

LA EVALUACIÓN DE LA GESTIÓN DE CARTERAS: ANÁLISIS
TEÓRICO, ALFA DE JENSEN Vs DESEMPEÑO DEL GESTOR

Alvaro José Cobo Quintero*

alvaro_josecobo@yahoo.com

ajcobo@davivienda.com

Bogotá , Colombia

Primera Versión: Marzo 2004

Borrador

*Integrante del Departamento de Análisis de Riesgo de la Fiduciaria y Banco Davivienda. Las opiniones y demás contenidos en este documento son responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen a otros miembros ni a las directivas de la institución.

LA EVALUACION DE LA GESTION DE CARTERAS

Al observar el comportamiento de los fondos de inversión se convive con dos hechos aparentemente contradictorias, por un lado, han tenido un enorme éxito entre los inversores que los han empezado a utilizar como vehículo habitual en sus instrumentos de ahorro, por otro, los resultados tienden a mostrar evaluaciones negativas de manera generalizada. Entender, esta aparente contradicción tiene un gran interés tanto para los inversores como para los gestores e instituciones. Para hacer estos comentarios, la nota se centrara en utilizar una de las medidas mas comunes en la evaluación de carteras como lo es el Alfa de Jensen, por consiguiente se procede a definirlo.

ALFA DE JENSEN (α)

Sin duda, este indicador es la medida de evaluación de carteras mas conocida. Indica el rendimiento ajustado por el riesgo con relación a una determinada cartera de referencia.

Si se regresan los excesos de rendimiento de un fondo en los excesos de rendimiento de la cartera de referencia o del mercado, se tiene la siguiente expresión general, que hace referencia a la medida incondicional de este indicador,

$$R_{ft} - r_t = \alpha_f + \beta_f (R_{mt} - r_t) + \varepsilon_{ft}$$

donde,

R_{ft} : rendimiento del fondo

R_t : rendimiento activo libre de riesgo

β_f : sensibilidad del fondo frente a los exceso de rendimiento de la cartera de referencia

α : exceso de rendimiento del fondo que se esperaría por invertir en dicho fondo si el exceso de rendimiento de la cartera de referencia es igual a cero.

Bajo la condición anterior de alfa, el fondo debería ganar el rendimiento asociado al tipo de interés libre de riesgo, lo que sugiere las siguientes conclusiones,

$$\alpha_f > 0,$$

resultado deseable para el fondo, así al responsable de la cartera que se gestiona de forma activa se le puede asignar en principio, una capacidad de gestión resultante de una calidad e interpretación de la información superior, mientras que,

$$\alpha_f < 0$$

es evidencia de una mala gestión.

Cabe señalar, que en la practica este concepto se ha generalizado a modelos de múltiples betas, donde se trata de tener un modelos de referencia que ex-ante, sea el modelo que explique correctamente los rendimientos medios de los activos¹. En lo referente a temas mas especializados como los modelos APT y la descomposición de este indicador, como son la correcta selección de activos individuales y la denominada sincronización con el mercado, en terminología anglosajona, asset allocation y el market timing, respectivamente, no se presentara una discusión de estos temas como tampoco lo que se refiere al alfa de Jensen condicional² ya que no son estrictamente necesarios para el objetivo de esta nota, claro esta que darían una visión completa y profunda sobre la problemática en la evaluación de la gestión de carteras.

COSTES Y COMISIONES DE GESTION

Como se sabe los NAV's disponibles para el calculo de los rendimientos utilizados en la estimación de los coeficientes alfa de Jensen son netos de los costes de gestión y comisión.

Es posible que la gestión de los patrimonios como tal sea correcta, esto es, ni inferior ni superior al comportamiento de las carteras de referencia correspondientes, pero si que las comisiones cargadas sean excesivas para los resultados obtenidos una vez conocido el riesgo soportado. Si esto es así, , el problema no es tanto de gestión como de falta de competencia en el sector, lo que permite establecer comisiones por encima de lo que los propios gestores son capaces razonablemente de ofrecer en términos del binomio rentabilidad-riesgo.

De esta forma, parece ser mas acorde en la medidas de evaluación de la gestión en carteras de inversión, aplicar las medidas sobre los rendimientos brutos reflejando de forma mas fiel el acierto o no de los gestores de los fondos de inversión.

Los resultados asociados a las estrategias de inversión de los fondos puede no ser tan negativa como puede parecer en un primer análisis, al utilizar los rendimientos netos. Lo que si es cierto, y sin duda preocupante, es que se cargan unas comisiones tan elevadas que los gestores no son capaces de recuperarlas mediante su gestión.

A la vista del razonamiento anterior, seria interesante analizar la existencia de una posible relación entre los coeficientes Alfa de Jensen y las comisiones cobradas por los fondos. En un entorno competitivo, se esperaría encontrar que los fondos que mas comisiones cobran son los que obtienen alfas mas elevadas. En principio, aquellos fondos que cobran mas comisiones lo deberían hacer para compensar la recolección de información

¹ Es fundamental en este tipo de modelos (APT, Arbitrage Pricing Theory, modelo de valoración de activos bajo ausencia de arbitraje) tener en cuenta las características de los activos en los que invierte el fondo evaluado para incluir índices que incorporen la influencia tanto de índices de renta variable como de renta fija y alternativamente otros factores agregados de riesgo.

² La idea detrás de la medida condicional se basa en que las medidas incondicionales no tienen en cuenta que el riesgo y los rendimientos esperados varían con el ciclo económico y el estado de la economía.

adicional y mayor investigación por sus equipos de trabajo que estaría justificada exclusivamente por un mayor rendimiento de su gestión ya que esta se basara precisamente en la información obtenida, de esta forma gestores que utilizan información publica no deben ser considerados como gestores con habilidades superiores y por consiguiente difícilmente tendrían rendimientos superiores a los del mercado. Una relación negativa entre alfas y comisiones tendría connotaciones muy negativas para la industria de los fondos de inversión, cuyo resultado seria poco afortunado desde el punto de vista de la eficiencia de los mercados. Esto diría, que el coste de información no se ve debidamente recompensado por la capacidad de gestión y una posible explicación seria la falta de competencia en el sector, adicionalmente, la poca movilidad existente entre los inversores, desafortunadamente incentivada por las multas dadas las restricciones impuestas a los participes por las entidades que manejan estos productos y por la escasa cultura en términos financieros de un numero no despreciable de integrantes de estos vehículos de ahorro, claro esta, estos son mecanismos que desde el punto de vista de las gestoras puede resultar beneficioso.

La conclusión teórica es que las comisiones de gestión son determinantes del rendimiento real por lo que tienen un importante efecto sobre el resultado de la evaluación de la gestión de los fondos de inversión, dado que un gestor ya no solo busca el objetivo en términos financieros sino en términos administrativos³, lo que puede imprimir un mayor riesgo a la hora de hacer una correcta asignación de los activos. Sin duda, los fondos en el mercado colombiano son demasiado costosos para el inversionista dado los rendimientos que ofrecen y el riesgo que soportan, frente alternativas realmente sencillas de inversión que solo tendrían riesgo de crédito por parte del inversor, ya que su rendimiento es conocido.

BIBLIOGRAFIA

ELTON, E.J y GRUBER,M.J. (1995): “Modern Portfolio Theory and Investment Analysis”. Ed 5th. Wiley.

MARIN J.A. y RUBIO G.(2001): “Economía Financiera”. Ed. Antoni Bosch.

³ Hay que hacer claridad, en el sentido de que debe existir una comisión, no quiere decir que no hay que exigirle al gestor un objetivo en términos de rentabilidad al cliente y en términos de ingresos a la sociedad que administra el fondo, lo que se quiere decir, es que no se le debe exigir a la rentabilidad bruta un gran porcentaje de coste administrativo, ya que esto no seria eficiente en sentido del binomio rentabilidad-riesgo, ya que el riesgo soportado puede llevar a los clientes a niveles indeseables en momentos de turbulencias financieros dado el nivel de riesgo asumido en busca de la comisión.