

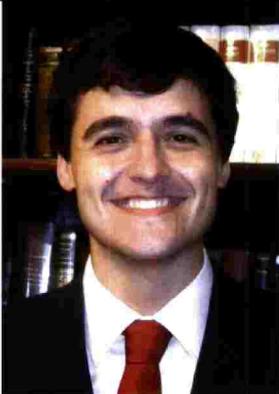


INFORME

→ POR RICARDO SANTOS RODRÍGUEZ *

FONDOS DE INVERSIÓN: PREMIOS Y RENTABILIDADES

LOS PREMIADOS EN RENTA FIJA NO LOGRAN BATIR EL ÍNDICE DE REFERENCIA

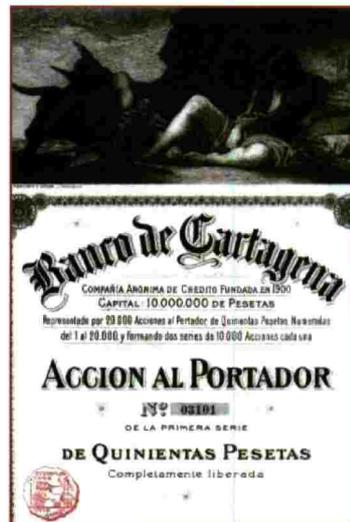


* Ricardo Santos Rodríguez, gestor de inversiones, N+1.

“EL VALOR AÑADIDO DEL GESTOR, EXISTE”; AL MENOS EN LA RENTA VARIABLE. ASÍ QUE DADA LA SITUACIÓN DEL MERCADO REPASAMOS LAS RENTABILIDADES -Y LA CARTERA- DE LOS FONDOS ESPAÑOLES MÁS PREMIADOS EN LA ÚLTIMA DÉCADA

Tal cual está el mercado, bien merecía la pena recapitular y realizar un análisis histórico y conceptual sobre el comportamiento de los fondos españoles a lo largo de esta década. Es probable que dentro de la crisis económica actual, más de uno se acuerde del cisne negro de Taleb. Y es que es cierto que hay fenómenos que son impredecibles, pero no lo es menos que la manera de afrontar tanto los períodos de euforia como los momentos de crisis ayudan a señalar la destreza en la gestión. Y es justo señalar que a lo largo de estos años, algunas gestoras han demostrado habilidades tangibles que no deben confundirse con la fortuna o el azar.

El panorama actual es complicado, pero más allá del determinismo de la



“Bestinver Bolsa, el más premiado en Renta Variable española tenía al iniciarse 2008: Repsol (10%) Mapfre (10%) y Critería (7%).”

arbitrariedad, creemos que el futuro, en buena medida, se escribe (lo escribimos) cada día. A fin de cuentas, hasta la propia tesis de Taleb es, de algún modo, un argumento más en favor de la libertad humana. Y ¿por qué no aplicar su misma norma a sus propias predicciones? ¡Puede que de vez en cuando salga un cisne negro y que la mayoría sean blancos!

Es cierto que el pasado no tiene por qué ser el mejor predictor del futuro. Y es que las estadísticas tienen una mala reputación. Pero son

necesarias. Más allá de métodos paramétricos, no paramétricos, bayesianos y frecuentistas, para la selección de fondos del presente artículo hemos recurrido a las hemerotecas y nos hemos dejado guiar por los premios otorgados por S&P y Morningstar.



"Franklin Mutual Beacon, el más premiado en Renta Variable USA tenía en cartera en 2008: Berkshire Hathaway (3%) Orkla Asa (2%) y British American Tobacco (2%)".

LOS CRITERIOS DE LOS PREMIOS

Los premios a los fondos de inversión en España patrocinados por Expansión se ajustan al criterio de Standard & Poor's desde diciembre 1998 hasta diciembre 2006, es decir: utiliza el sistema S&P de rentabilidad relativa al riesgo; excluye los fondos con un patrimonio mínimo inferior al 20% (10% antes de 2004) de la media del sector y con un patrimonio mínimo de 6 millones de euros (3 M € antes de 2004); excluyendo los fondos cuya inversión mínima requerida sea de más de 601.012 euros, y los que mantengan de manera regular altas posiciones en liquidez o lleven de forma continuada una estrategia de inversión diferente a la del folleto. En febrero de 2007, Morningstar adquirió la base de datos de fondos de inversión de S&P en Europa, de manera que todos los premios basados en estos datos cuantitativos en 2007 se siguieron otorgando bajo el nombre de Standard & Poor's como de costumbre, pasando a ser Morningstar el titular a partir del 2008. Los premios Morningstar a los fondos de inversión en España de 2008, patrocinados por La Gaceta de los Negocios, siguen la pauta

de los anteriores: exige sólidas rentabilidades ajustadas al riesgo en los últimos 3 y 5 años; excluye los fondos con patrimonio inferior a 6 millones y los que requieran una inversión superior a 60.000 euros, y tiene derecho a excluir los fondos que no hayan mantenido en los últimos 5 años una política de inversión consistente con su pertenencia a la categoría; asimismo; se añade que deben estar disponibles a la venta en España.

MORNINGSTAR Y STANDARD & POOR'S

Así pues, en la determinación de los premios a los fondos de inversión en España (criterio de Morningstar y de S&P) se mantiene el enfoque permanente de premiar a aquellos fondos que, además de un buen ejercicio anual mantienen buenos resultados a largo (sólidas rentabilidades ajustadas al riesgo los últimos 3 y 5 años, y

que hayan superado la rentabilidad mediana de su categoría en al menos 3 de los últimos 5 años). En fin, se premia a los fondos que consistentemente han mostrado el mejor ratio de Sharpe.

El ratio de Sharpe es una medida de rentabilidad-riesgo. Se calcula con los datos de los últimos 36 meses dividiendo el exceso de rentabilidad obtenida por el fondo (respecto al activo sin riesgo) entre la desviación estándar de esos excesos de rentabilidad. Cuánto mayor sea ese ratio de Sharpe mejor comportamiento habrá demostrado el fondo en el periodo. El ratio de Sharpe mide, por lo tanto, el exceso de rentabilidad por unidad de riesgo. El Rating Morningstar (conocido como "rating de estrellas") es una medida cuantitativa del resultado histórico del fondo ajustado por un número de estrellas que van de 1 a 5:

"NO DEJA DE SORPRENDER EL ELEVADO NÚMERO DE FONDOS de estilo 'value' en las primeras posiciones de cada categoría. Ganan menos en épocas de exuberancia irracional pero tienen mejor rendimiento cuando la bolsa cae"

- El 10,0% de los mejores fondos:*****
- El 22,5% de los fondos siguientes:****
- El 35,0% de los fondos centrales:***
- El 22,5% de los fondos siguientes:**
- El 10,0% de los peores fondos:*



INFORME



"IBERDROLA (7%), SANTANDER (5%) Y TELEFÓNICA (4%) eran las tres posiciones más importantes a principios de año de Fondcoyuntura, que con 9 premios es el más galardonado en la categoría de Renta Variable, donde hay un total de 1.021 fondos. En el periodo 1998-2007 se revalorizó un 127%, frente a un 53% del índice de referencia"

El Rating Morningstar utiliza grupos restringidos de comparación para medir la habilidad del gestor. Los fondos se califican y se clasifican en función del sistema de Categorías de Morningstar, que identifica los fondos basándose en su estilo de inversión actual, medido por los títulos presentes en sus carteras.

RENTABILIDADES 1998-2007

Como hemos señalado, los premios Morningstar tienen en cuenta el riesgo incurrido y la consistencia de los resultados en

diciembre de 1998 a diciembre de 2007, si se considera que reinvierten los dividendos generados en el propio índice, las tasas de rentabilidad serían:

■ Renta Fija a corto (Euro).....	+34%
■ Ibex 35	+90%
■ Eurostoxx 50.....	+66%
■ Footsie 100	+47%
■ SMI:	+38%
■ Zona Euro	+55%
■ S&P 500	+37%
■ Nikkei 225	+19%

ro actual de componentes, el Fondo más premiado de cada una y su revalorización en el período 1998-2007 son:

RENTA FIJA

En Renta Fija (RF) categoría que cuenta con 595 fondos en total, Mutuaafondo, con 7 premios, es el más premiado. Por subsectores.

■ Dinero (inversiones en activos monetarios de renta fija a menos de 18 meses).

Mutuaafondo Dinero tiene 7 premios y 4 estrellas Morningstar. Actualmente el fondo tiene un ratio de Sharpe a 5 años negativo (-0.04%) y su rentabilidad para el período de estudio (1998-2007) es similar a la del índice de referencia.

■ Renta Fija a Corto (inversiones en activos y bonos hasta 3 años).

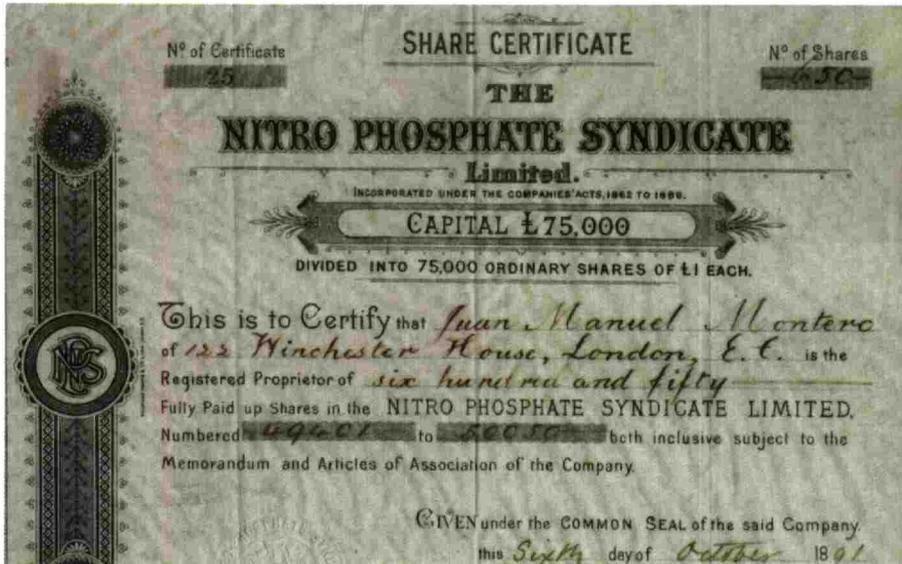
Mutuaafondo tiene 7 premios y 4 estrellas Morningstar. Con una rentabilidad acumulada del 34%, el fondo apenas ha batido al benchmark (34%).

■ Renta Fija Euro (inversiones en activos, bonos y obligaciones de la zona euro).

BBVA Duración tiene 3 premios y 4 estrellas.

■ Renta Fija Global (inversiones en activos, bonos y obligaciones de todos los plazos y divisas).

Caixa Catalunya Fons Internacional tiene 2 premios y 4 estrellas. Sin embargo, el fondo ofrece una rentabilidad acumulada del 33%, similar a la del índice (34%).



cada categoría, por lo que los premiados no son necesariamente los que han obtenido una mayor revalorización anual e incluso total. Recordemos que de lo que estamos hablando es de exceso de rentabilidad (tanto de alfa como de beta) por unidad de riesgo, no de rentabilidad acumulada.

Por una parte, la rentabilidad obtenida por los fondos líderes de cada categoría está lógicamente relacionada con la rentabilidad obtenida por la parte del mercado financiero general en la que éstas invierten (la beta o sensibilidad a la rentabilidad del mercado), y que se resume en la evolución de los respectivos índices.

Para todo el período que va de

Por otra parte, el grado de éxito en la gestión (el alfa o valor añadido) se podría medir en términos relativos en tanto en cuanto la sección del patrimonio de los fondos especializados que se invierte en cada una de las partes del mercado general que se acaba de mencionar, supere el porcentaje respectivamente señalado sin considerar el nivel de riesgo incurrido. Así, para el período mencionado de 1998-2007, los fondos de renta fija deberían superar un índice de referencia del +34%, los de renta variable España del 90%, los de renta variable global del +53%1, etc.

Las categorías de premios, su núme-

RENTA FIJA MIXTA

En Renta Fija Mixta (RFM) categoría que cuenta con 212 fondos en total, Fondmusini III, con 6 premios, es el más premiado. Por subsectores:

■ RFM Global (su inversión en renta variable de cualquier divisa puede llegar hasta un 30%; el resto deberá invertirse en renta fija de cualquier divisa)

UBS (Lux) SF-Yield (EUR) Balanced, tiene 5 premios y 5 estrellas Morningstar. Está centrado en valores de capitalización mediana y es de estilo mixto.

■ RFM Zona Euro (su inversión en renta variable de zona euro- Europa, Reino Unido, Suiza y países nórdicos-



puede llegar hasta un 30%; el resto deberá invertirse en renta fija)

Financialfond tiene 5 premios y 5 estrellas Morningstar. De estilo value y enfocado a empresas de alta capitalización, el fondo ha batido al benchmark (+40%) con una rentabilidad acumulada del +63%. Su ratio de Sharpe a 5 años es de 1.83%.

■ RFM Europa (su inversión en renta variable europea puede llegar hasta un 30%; el resto deberá invertirse en renta fija euro).

InverManresa II tiene 5 premios y 5 estrellas Morningstar. También de estilo growth aunque centrado en empresas de capitalización alta. Con una rentabilidad del +42%, el fondo ha conseguido una rentabilidad similar a la del índice de referencia (+44%).

■ RFM España (su inversión en renta variable española puede llegar hasta un 30%; el resto deberá invertirse en renta fija euro).

FondMusini III tiene 6 premios y 5 estrellas Morningstar. Es de estilo growth y está centrado en empresas de capitalización mediana.

RENTA VARIABLE MIXTA

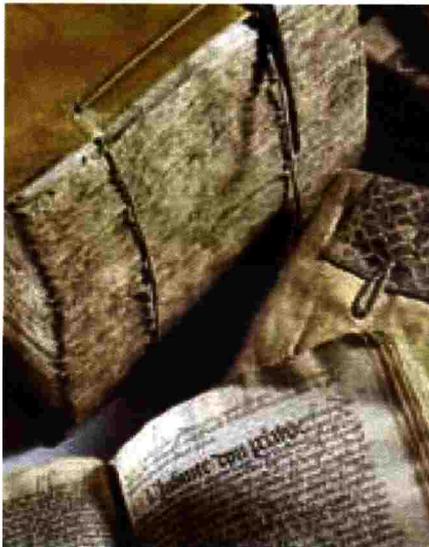
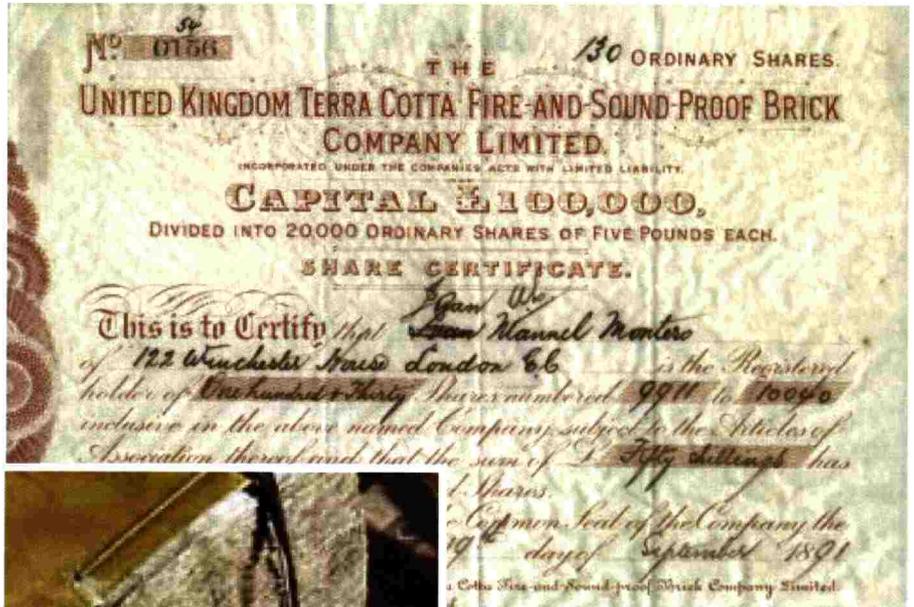
En Renta Variable Mixta (RVM) categoría que cuenta con 223 fondos, Patribond, con 8 premios, es el más premiado. Por subsectores:

■ RVM Global (su inversión en renta variable en cualquier divisa puede llegar hasta el 75% del patrimonio y nunca menos del 30%; el resto deberá invertirse en renta fija de cualquier divisa).

Patribond tiene 8 premios (7 como RVM Global y otro como RFM Europa) y 5 estrellas Morningstar. De estilo value y centrado en valores de alta capitalización, el fondo ha alcanzado una rentabilidad acumulada del +86% (vs +47% del índice de referencia). Su ratio de Sharpe a 5 años es de 1.48%. Su tres principales posiciones a principios de año eran: Telefónica (5%), EDP (4%) y Scottish & Southern (3%).

■ RVM Zona Euro (su inversión en renta variable de zona euro - Europa, Reino Unido, Suiza y países nórdicos puede llegar hasta el 75% del patrimonio, y nunca menos del 30%; el resto deberá invertirse en renta fija euro)

Fonalcalá tiene 3 premios y 5 estrellas Morningstar. De estilo value y centrado en valores de alta capitalización, ha alcanzado una rentabilidad del +74% (vs +56% del índice de referencia). Su



“En Renta Variable europea el líder en premios es Fidelity, que a comienzos de año tenía en cartera: E.On (5%) HSBC (4%) y Arcelor (4%)”.

lización total del +36%, el fondo no bate al índice de referencia (+56%) y tiene un ratio de Sharpe de a 5 años de 1.33%. Sus tres principales posiciones a principios de año eran: Telefónica (4%), BBVA (4%), e Iberdrola (3%).

■ RVM España (su inversión en renta variable española puede llegar hasta el 75% del patrimonio, y nunca menos del 30%; el resto deberá invertirse en renta fija euro).

Bestinver Mixto tiene 6 premios (4 como RVM España y 2 como RVM Zona Euro) y 5 estrellas Morningstar. De estilo value, está centrado en empresas de mediana capitalización. El fondo acumula una rentabilidad del +194% (vs +73% del índice de referencia), y cuenta con un ratio de Sharpe a 5 años de 2.15%. Sus tres principales posiciones a principios de año eran: Mapfre (7%), Repsol (6%) y Corporación Financiera Alba (4%).

RENTA VARIABLE

En Renta Variable (RV) categoría que cuenta con 1.021 fondos en total, Fondcoyuntura, con 9 premios, es el más premiado. Por subsectores:

■ RV Flexible Global (su inversión puede adaptarse libremente a las expectativas de los gestores, su nivel de inversión puede oscilar entre +150% y -50%).

Fondcoyuntura tiene 9 premios y 5

ratio de Sharpe a 5 años es de 1.10%. Sus tres principales posiciones a principios de año eran: Deutsche Telekom (3%), RWE (3%) y Royal Dutch (3%).

■ RVM Europa (su inversión en renta variable europea puede llegar hasta el 75% del patrimonio, y nunca menos del 30%; el resto deberá invertirse en renta fija de cualquier divisa)

March Bolsa tiene 6 premios y 4 estrellas Morningstar. De estilo mixto, el fondo invierte en valores de alta capitalización. Aunque acumula una re-

“Las tres posiciones principales de Patribond, con 8 premios en Renta Variable Mixta, eran a principios de año Telefónica (5%) EDP (4%) y Scottish & Southern (3%)”



INFORME

estrellas Morningstar. Durante el período 1998-2007, el fondo se ha revalorizado un +127% (vs +53% del índice de referencia). De estilo mixto y enfocado a valores de alta capitalización, tiene un ratio de Sharpe a 5 años de 1.33%. Sus tres principales posiciones a principios de año eran: Iberdrola (7%), Santander (5%) y Telefónica (4%).

■ RV Global (invierte en renta variable de cualquier Bolsa).

Socgen International Sicav tiene 5 premios y 4 estrellas Morningstar. Está enfocado a valores de alta capitalización, en su filosofía predomina el value (por ejemplo, Berkshire Hathaway se encuentra entre sus principales posiciones) denominado en dólares, ha obtenido una rentabilidad en euros de +129% (vs +53% del índice de referencia). Sus tres principales posiciones a principios de año eran: StreetTRACKS Gold (7%), Berkshire Hathaway (5%) y Pargesa Holding (3%).

■ RV Zona Euro (su patrimonio se invierte en renta variable de la zona euro -Europa, Reino Unido, Suiza y países nórdicos-).

Templeton Euro Market Growth A Acc tiene 3 premios y 3 estrellas Morningstar. Es de estilo growth, y sus inversiones van a valores de alta capitalización.

■ RV Europa (su patrimonio se invierte en renta variable europea).

Fidelity Fds. European Growth tiene 5 premios y 5 estrellas Morningstar. Aunque se define de estilo mixto, no deja de lado la filosofía value de la casa. Está enfocado a valores de alta capitalización. Acumula una rentabilidad del +199% (vs +66% del índice de referencia) y cuenta con un ratio de Sharpe a 5 años de 0.94%. Sus tres principales posiciones a principios de año eran: E.ON (5%), HSBC (4%) y Arcelor (4%).

■ RV España (su patrimonio se invierte en renta variable española).

Bestinver Bolsa tiene 6 premios y 5 estrellas Morningstar. De estilo value, ha aprovechado la expansión de las small & midcaps. Acumula una rentabilidad del +338% (vs +90% del índice de referencia) y cuenta con un ratio de Sharpe a 5 años de 2.17%. Sus tres principales posiciones a principios de año eran: Repsol (10%), Mapfre (10%) y Critería (7%).

■ RV USA (su patrimonio se invierte en renta variable americana)

Franklin Mutual Beacon tiene 3 premios y 2 estrellas Morningstar. Enfocada en valores de alta capitalización, su gestión value está dividida en tres tipos:

“Valor”, “Situaciones especiales o Arbitraje” y “Bancarrotas”. En líneas generales, trata de identificar compañías cuyo precio en el mercado presente importantes descuentos. El fondo ha acumulado una rentabilidad del +70% (vs +37% del benchmark). Sus tres principales posiciones a principios de año eran: Berkshire Hathaway (3%), Orkla Asa (2%) y British American Tobacco (2%).

■ RV Japón (su patrimonio se invierte en renta variable japonesa).

BBVA Bolsa Japón Cubierto tiene 4 premios y 5 estrellas Morningstar. Referenciado al Nikkei 225, el fondo acumula una pérdida de -13% (vs +19% del índice de referencia). Con todo, cuen-



“StreetTRACKS Gold (7%), Berkshire Hathaway (5%) y Pargesa Holding (3%) eran las principales posiciones de SocGen International Sicav, líder en premios en Renta Variable Global”

ta con un ratio de Sharpe a 5 años de 0.60%. Su principal posición a principios de año era un futuro sobre el Nikkei.

CONCLUSIONES

■ En la gran mayoría de casos, los fondos premiados han superado con creces sus rentabilidades de referencia respectivas, al menos en lo que respecta a la renta variable (siempre se ha dicho que el mercado de renta fija es más eficiente).

■ ¿Suerte o habilidad? Dada la reiteración de los premiados, nos inclinamos más por la segunda. Y es que después de todo, el valor añadido del gestor existe. Más allá de reiniciar el debate entre la gestión activa y la pasiva, lo cierto es que estos fondos se han ganado, por su trayectoria, un voto de confianza. Y, dada la competencia tan estrecha que hay en el sector, cabe suponer que bastantes de los fondos no premiados habrán obtenido resultados parecidos.

■ Los datos probablemente arrancarán una sonrisa cómplice a Benjamin Graham. No deja de sorprender el elevado número de fondos de estilo value en las 3 primeras posiciones de cada categoría (cerca del 40% frente a casi un 10% de growth), y eso sin aumentar la muestra a los 5 primeros en cada categoría y sin contar con el sesgo claramente value de muchos fondos de estilo mixto (Fidelity, SocGen, etc) factores que elevarían el porcentaje seguramente por encima del 65%. Sin entrar al debate sobre estilos de inversión en la gestión activa, lo cierto es que el tiempo parece dar la razón a la filosofía value, ya que, aunque gana menos en épocas de exuberancia irracional, logra una gran estabilidad en sus resultados basado en un mejor rendimiento cuando la bolsa cae.

■ Desde el punto de vista de la inversión value los ciclos de desestabilización (como el actual) son una oportunidad, ya que les sigue otro de estabilización (reversión a la media), y ello permite que esta diferencia se mantenga en el tiempo. Es cierto que los procesos pueden ser muy largos y llenos de dudas, pero, al fin y al cabo, no se trata de seguir la tendencia del mercado (“Value” y “Contrarian Investment” suelen ir de la mano) sino de mantener la disciplina en algo indispensable y complejo: una visión de largo plazo a la hora de invertir y una continua revisión y adaptación de la misma. □

1 Ponderando un 20% la parte de España, un 40% la zona euro (a su vez Europa un 50%, Reino Unido un 33%, y Suiza un 17%), un 30% en USA y un 10% en Japón; se trata de ponderación subjetiva, pero que se utiliza a título explicativo. 2 En los casos en los que la rentabilidad del período diciembre de 1998 a diciembre de 2007 es calculable (porque se trata de fondos ya existentes a diciembre de 1998 y que no han sido fusionados con posterioridad) se añaden las cifras obtenidas para cada caso, con la salvedad de posibles errores en la información de un período tan largo. Los datos de Sharpe proceden de la base de datos Lipper.