

¿Activo o Pasivo? Una mirada en Perspectiva

X Seminario de Inversiones – AMAFORE

Axel Christensen
Director Ejecutivo, Sudamérica ex Brasil
Octubre 21, 2010

¿Estrategia Activa o Pasiva?



¿Estrategia Activa o Pasiva?

chismoso



Sabelotodo



¿Estrategia Activa o Pasiva?



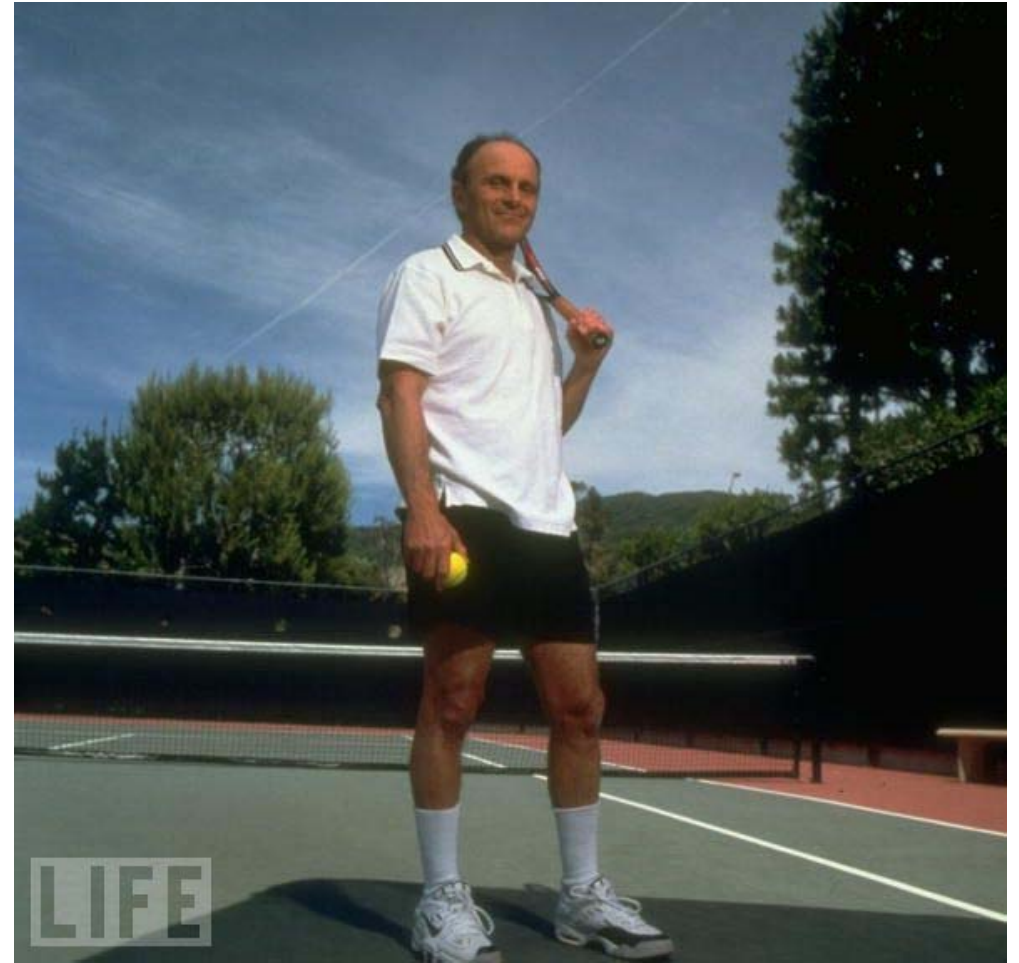
Agenda

- Antecedentes
 - Académicos
 - Empíricos
 - Experiencia Personal
- ¿Pueden convivir ambas estrategias?
- Conclusiones

Agenda

- Antecedentes
 - Académicos
 - Empíricos
 - Experiencia Personal
- ¿Pueden convivir ambas estrategias?
- Conclusiones

¿Un comercial para la Tercera Edad?



Antecedentes Académicos

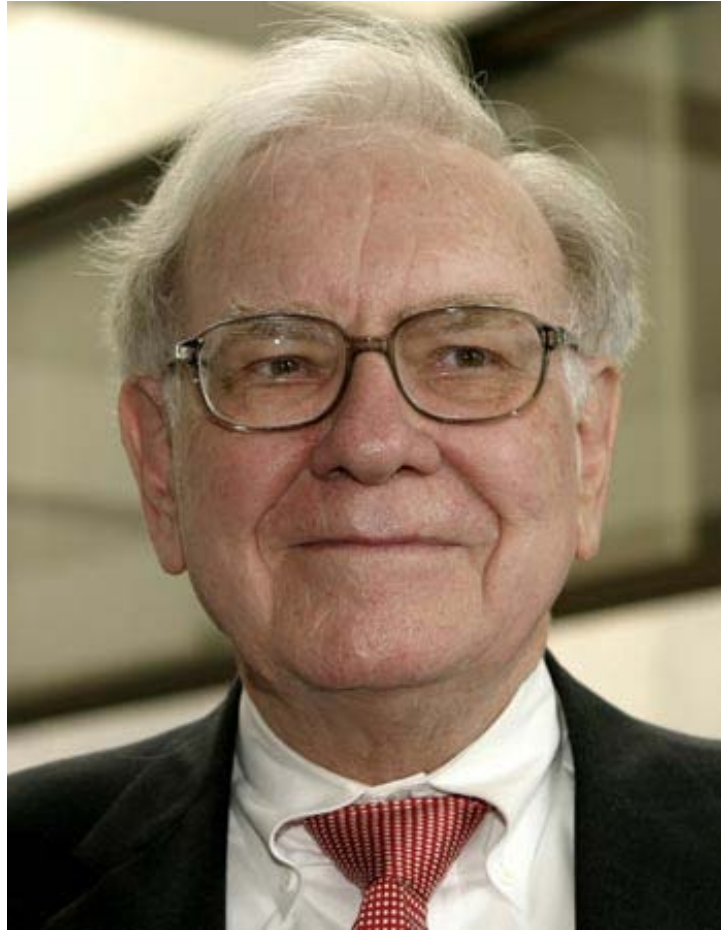


- Conceptos económicos detrás de la gestión pasiva o indexada:
 - **La Gestión Activa es un juego de suma cero** - En el largo plazo, el inversionista promedio obtiene un retorno (antes de costos) igual al retorno promedio de mercado (William Sharpe, Universidad de Stanford)
 - **El Modelo de Fijación de Precio de Capital (CAPM)** establece que, en equilibrio, la cartera óptima será una combinación de la cartera de mercado y el activo libre de riesgo (Sharpe)
 - **La Hipótesis de Mercado Eficiente** establece que, en equilibrio, los precios de mercado reflejan toda la información disponible (Eugene Fama, Universidad de Chicago)



En gran medida, los estudios académicos concluyen que la mayoría de los gestores activos tienen retornos -después de costos- inferiores al retorno de índice de referencia relevante

¿Quién quiere ser Billionario?



Antecedentes Empíricos



- La realidad suele ser muy distinta que modelos académicos
 - Hipótesis de Mercados Eficientes ha sido puesta a prueba por
 - Cuestionamientos a racionalidad en decisiones de inversión (Economía y Finanzas del Comportamiento)
 - Burbujas financieras en diversas clases de activos
 - Mercados ineficientes, por falta de cobertura (small caps) y/o liquidez (emergentes)
 - CAPM también cuestionado. Muchas veces se ha dado por muerto a Beta.
- Éxitos de inversionistas “legendarios” demuestran que sí se puede



La evidencia empírica apunta a la existencia de un selecto grupo de gestores que sí obtienen retornos superiores al mercado persistentemente

- PM Inv Extranjera y Director Inversiones AFP Cuprum de Chile (1997-2002)
- Crecimiento de inversión extranjera de 0 a 10% e inicio de multifondos
- ¡*Asset Allocation* es una estrategia activa!
 - Objetivo #1 (fiduciario): Adecuada combinación de riesgos y retornos
 - Objetivo #2 (corporativo): Mayor rentabilidad (relativa a otras Afores)
- Uso conjunto de estrategia pasiva y activa en inversión extranjera:
 - Estrategia pasiva logra diversificación con bajo riesgo activo y bajo costo
 - Estrategia activa busca obtener retorno adicional para aumentar rentabilidad y diferenciarse de competencia



La experiencia personal muestra que la pregunta relevante no es ¿activo o pasivo? sino ¿de qué manera combinar ambas estrategias?

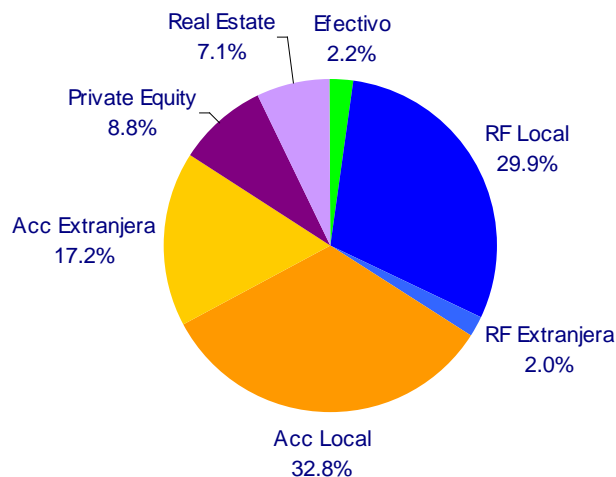
Agenda

- Antecedentes
 - Académicos
 - Antecedentes Empíricos
 - Experiencia Personal
- ¿Pueden convivir ambas estrategias?
- Conclusiones

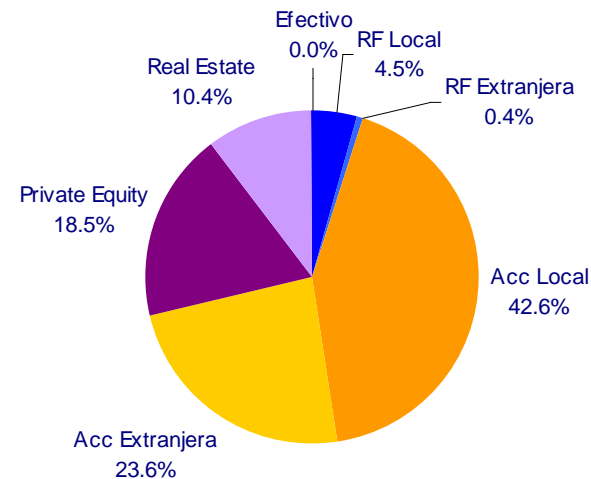
¿Pueden convivir ambas estrategias?

- Recientes eventos han llevado a fondos de pensiones a revisar la manera en que construyen sus carteras
- Excesivo foco en retornos ha cedido lugar a una visión integral de retorno y riesgo

Distribución de Activos



Distribución de Riesgos



Fuente: BlackRock (entonces BGI) y *Pensions & Investments* (2008) al 9/30/08 para los 200 mayores planes de pensiones de beneficio definido en EE.UU.

¿Pueden convivir ambas estrategias?

- Estrategia “Barbell”
 - Núcleo (“core”) pasivo, con bajo riesgo activo y bajos costos
 - Satélites activos, de mayor exceso de retorno y riesgo activo
 - Evitar gestores que se identifican como activos pero son pasivos
- Decisión también depende de capacidades internas
 - Definir asset allocation y presupuesto de riesgo (¡mayor decisión activa!)
 - Identificar capacidades y recursos para implementar estrategias activas
 - Seleccionar estrategias activas sólo dónde se puede agregar valor
 - Mercados menos eficientes
 - Capacidades para seleccionar gestores
- **Implementar todo el resto con estrategias pasivas**



Agenda

- Antecedentes
 - Académicos
 - Antecedentes Empíricos
 - Experiencia Personal
- ¿Pueden convivir ambas estrategias?
- Conclusiones

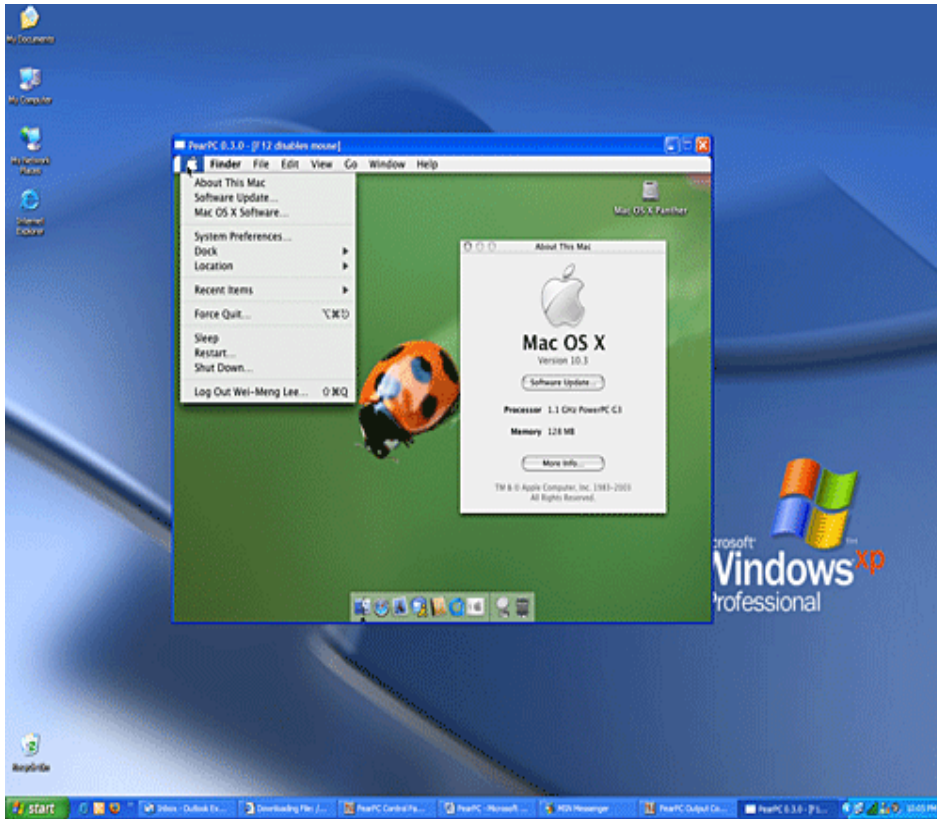
Conclusiones

- Investigación académica nos enseña lo difícil que es lograr retornos superiores a los de mercado
- La realidad, sin embargo, nos lleva a aspirar por mayores retornos (en lo posible, sin tomar mayores riesgos)
- La experiencia avala que la mejor solución es utilizar adecuadamente ambas estrategias
 - Reconocer que recursos y capacidades se deben centrar en decisión principal de inversiones: Asset Allocation
 - Identificar clases de activos y mercados donde estrategia activa tiene mayor probabilidad de éxito y utilizar recursos para seleccionar gestores
 - Implementar estrategias pasivas



**Una exitosa y persistente estrategia activa no tiene precio ...
para todo lo demás, estrategia pasiva**

Conclusiones



Estrategias Activas vs. Pasivas Una mirada en Perspectiva

X Seminario de Inversiones – AMAFORE