

Falta de persistencia en la rentabilidad de los fondos de inversión españoles (2006-2015)

Autores

León Bartolomé Carreño – Indexa Capital AV

Unai Ansejo Barra – Universidad del País Vasco e Indexa Capital AV

Introducción

En el reciente estudio [“Rendimiento de los fondos de gestión activa e indexada en España”](#) realizado conjuntamente por la Universidad del País Vasco e Indexa Capital, ha quedado constatado el pobre comportamiento que han tenido los fondos de inversión domiciliados en España en la última década. En particular, se ha mostrado como el 88,3% de los fondos han obtenido una rentabilidad inferior a la de su índice de referencia.

No obstante, otra forma de leer este resultado es que un 11,7% de los fondos de gestión activa han batido a sus índices durante el citado período. Por tanto, se puede argumentar que realizando una cuidadosa selección de los gestores e invirtiendo en los gestores que han sido exitosos en el pasado un inversor podrá obtener en el futuro mayores rentabilidades que los índices de referencia.

En este estudio nos planteamos las siguientes preguntas. En primer lugar, un inversor que invierta en los fondos que mayor rentabilidad hayan obtenido dentro de su categoría en el pasado, ¿obtendrá mejor rentabilidad que eligiendo otros fondos menos exitosos? En segundo lugar, inversor que invierta en los gestores que hayan batido a sus índices en el pasado, ¿qué posibilidades tiene de batir al índice en el futuro?

Vamos a centrarnos en el caso de fondos de gestión españoles, pero previamente vamos a fijarnos en varios estudios internacionales que muestran una evidencia mixta sobre la existencia o no de persistencia en los resultados (tanto positivos como negativos) de la gestión de activos profesional.

Por ejemplo, hace más de 40 años, [Sharpe, 1966] y [Jensen, 1968] con datos de fondos de inversión correspondientes al periodo de 1945-1964 encontraban ambos que no existía prácticamente ninguna persistencia en los rendimientos de los fondos ganadores o perdedores. Consistentes con estos resultados, [Carhart, 1997] da evidencia utilizando datos de fondos norteamericanos del periodo 1962-1993 que la única persistencia que encuentra es la de los fondos que peor comportamiento presentan, de tal forma que sus resultados no dan soporte a la existencia de gestores con una capacidad o información especiales. Más recientemente, [Philips, Kinniry, Schlanger y Hirt, 2014]), con datos también de fondos norteamericanos, dan evidencia acerca de que la persistencia en el desempeño entre los gestores exitosos en el pasado no predice sus rentabilidades futuras.

En otro estudio, [Menéndez y Álvarez, 2000] con datos de fondos de inversión españoles de renta variable en el período 1991-1998, demuestra que una estrategia de inversión basada en elegir cada año los fondos que han obtenido mayores rentabilidades el ejercicio anterior no tendría éxito, dado que no se observa persistencia en los resultados positivos. Pero, por otro lado, [Vidal-García, 2013] analizando el rendimiento y la persistencia en el rendimiento de

fondos de inversión europeos entre 1988-2010 documenta una evidencia de persistencia en rendimientos en períodos de un año, así como en períodos más largos, de tal manera, que los inversores pueden obtener evidencia útil a partir de los datos de rendimientos pasados de fondos.

En definitiva, teniendo en cuenta toda esta evidencia, podemos afirmar que parece suficientemente probado que resulta muy difícil encontrar sistemáticamente persistencia en el rendimiento de los fondos de inversión a lo largo de varios mercados y épocas.

Metodología y Resultados

En nuestro estudio, utilizamos la base de datos de **Inverco y Morningstar** con los datos de rentabilidad y patrimonio de los 4.675 fondos españoles comercializados entre 2006 y 2015. A su vez dividimos estos fondos en categorías según su tipo de inversión utilizando la categorización de **Inverco**.

Para comprobar si existe persistencia en los resultados de estos fondos calculamos por separado la rentabilidad de cada uno de ellos en los primeros 5 años entre 2006 y 2010 y en los siguientes 5 años entre 2011 y 2015. Por esta razón, utilizamos solo los fondos que han estado activos durante los 10 años, descartando aquellos que desaparecieron en este periodo. De esta forma no eliminamos el sesgo de supervivencia (“Survivorship bias”), y en los datos no aparecerán fondos que debido a un empeoramiento de sus resultados u otra causa tuvieron que cerrar.

Con estos datos y utilizando además las rentabilidades de sus respectivos benchmarks en estos periodos realizamos dos comparaciones con diferentes métodos.

En primer lugar, realizamos una regresión donde antepone los resultados de los fondos en los primeros 5 años contra los resultados de estos mismos fondos durante los siguientes 5 años. De esta forma tratamos de analizar si un mejor rendimiento en los primeros 5 años supone una mejora de la rentabilidad en los segundos. En este caso el resultado estadístico relevante es la pendiente de la línea (*Beta* en la tabla 1). Si la rentabilidad en el primer periodo fuera indicativa de la del segundo, ésta pendiente debería ser positiva. Para que la comparación pueda tener algún valor significativo utilizamos solo las categorías que cuentan con más de 50 fondos activos durante los 10 años completos. Los resultados para la pendiente de la regresión de cada categoría y sus intervalos de **confianza al 95%** están expuestos en la **Tabla 1** junto con los resultados si analizamos todos los fondos conjuntamente.

	Beta	Beta Mínimo	Beta Máximo	Nº Fondos
<i>Global</i>	0,09	-0,15	0,33	98
<i>RF Corto</i>	-0,19	-0,33	-0,05	93
<i>RF Largo</i>	-0,05	-0,24	0,14	69
<i>Garantizados RF</i>	-0,10	-0,24	0,04	85
<i>Garantizados RV</i>	-0,07	-0,34	0,20	89
<i>RVI-Resto</i>	0,13	-0,28	0,53	54
Total	-0,42	-0,50	-0,35	917

Tabla 1 Resultados de regresión entre rentabilidades de 2006 a 2010 y 2011 a 2015: La primera columna contiene la categoría de fondos según Inverco, la segunda el valor de la pendiente (Beta) según la regresión, la tercera y la cuarta los valores mínimos y máximos respectivamente que podría tener la pendiente con un 95% de confianza y finalmente la cuarta columna nos indica el número de fondos activos durante el periodo completo en cada categoría.

Como vemos en la tabla, prácticamente ninguno de los resultados separados por categorías es significativo ya que los intervalos de confianza incluyen el cero. Esto significa que en estos casos no hay evidencia suficiente para con un 95% de confianza poder concluir que la pendiente es positiva o negativa y harían falta más datos para poder confirmar una tendencia. En la única categoría significativa, Renta Fija a corto plazo, ésta pendiente aparece negativa con un valor de -0,19.

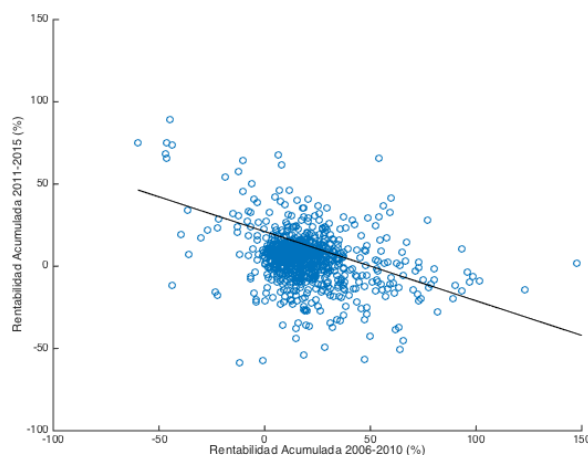


Ilustración 1 Gráfico de regresión entre las rentabilidades de los fondos en los años 2011 a 2015 contra 2006 a 2010

Como vemos en la **Tabla 1** y la **Ilustración 1**, esta tendencia se vuelve a repetir al analizar todos los fondos en conjunto sin dividir por categorías donde con un mayor número de fondos nos da una Beta de -0,42 y un intervalo de confianza entre -0,50 y -0,35. Esto nos muestra que en los fondos españoles **la persistencia de la rentabilidad es negativa**, al contrario de lo esperado. **Si a la hora de seleccionar un fondo de inversión en 2011 hubieras utilizado como guía los resultados de los anteriores 5 años hubieras obtenido un resultado peor que haciéndolo aleatoriamente.**

En la segunda comparación analizamos las rentabilidades de todos los fondos para averiguar si un fondo que haya batido a su Benchmark en los primeros cinco años tiene más probabilidades de volverlo a hacer en los siguientes cinco. En este caso, volvemos a rechazar todas las categorías con menos de 50 fondos activos durante todo el periodo para así descartar resultados que carecen de suficientes datos.

En la **Tabla 2** tenemos los resultados para aquella muestra de fondos que han batido al mercado en los primeros 5 años.

	AÑOS 1-5			AÑOS 6-10		
	Fondos >Benchm.	Fondos Analizados	Porcentaje >Benchm.	Fondos >Benchm.	Fondos Analizados	Porcentaje >Benchm.
Global	19	98	19%	1	19	5%
RF Corto	6	93	6%	3	6	50%
RF Largo	5	69	7%	0	5	0%
Garant. RF	8	85	9%	0	8	0%
Garant. RV	23	89	26%	0	23	0%
RVI-Resto	16	54	30%	0	16	0%
Total	135	911	14,8%	16	135	11,9%

Tabla 2 Persistencia de los fondos españoles batiendo a su Benchmark: Las primeras tres columnas corresponden a los datos de todos los fondos en los primeros 5 años mientras que las segundas analizan en la segunda parte del periodo solo los fondos que en los primeros 5 años consiguieron batir a su Benchmark. A su vez la primera columna indica el número de fondos con rentabilidades superiores a su Benchmark, la segunda el número de fondos analizados y la tercera el porcentaje de fondos que han conseguido superar a su Benchmark.

Separados por categorías los resultados son muy irregulares ya que ninguna de ellas tiene suficientes fondos como para que los resultados sean significativos con valores variando del 6% al 30% en el primer periodo y del 0% al 50% en el segundo.

Al analizar los fondos conjuntamente vemos como, de 2006 a 2010, 135 fondos consiguieron batir a sus índices, lo que supone un 14,8% del total. **De estos 135 solo un 11,9% (16 fondos)**

consiguió volver a batirlo de 2011 a 2015. Para darle contexto a este dato debemos compararlo con el porcentaje total de fondos (de todos los fondos y no solo los que anteriormente habían conseguido batir a su Benchmark) que en los segundos 5 años consiguieron batir a su Benchmark, es decir, un 9,5%.

Con estos resultados podemos ver cómo, aunque los fondos que consiguieron batir el benchmark lo hicieron un poco mejor que la media (9,5% contra 11,9%), la diferencia es muy pequeña y no podemos confirmar ni desmentir que exista persistencia, aunque si la hubiera, esta sería de carácter muy débil.

Conclusiones

En este estudio analizamos la existencia o no de persistencia en el buen comportamiento de los fondos de inversión en España en el período de 2006 a 2015. Los resultados, en línea con el resto de estudios internacionales, muestran que no se puede afirmar que los gestores exitosos en el pasado tengan una probabilidad mayor de serlo en el futuro.

Por tanto, la estrategia de elegir los gestores ganadores en el pasado con el objetivo de obtener una mayor rentabilidad en el futuro parece menos adecuada que la de elegir directamente fondos de gestión indexada que te aseguran una rentabilidad muy cercana al índice, y muy superior a la media de los fondos de gestión activa.

Por último, la probabilidad de elegir un fondo que bata a los índices durante 5 años y volver a batirlos en los 5 siguientes es ínfima: 16 de 905 fondos o un 1,76%. Este hecho nos lleva también a preferir la gestión indexada.

Referencias

Sharpe, William F., 1966. Mutual Fund Performance. *Journal of Business* 39 (1, Part 2: Supplement on Security Prices): 119–38.

Jensen, Michael C., 1968. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964. *Papers and Proceedings of the Twenty-Sixth Annual Meeting of the American Finance Association*. Washington, D.C., 28–30 December 1967. Also *Journal of Finance* 23(2): 389–416

Carhart, Mark M., 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance, *The Journal of Finance*, Volume 52, Issue 1, pages 57–82, March 1997.

Philips, Kinniry, Schlanger y Hirt, 2014. The case for index-fund investing. The Vanguard Group https://pressroom.vanguard.com/content/nonindexed/Updated_The_Case_for_Index_Fund_Investing_4.9.2014.pdf

Menéndez Requejo, Susana y Álvarez Otero, Susana, 2000. La rentabilidad y persistencia de los resultados de los fondos de inversión españoles de renta variable. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIX, Núm. 103, Enero - Abril, 15-36

Vidal-García, Javier, 2013. The persistence of European mutual fund performance. *Research in International Business and Finance*, Volume 28, May 2013, 45–67