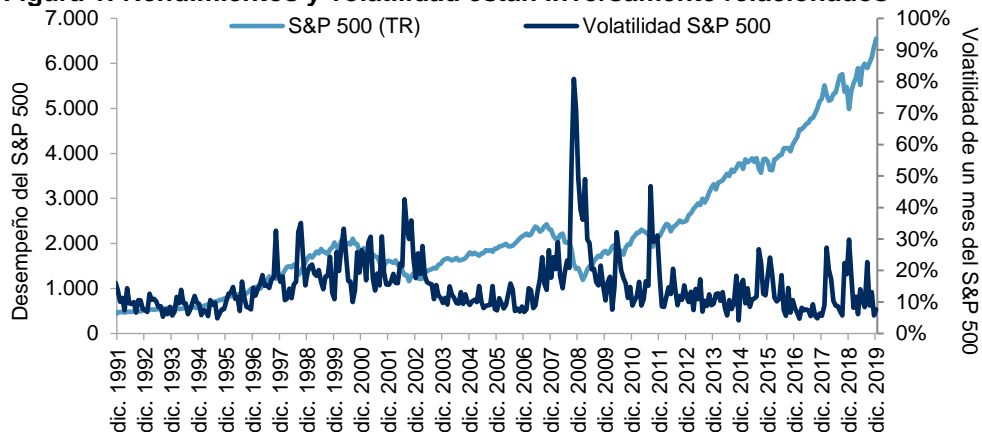
Managing Director

Index Investment Strategy

craig.lazzara@spglobal.com

- **Por lo general, se asocia la volatilidad del mercado por debajo de la media con rendimientos sobre el promedio.** Así que, si se diera a elegir entre alta y baja volatilidad, la mayoría de los inversionistas preferiría esta última.
- Sin embargo, para los administradores activos esta elección es menos obvia: **una volatilidad del mercado más baja se asocia con una menor correlación y dispersión**, ambas variables que hacen más difícil justificar la gestión activa.
- Generalmente, las carteras activas son más volátiles que sus benchmarks (qué tanto más volátiles depende en parte de las correlaciones). Los administradores activos pagan un costo implícito asociado a la concentración, que aumenta cuando las correlaciones disminuyen.
- Una baja dispersión dificulta la creación de valor agregado a los administradores activos y reduce el rendimiento acumulado de aquellos que logran crearlo.
- Estas perspectivas resaltan el **conflicto entre los objetivos de generación de rendimientos absolutos y relativos.**

Figura 1: Rendimientos y volatilidad están inversamente relacionados



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 diciembre de 1990 hasta 31 de diciembre de 2019. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

UNA PREGUNTA SIMPLE

¿Un administrador activo debería preferir operar en un ambiente de mayor o menor volatilidad? ¿Qué factores se deberían considerar en esta decisión?

A primera vista, la elección parece bastante simple. La figura 1 nos recuerda que la volatilidad y los rendimientos están inversamente relacionados. Una mayor volatilidad generalmente penaliza los resultados y viceversa.

La figura 2 nos permite observar esto más directamente. En este caso, dividimos los meses de nuestra base de datos según su volatilidad mensual y analizamos los rendimientos en cada conjunto de meses.

La volatilidad y los rendimientos están inversamente relacionados.

Figura 2: Una mayor volatilidad implica menores rendimientos para el S&P 500®

VOLATILIDAD MENSUAL	MEDIA DE RENDIMIENTO (%)	DESVIACIÓN ESTÁNDAR (%)	RENDIMIENTO/RIESGO
Sobre la mediana	-0.04	3.51	-0.01
Bajo la mediana	1.84	2.04	0.91

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 diciembre de 1990 hasta 31 de diciembre de 2019. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

Estas cifras hacen parecer obvia la elección para los administradores activos: si la volatilidad es alta, los rendimientos tienden a ser negativos y si la volatilidad es baja, el rendimiento promedio es esencialmente positivo. Los rendimientos positivos indican que los clientes de los administradores activos están ganando dinero, lo que ellos normalmente agradecen, y que las comisiones de administración (si se basan en activos) también están creciendo. Atraer nuevos activos es más fácil durante períodos de alza del mercado, mientras que “en los mercados a la baja, los inversionistas no premian el desempeño superior con mayores flujos de caja”.¹

Una menor volatilidad indica que los administradores y clientes disfrutan de rendimientos más estables y menos sorpresas.

Una menor volatilidad indica que los administradores y clientes disfrutan de rendimientos más estables y menos sorpresas. Sin duda, un administrador debería desear una baja volatilidad, tanto por su propio bien como por su conexión con mayores rendimientos. **¿Qué podría salir mal?**

ANALIZANDO LA VOLATILIDAD

Por definición, la volatilidad del mercado es simplemente una estadística. En la figura 1, calculamos la volatilidad tomando la desviación estándar de los rendimientos mensuales en horizontes temporales de 12 meses. Sin embargo, los inversionistas experimentan la volatilidad de dos formas que

¹ Dicho de otra forma, desde una perspectiva comercial, puede ser mejor tener un desempeño inferior durante las alzas del mercado que viceversa, aunque obviamente obtener resultados superiores al benchmark durante las alzas del mercado es el mejor de los escenarios posibles. Consulte el artículo de Aron Gottesman, Matthew Morey y Menahem Rosenberg: “[Do Active Managers of Retail Mutual Funds Have an Incentive to Closet Index in Down Markets?](#)” *The Journal of Investment Consulting*, 2013 y el artículo de Samuel M. Hartzmark y David H. Solomon: “[Reconsidering Returns](#)”, 2019.

se relacionan con la magnitud y el momento de los movimientos del mercado.

- Si se mantienen las demás condiciones, una mayor *volatilidad del mercado* significa una mayor volatilidad de las *acciones que lo componen*. Cuando las acciones son más volátiles, las apuestas son mayores: los vencedores ganan más y los perdedores pierden más. En otras palabras, una mayor volatilidad implica un *rango* más amplio de desempeño por acción.
- Si se mantienen las demás condiciones, una mayor volatilidad implica que más acciones se mueven en la misma dirección. Si cada acción del mercado cae, el mercado será más volátil que si la mitad de las acciones cayera mientras la otra sube.

Un administrador activo hábil puede agregar mayor valor cuando la dispersión es alta que cuando es baja.

Podemos expresar estos dos aspectos de la volatilidad en dos métricas: *dispersión* y *correlación*. La dispersión mide la *gama de resultados* entre los componentes de un índice durante un período específico.² La correlación mide el grado en que los componentes de un índice *fluctúan en la misma dirección* a la vez.³

Esperaríamos que un seleccionador de acciones quisiera grandes brechas entre las acciones de mejor y peor desempeño en su universo, ya que una brecha amplia indica una alta dispersión. Un administrador activo hábil puede agregar mayor valor cuando la dispersión es alta que cuando es baja. De este modo, los administradores activos, o al menos el grupo de administradores que confían en su habilidad para la selección de acciones, deberían preferir una alta dispersión.⁴

Los administradores activos asumen voluntariamente una mayor volatilidad en la búsqueda de rendimientos superiores.

El papel de la correlación es más sutil. Por lo general pensamos en la baja correlación como una ventaja: *para un conjunto específico de activos y ponderaciones*, una menor correlación significa menos volatilidad y mejores rendimientos ajustados al riesgo. Sin embargo, los activos y ponderaciones no son fijas cuando comparamos gestión activa y pasiva. La esencia del trabajo de un gestor activo es elegir un conjunto *diferente* de activos y ponderaciones que su benchmark pasivo. En la mayoría de los casos, esa decisión da como resultado un portafolio activo con una volatilidad superior a su benchmark.⁵

Dicho de otra forma, los administradores activos asumen voluntariamente una mayor volatilidad en la búsqueda de mayores

² Tim Edwards y Craig J. Lazzara: "[Dispersion: Measuring Market Opportunity](#)", S&P Dow Jones Indices, diciembre de 2013.

³ Tim Edwards y Craig J. Lazzara: "[At the Intersection of Dispersion, Volatility and Correlation](#)", S&P Dow Jones Indices, abril de 2014.

⁴ Fei Mei Chan y Craig J. Lazzara: "[Grados de dificultad: Indicadores de éxito en la gestión activa](#)", S&P Dow Jones Indices, mayo de 2018. La misma relación también se aplica a los índices de factores; el diferencial de desempeño de los factores en relación con el [S&P 500](#) aumenta dramáticamente cuanto mayor es la dispersión. Consulte el artículo de Fei Mei Chan y Craig J. Lazzara: "[Gauging Differential Returns](#)", enero de 2014.

⁵ Tim Edwards y Craig J. Lazzara: "[La volatilidad de la gestión activa](#)", S&P Dow Jones Indices, septiembre de 2016.

El beneficio de la diversificación es menor cuando las correlaciones son elevadas.

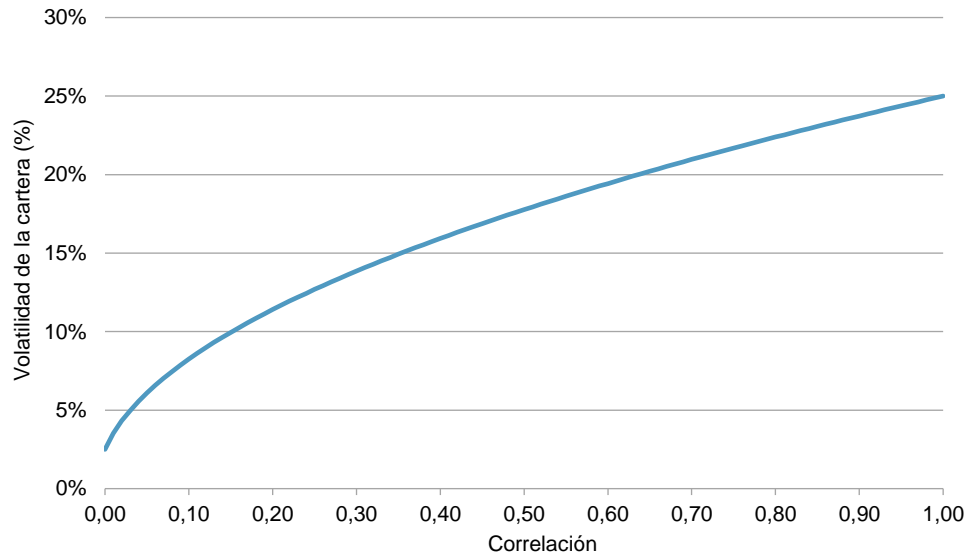
En lugar de recibir un beneficio de la diversificación, los administradores activos incurren en un costo de concentración.

El costo de la concentración representa la volatilidad aumentada que un administrador acepta al adoptar una estrategia activa.

rendimientos. **Elegir la gestión activa es renunciar a una posible reducción de la volatilidad.** ¿A cuánta reducción de volatilidad se está renunciando? Si las correlaciones son elevadas, pasar de un benchmark pasivo a una cartera activa concentrada puede provocar un aumento relativamente bajo de la volatilidad. Si las correlaciones son bajas, el mismo movimiento puede significar una volatilidad mucho mayor para el inversionista.

Podemos ilustrar este punto con un ejemplo simple. La figura 3 muestra la volatilidad de una cartera compuesta por 100 acciones ponderadas equitativamente en diferentes niveles de correlación, asumiendo que cada acción tiene una volatilidad de 25%. Si la correlación de los activos es 1.00, la volatilidad del portafolio será simplemente el promedio de volatilidad de cada activo individual. Suponiendo de manera realista que los activos no están perfectamente correlacionados, la cartera será menos volátil que su componente promedio. Qué tanto menos dependerá de la correlación de los activos en cuestión. Como ilustra la figura 3, la volatilidad de la cartera disminuye junto con las correlaciones. **El beneficio de la diversificación es menor cuando las correlaciones son elevadas.**

Figura 3: La volatilidad de la cartera aumenta cuanto mayores son las correlaciones



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Se asume una cartera de 100 acciones ponderadas equitativamente y con una volatilidad de 25% cada una. Este gráfico posee fines ilustrativos.

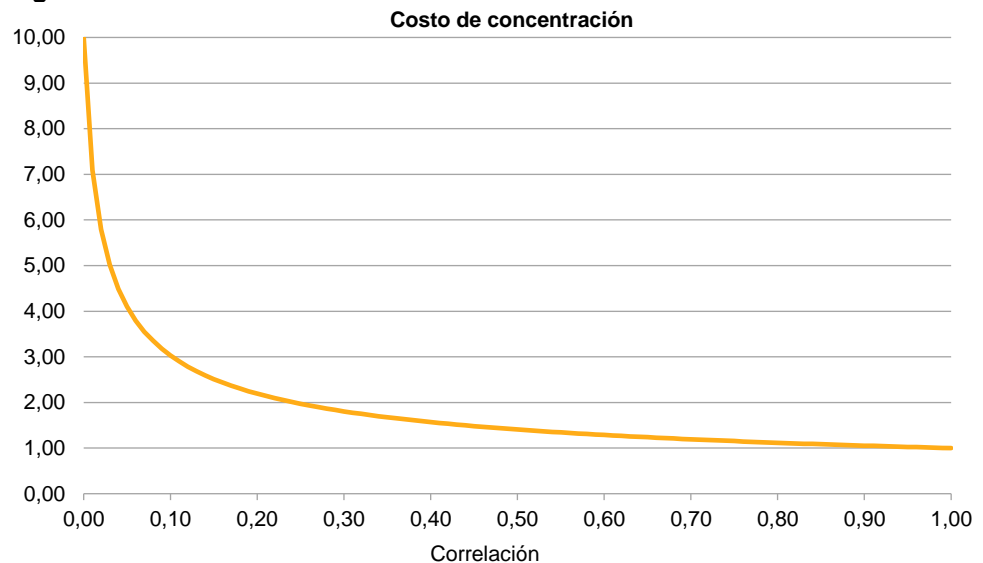
Los administradores activos abordan este problema desde una perspectiva opuesta. En lugar de recibir un beneficio de la diversificación, los administradores activos incurren en **un costo de concentración**. La figura 4 ilustra el costo de concentración, manteniendo las premisas de la figura 3. **Definimos el costo de concentración como la relación de la volatilidad promedio de los activos que conforman la cartera con la**

Un administrador activo tenderá a preferir una volatilidad por debajo de la media, pero una dispersión y correlación superior al promedio.

volatilidad de esta. La figura 3 nos muestra, por ejemplo, que si la correlación entre los activos de la cartera fuera de 0.20, la volatilidad de la cartera sería de 11.4%. La volatilidad promedio de los activos que componen la cartera es 25.0%. El costo de concentración es la relación entre ambas volatilidades (2.19). Dicho de otra forma, en este contexto, el inversionista promedio que invierte en acciones individuales experimentará una volatilidad 119% superior a un inversionista diversificado.

El costo de la concentración es un costo de oportunidad: representa la volatilidad aumentada que un administrador acepta al adoptar una estrategia activa. Si las correlaciones son elevadas, la volatilidad aumentada asociada con una menor diversificación y mayor concentración disminuye. Por este motivo, **sostenemos que los administradores activos deberían preferir ambientes de mayor correlación.**

Figura 4: Las correlaciones elevadas reducen el costo de concentración



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Se asume una cartera de 100 acciones ponderadas equitativamente y con una volatilidad de 25% cada una. Costo de concentración = relación de volatilidad promedio por acción con la volatilidad de la cartera. Este gráfico posee fines ilustrativos.

El dilema de la gestión activa surge porque estos factores nunca ocurren al mismo tiempo.

EL DILEMA

En síntesis, planteamos que la mayoría de los administradores preferiría:

- Una volatilidad inferior a la media, por su relación con rendimientos superiores, mayores comisiones y una mayor facilidad para reunir activos;
- Una dispersión superior al promedio, porque la habilidad para la selección de acciones tiene mayor valor cuando la dispersión es alta, y;
- Una correlación superior al promedio, porque el costo de concentración asociado con la administración activa será menor cuando las correlaciones sean elevadas.

El dilema de la gestión activa surge porque estos factores nunca ocurren al mismo tiempo. La figura 5 ilustra este punto examinando nuevamente la figura 2, en la que separamos los meses de nuestra base de datos según la volatilidad mensual del [S&P 500](#). Cuando la volatilidad se encuentra por debajo de la mediana, tanto la dispersión como la correlación se encuentran bien por debajo de su nivel promedio que cuando la volatilidad es superior a la mediana.

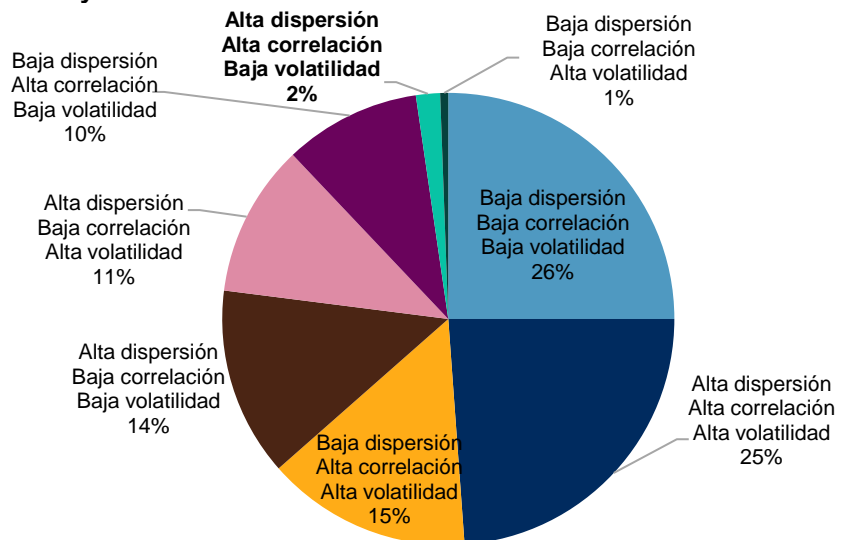
Figura 5: Una mayor volatilidad trae consigo dispersión y correlación mayores

VOLATILIDAD MENSUAL	VOLATILIDAD PROMEDIO (%)	DISPERSIÓN PROMEDIO (%)	CORRELACIÓN PROMEDIO
Sobre la mediana	20.99	27.1	0.33
Bajo la mediana	9.11	19.8	0.17

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 diciembre de 1990 hasta 31 de diciembre de 2019. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

La figura 6 refuerza este punto al observar la frecuencia con la que la volatilidad, dispersión y correlación están por encima o debajo de la mediana de sus niveles. Por ejemplo, en 26% de todos los meses entre 1991 y 2019, las tres variables estuvieron por debajo de la mediana, mientras que la superaron en 25% de los meses. **Nuestro resultado más deseado (baja volatilidad, alta correlación y dispersión) se da solamente en 2% de las observaciones.**

Figura 6: La volatilidad por debajo de la mediana generalmente indica una dispersión y correlación inferior a la mediana



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 diciembre de 1990 hasta 31 de diciembre de 2019. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Un administrador que espera una baja volatilidad debería reconocer que probablemente obtendrá también una baja correlación y dispersión. Una baja correlación indica renunciar a un beneficio de diversificación sobre el promedio y, por lo tanto, asumir un costo de concentración relativamente elevado. El costo de concentración nos recuerda que **un inversionista que opta por una estrategia activa en lugar de un índice renuncia a**

Un administrador que espera una baja volatilidad probablemente obtendrá también baja correlación y dispersión.

El rendimiento relativo es difícil de generar cuando el rendimiento absoluto es más fácil.

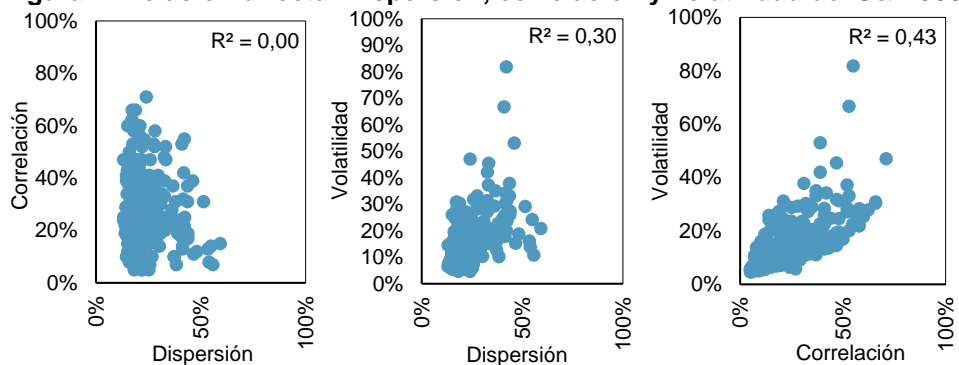
parte del beneficio de diversificación. Renunciar a una diversificación por encima de la media aumenta el costo de oportunidad de la gestión activa: una baja dispersión significa que será más difícil generar un rendimiento suficiente para justificar dicho costo. **El rendimiento relativo es difícil de generar cuando el rendimiento absoluto es más fácil,** y ahí radica nuestro dilema.

DIVERSIFICACIÓN Y EL COSTO DE CONCENTRACIÓN

Mencionamos anteriormente que podemos pensar la volatilidad de mercado en términos de la *magnitud* y el *momento* en que ocurren los movimientos de mercado. La dispersión es una medida de magnitud, mientras que la correlación es una medida del momento. **Los aumentos en la dispersión o en la correlación suelen acompañar las lecturas de mayor volatilidad.** La figura 7 muestra cada par de relaciones y confirma lo que hemos observado en las figuras 5 y 6. **Existe una fuerte relación entre volatilidad y dispersión, así como entre volatilidad y correlación, pero la relación entre dispersión y correlación es relativamente casual.**

La dispersión es una medida de magnitud, mientras que la correlación es una medida del momento.

Figura 7: Relación directa: Dispersión, correlación y volatilidad del S&P 500



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 diciembre de 1991 hasta 31 de diciembre de 2019. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Estos gráficos poseen fines ilustrativos.

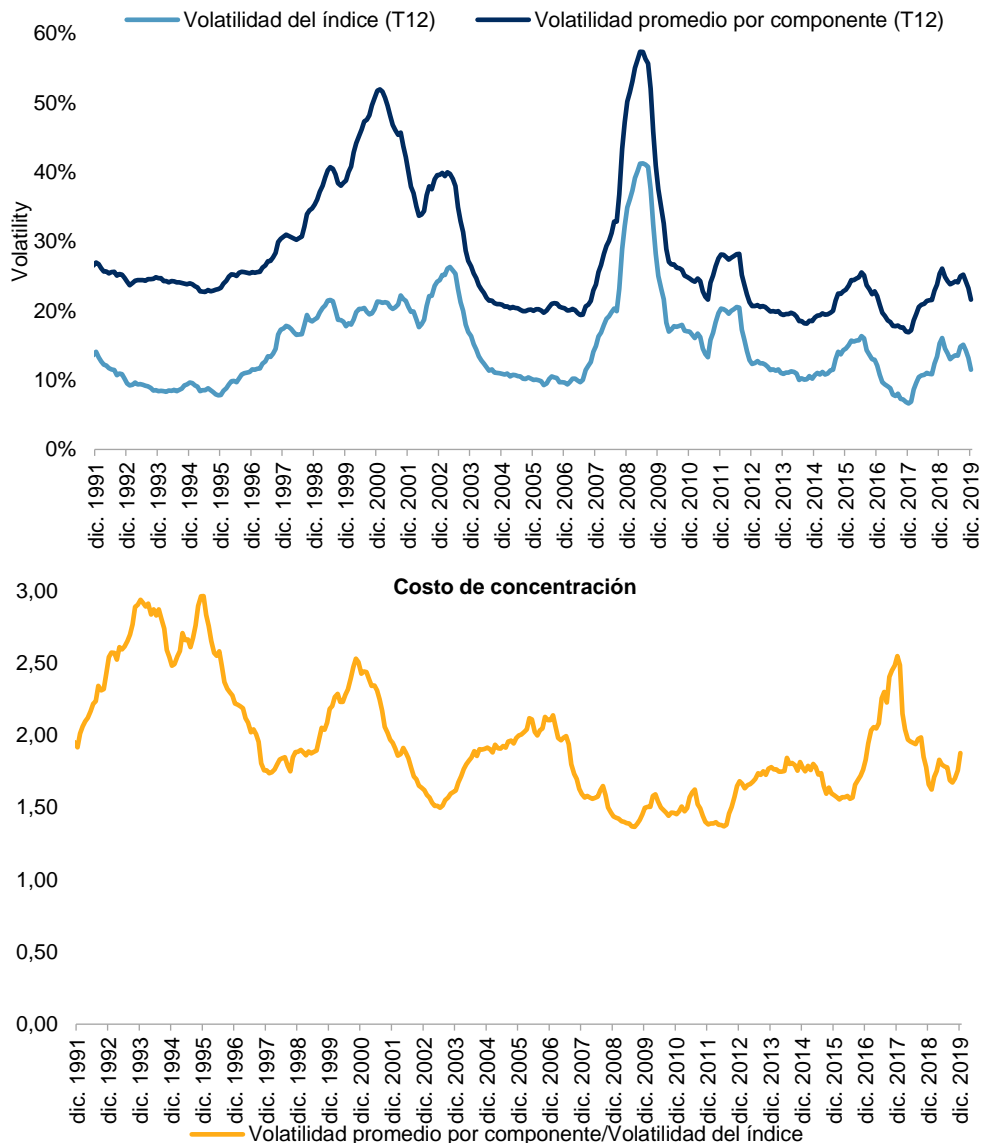
Un mayor costo de concentración nos dice que el posible beneficio de diversificación fue relativamente grande.

En la figura 4, usamos un ejemplo simple para comparar la volatilidad de una cartera con la volatilidad promedio de sus componentes. La figura 8 utiliza el mismo principio en un índice de la vida real: el S&P 500. El panel superior de la figura compara la volatilidad promedio de los componentes del S&P 500 con la volatilidad del índice (ambas medidas en intervalos de 12 meses), mientras que el panel inferior muestra la relación de ambas volatilidades. El lector reconocerá que **esta relación es conceptualmente el mismo costo de concentración** que observamos en la figura 4.

Este costo sube y baja, como se puede ver en la figura 8. El ratio siempre supera 1.0 y la volatilidad promedio de los componentes nunca es inferior a la del índice, lo que significa que la diversificación siempre genera un beneficio de reducción de volatilidad. Sin embargo, **la magnitud del beneficio fluctúa drásticamente**, con máximos de más de dos veces el tamaño de los niveles mínimos. La relación alcanzó su máximo en el

período de 12 meses con término el día 31 de diciembre de 1995. El nivel mínimo vino en agosto de 2009. Un mayor costo nos dice que el posible beneficio de diversificación fue relativamente grande.

Figura 8: El beneficio de diversificación fluctúa



¿Cuán superiores deben ser los rendimientos de un administrador activo para justificar la mayor volatilidad que conlleva invertir a través de él?

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 diciembre de 1991 hasta 31 de diciembre de 2019. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Estos gráficos poseen fines ilustrativos.

Por supuesto, nuestro inversionista hipotético sacrifica parte del beneficio de diversificación por un motivo: él piensa que al hacerlo obtendrá mayores rendimientos. ¿Cuán superiores deben ser sus rendimientos para justificar la mayor volatilidad que conlleva invertir a través de él?

Algunas hipótesis simples nos ayudarán a responder esta pregunta:

R_i = el rendimiento de un índice

σ_i = la desviación estándar de los rendimientos del índice

Entonces, la relación de rendimiento/riesgo del índice es Ri/σ_i . Podemos pensar en esto como el precio del riesgo: el inversionista espera un pago (Ri/σ_i) por cada unidad de riesgo que asume.

Ahora asumimos que el inversionista posee una cartera activa relativamente concentrada con una desviación estándar de σ_p . El riesgo acumulado de esta cartera comparada con su índice es $(\sigma_p - \sigma_i)$. ¿Cuánto rendimiento acumulado debería exigir el inversionista a cambio del riesgo acumulado? Asumiendo que el precio del riesgo es como describimos anteriormente:

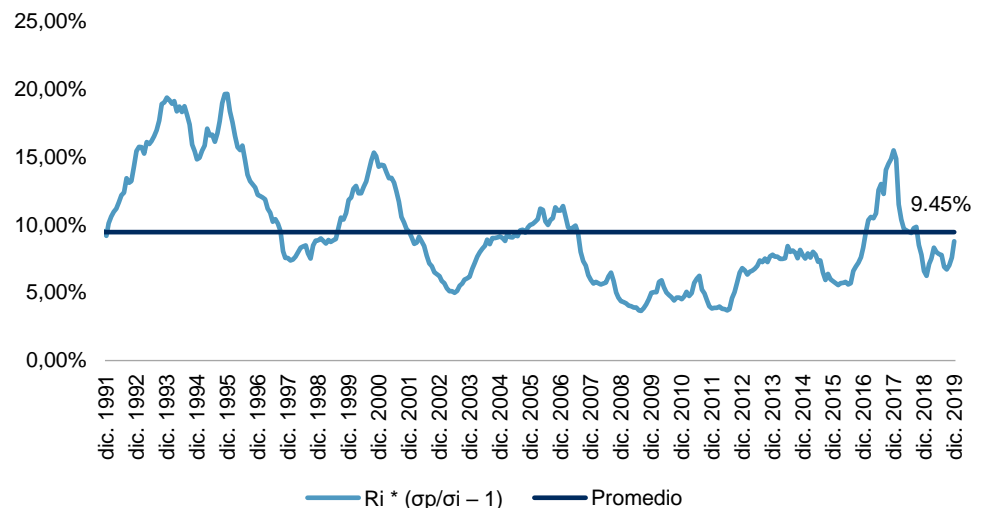
$$\text{Rendimiento requerido} = (Ri/\sigma_i) * (\sigma_p - \sigma_i) \tag{1}$$

$$= Ri * (\sigma_p/\sigma_i - 1) \tag{2}$$

El segundo término en la ecuación (2) es comparable al costo de concentración de la figura 8. De hecho, la ecuación (2) nos permite pasar de la razón relativamente abstracta de dos volatilidades a una más tasa requerida de rendimientos más concreta, como se muestra en la figura 9.

Figura 9: El rendimiento acumulado requerido alcanzó su máximo a principios de la década de 1990

A principios de la década de 1990, las correlaciones se mantuvieron bajas, lo que generó una gran reducción de la volatilidad para los inversionistas que optaron por una administración de un índice diversificado.



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 diciembre de 1991 hasta 31 de diciembre de 2019. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

Para crear la figura 9, es necesario asumir un rendimiento específico del mercado — Ri en la ecuación (2)—, el que definimos arbitrariamente como 10% (no lejos del promedio histórico).⁶ Podemos observar que el rendimiento acumulado requerido, que tuvo un promedio de 9.45% durante el período completo, alcanzó su máximo de 19.6% a principios de la

⁶ Aunque calculamos las volatilidades en la figura 7 utilizando datos de períodos de 12 meses, este enfoque no bastará para calcular los rendimientos. Habrá algunos intervalos de 12 meses en que el rendimiento del mercado sea negativo y que llevará a la conclusión disparatada de que debería haber un premio negativo por asumir un riesgo acumulado.

década de 1990 y su mínimo (3.7%) a mediados de 2009, de manera paralela a nuestras observaciones sobre el costo de concentración.

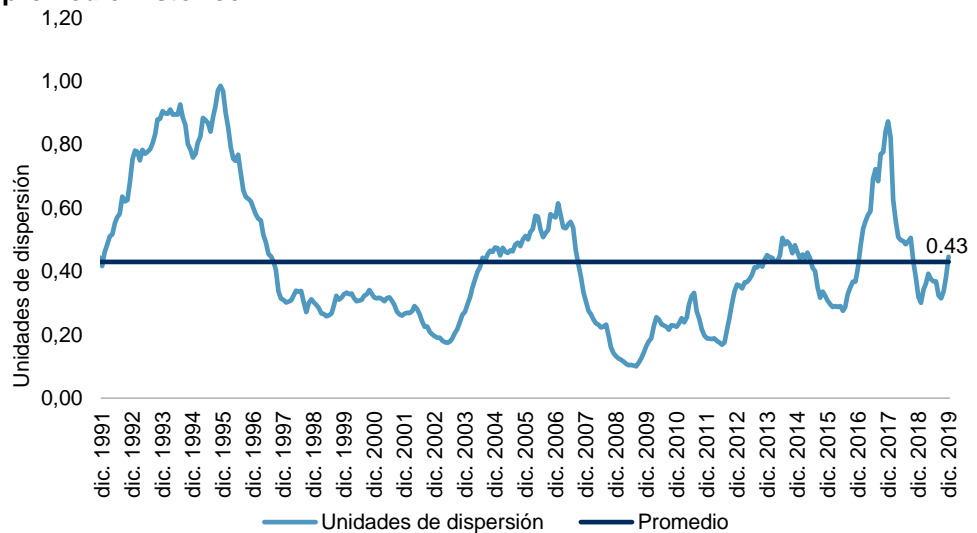
- A principios de la década de 1990, las correlaciones se mantuvieron bajas, lo que generó una gran reducción de la volatilidad para los inversionistas que optaron por una administración de un índice diversificada. Superar esta reducción habría requerido un gran rendimiento acumulado (con un máximo cercano a 20%).
- A mediados de 2009, las correlaciones se mantuvieron elevadas a medida que el mercado se recuperaba de la crisis financiera mundial. Quienes invirtieron en carteras concentradas pagaron un bajo precio en términos de volatilidad acumulada. Esto disminuyó el rendimiento acumulado requerido.

¿Cuánto rendimiento acumulado debería exigir un inversionista para renunciar a los beneficios de la diversificación?

OPORTUNIDADES PARA LOS ADMINISTRADORES ACTIVOS: EL PAPEL DE LA DISPERSIÓN

La figura 9 nos muestra cuánto rendimiento acumulado debería exigir un inversionista para renunciar a los beneficios de la diversificación. ¿Cuán difícil es generar ese rendimiento? La respuesta depende, en parte, del nivel de dispersión. La figura 10 divide el rendimiento acumulado requerido de la figura 9 por la dispersión.

Figura 10: Rendimiento acumulado requerido actual se aproxima a su promedio histórico



El rendimiento acumulado requerido para justificar una cartera activa concentrada fue en promedio 0.43 unidades de dispersión.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 diciembre de 1991 hasta 31 de diciembre de 2019. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

En promedio, el rendimiento acumulado requerido para justificar una cartera activa concentrada fue de 0.43 unidades de dispersión, con una variación considerable a lo largo del tiempo. Nuevamente observamos un pico a mediados de la década de 1990 y un valor mínimo durante el verano de 2009. Lo que es particularmente destacable en la figura 10 es el máximo local a fines de 2017. La correlación anual se mantuvo bajo el

promedio, lo que significa que la volatilidad acumulada asociada con la gestión activa fue inusualmente elevada. La dispersión inferior a la media en 2017 hacía improbable que muchos administradores tuvieran la habilidad necesaria para generar el rendimiento acumulado requerido.⁷

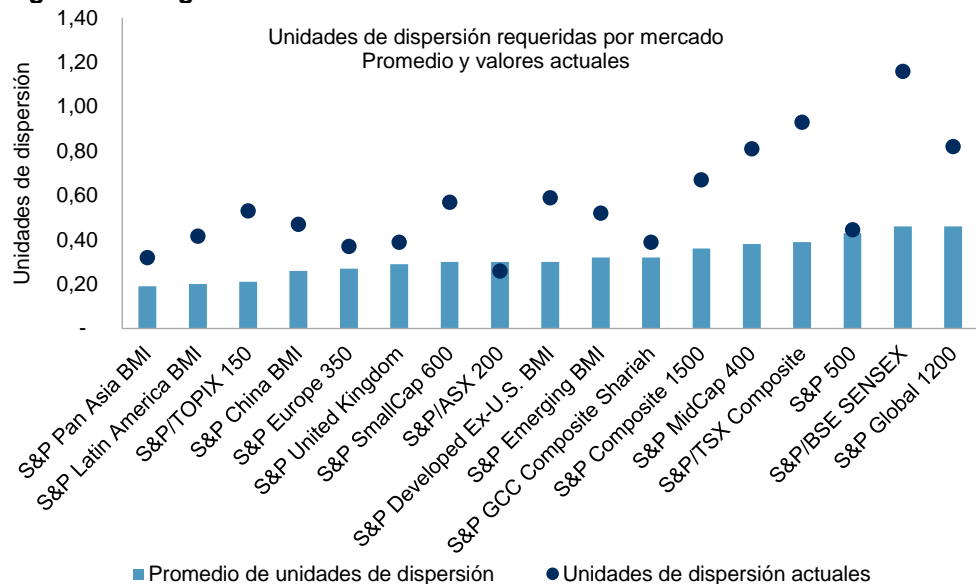
La figura 10 es longitudinal: mide el cambio del rendimiento acumulado requerido *a lo largo del tiempo* para las carteras activas creadas con base en el S&P 500. Podemos realizar un análisis similar al comparar diferentes índices *simultáneamente*. Esto nos puede entregar detalles sobre la dificultad relativa de la gestión activa de manera transversal.

Las barras de la figura 11 indican el valor promedio del rendimiento acumulado requerido de varios índices en unidades de dispersión.⁸ (Para el S&P 500, este valor es 0.43 unidades de dispersión, como se muestra en la figura 10). A lo largo de toda su historia, el S&P 500 clasifica como uno de los mercados de mayor dificultad para los administradores activos, lo que no es una sorpresa considerando su nivel de dispersión relativamente bajo. Índices como el [S&P Pan Asia BMI](#) o el [S&P Latin America BMI](#), que son significativamente más dispersos que el S&P 500, parecen haber sido históricamente más prometedores para la gestión activa.⁹

A lo largo de toda su historia, el S&P 500 clasifica como uno de los mercados de mayor dificultad para los administradores activos.

Los índices que históricamente han presentado una mayor dispersión que el S&P 500 parecen haber sido más prometedores para los administradores activos.

Figura 11: La gestión activa es actualmente más difícil de lo habitual



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos desde 31 diciembre de 2006 hasta 31 de diciembre de 2019. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos. Por favor, consulte el Anexo para ver los rendimientos asumidos utilizados.

⁷ La evidencia de nuestros scorecards [SPIVA](#) hace difícil sostener que exista siquiera un “buen” momento para ser administrador activo. La mayoría de los administradores activos tiene un desempeño inferior a su benchmark la mayor parte del tiempo: entre 2001 y 2018, 64% de los fondos de alta capitalización en promedio perdieron ante el S&P 500. Consulte el artículo de Fei Mei Chan y Craig J. Lazzara: “[Grados de dificultad: Indicadores de éxito en la gestión activa](#)”, S&P Dow Jones Indices, mayo de 2018.

⁸ Los lectores más atentos reconocerán estos índices de nuestro [dashboard mensual de dispersión, volatilidad y correlación](#). Se puede acceder a este y otros dashboards [aquí](#). Por favor, consulte el Anexo para ver los rendimientos asumidos utilizados.

⁹ Nótese que “más prometedores” no significa “fáciles”. Los resultados de SPIVA fuera de EE. UU son igualmente desalentadores.

Lo que es particularmente destacable en la figura 11 es que, por cada mercado diferente al [S&P/ASX 200](#), **el nivel más reciente de rendimiento acumulado requerido fue superior al promedio histórico**. Estos resultados son consistentes con la observación de que los niveles de dispersión en 2019 se mantuvieron generalmente por debajo de la media. También es consistente con la expectativa de que **los resultados de 2019 demostrarán que fue un año difícil para el desempeño de la gestión activa**.

CONCLUSIONES

La baja volatilidad es un beneficio puro para los asset owners.

Observando la volatilidad del mercado desde las perspectivas de la correlación y la dispersión ayuda a explicar los resultados históricos y puede servir de guía para identificar los mercados menos desfavorables para la gestión activa en el futuro. Dado que la volatilidad inferior a la media generalmente va de la mano con un alza en el mercado de acciones, **se puede sostener que la baja volatilidad es un beneficio puro para los asset owners. Sin embargo, para los administradores activos el veredicto es más sutil y complejo**. Generalmente, una baja volatilidad indica que las correlaciones entre los componentes del índice están por debajo del promedio, esto a su vez significa que el administrador renuncia a una mayor reducción de la volatilidad, que podría ser el caso en un ambiente de alta correlación. Por lo tanto, una baja volatilidad del mercado aumenta el costo de concentración y generalmente indica que la dispersión de los rendimientos entre los componentes del índice estará por debajo del promedio. Por su parte, una dispersión inferior a la media significa que es más difícil para los administradores activos generar valor agregado. De ahí el dilema de la gestión activa: **el ambiente más propicio para la generación de rendimientos absolutos positivos es el menos propicio para generar rendimientos relativos positivos**.

El ambiente más propicio para la generación de rendimientos absolutos positivos es el menos propicio para generar rendimientos relativos positivos.

ANEXO

Figura 12: Rendimientos asumidos para la figura 11

ÍNDICE	RENDIMIENTOS A LARGO PLAZO (25 AÑOS, ANUALIZADOS, %)	RENDIMIENTO ASUMIDO (%)
S&P Pan Asia BMI	3.8	4.0
S&P GCC Composite Shariah***	6.3	6.0
S&P Developed Ex-U.S. BMI	6.3	6.0
S&P Emerging BMI	6.9	7.0
S&P United Kingdom	7.7	8.0
S&P/ASX 200**	8.0	8.0
S&P/TOPIX 150***	8.1	8.0
S&P Europe 350	8.3	8.0
S&P/TSX Composite	8.3	8.0
S&P Global 1200	8.7	9.0
S&P Latin America BMI	8.8	9.0
S&P China BMI	10.0	10.0
S&P 500	10.2	10.0
S&P Composite 1500	10.4	10.0
S&P SmallCap 600	11.2	11.0
S&P MidCap 400	12.1	12.0
S&P/BSE SENSEX*	12.9	13.0

*Anualizado a 20 años, **anualizado a 15 años, y ***anualizado a 10 años.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos de julio de 2020. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

COLABORADORES DE INVESTIGACIÓN DE S&P DJI		
Sunjiv Mainie, CFA, CQF	Global Head	sunjiv.mainie@spglobal.com
Jake Vukelic	Business Manager	jake.vukelic@spglobal.com
GLOBAL RESEARCH & DESIGN		
AMÉRICA		
Sunjiv Mainie, CFA, CQF	Americas Head	sunjiv.mainie@spglobal.com
Laura Assis	Analyst	laura.assis@spglobal.com
Cristopher Anguiano, FRM	Analyst	cristopher.anguiano@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
Karthik Parasuraman	Associate Director	karthik.parasuraman@spglobal.com
Lalit Ponnala, PhD	Directora	lalit.ponnala@spglobal.com
María Sánchez	Associate Director	maria.sanchez@spglobal.com
Hong Xie, CFA	Senior Director	hong.xie@spglobal.com
ASIA PACÍFICO		
Priscilla Luk	APAC Head	priscilla.luk@spglobal.com
Arpit Gupta	Senior Analyst	arpit.gupta1@spglobal.com
Akash Jain	Associate Director	akash.jain@spglobal.com
Anurag Kumar	Senior Analyst	anurag.kumar@spglobal.com
Xiaoya Qu	Senior Analyst	xiaoya.qu@spglobal.com
Yan Sun	Senior Analyst	yan.sun@spglobal.com
Tim Wang	Senior Analyst	tim.wang@spglobal.com
Liyu Zeng, CFA	Director	liyu.zeng@spglobal.com
EMEA		
Andrew Innes	EMEA Head	andrew.innes@spglobal.com
Leonardo Cabrer, PhD	Senior Analyst	leonardo.cabrer@spglobal.com
Andrew Cairns	Senior Analyst	andrew.cairns@spglobal.com
Jingwen Shi	Analyst	jingwen.shi@spglobal.com
INDEX INVESTMENT STRATEGY		
Craig J. Lazzara, CFA	Global Head	craig.lazzara@spglobal.com
Chris Bennett, CFA	Directora	chris.bennett@spglobal.com
Fei Mei Chan	Director	feimei.chan@spglobal.com
Tim Edwards, PhD	Managing Director	tim.edwards@spglobal.com
Anu R. Ganti, CFA	Director	anu.ganti@spglobal.com
Sherifa Issifu	Analyst	sherifa.issifu@spglobal.com

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

© 2020 S&P Dow Jones Indices LLC. Todos los derechos reservados. STANDARD & POOR'S, S&P, S&P 500, S&P 500 LOW VOLATILITY INDEX, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P MIDCAP 400, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, S&P TARGET DATE INDICES, GICS, SPIVA, SPDR e INDEXOLOGY son marcas comerciales registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC, una subsidiaria de S&P Global ("S&P"). DOW JONES, DJ, DJIA y DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE son marcas comerciales registradas de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). El uso de estas y otras marcas comerciales se ha otorgado bajo licencia a S&P Dow Jones Indices LLC. Se prohíbe la redistribución o reproducción en todo o en parte sin autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices LLC. Este documento no constituye una oferta de servicios en aquellas jurisdicciones donde S&P Dow Jones Indices LLC, S&P, Dow Jones o sus respectivas filiales (en conjunto "S&P Dow Jones Indices") no cuenten con las autorizaciones necesarias. Con excepción de algunos servicios personalizados de cálculo de índices, 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 y la entrega servicios personalizados de cálculo de índices. El rendimiento pasado de un índice no es señal o garantía de resultados futuros.

No es posible invertir directamente en un índice. La exposición a una clase de activos representada por un índice puede estar 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 producto o vehículo de inversión. S&P Dow Jones Indices LLC no es un asesor tributario. Se debería consultar a un asesor tributario para evaluar el impacto de cualquier título exento de impuestos en carteras y las consecuencias tributarias de tomar cualquier decisión 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. S&P Dow Jones Indices calcula los precios de cierre para sus índices de referencia en Estados Unidos con base en los precios de cierre de los componentes individuales del índice, según lo establecido en su bolsa de valores principal. S&P Dow Jones Indices recibe los precios de cierre de alguno de sus proveedores y los verifica comparándolos con los precios de un proveedor alternativo. Los proveedores reciben el precio de cierre directamente de las bolsas de valores principales. Los precios intradía en tiempo real se calculan de manera similar sin una segunda verificación.

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 Global mantiene ciertas actividades de sus divisiones y unidades de negocios separadas unas de otras con el fin de preservar la independencia y objetividad de sus actividades respectivas. En consecuencia, ciertas divisiones y unidades de negocios de S&P Global 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.

ASX, ALL ORDINARIES son marcas comerciales de ASX Operations Pty Ltd. y su uso se ha otorgado bajo licencia a S&P Dow Jones Indices.

TOPIX es una marca comercial de la Bolsa de Valores de Tokio y ha sido autorizada para su uso por S&P Dow Jones Indices LLC.

TSX es una marca comercial de TSX y ha sido autorizada para su uso por S&P Dow Jones Indices LLC.

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.