



UNA COMBINACIÓN RENTABLE

Valor e impulso

Los inversores activos cuestionan cada vez más el enfoque pasivo de alinear las carteras a largo plazo de acuerdo con ponderaciones predefinidas. Este artículo presenta una alternativa: una asignación de activos global y diversificada determinada por los 2 factores diferentes: valor e impulso. El estudio que describiremos nos proporcionó un rendimiento adicional del 2,66 % anual durante los años 1975 a 2013. El estudio utilizó medidas simples, no optimizadas de valor e impulso, por lo que la probabilidad de que los resultados de la minería de datos sean exagerados es baja.



Marko Gränitz.

El Dr. Marko Gränitz es periodista financiero centrado en temas candentes de investigación del mercado de capitales. En su blog publica artículos sobre los hallazgos clave de los estudios científicos.

✉ www.marko-momentum.de

La asignación de activos clásica no es óptima

Este artículo se basa en el estudio “Un caso de estudio de cómo utilizar el valor y el impulso al nivel de las clases de activos”, que Victor Haghani y Richard Dewey publicaron hace unos años en el periódico de gestión de carteras. En primer lugar, critican el nuevo dogma de la inversión pasiva, que implica mantener a ciegas carteras más o menos ponderadas por la capitalización de mercado. El proble-

Es fundamental que las primas de retorno asociadas con el valor y el impulso varíen con el tiempo

ma con esta aproximación es que los mercados atraviesan fases extremas de euforia y pánico y los inversores tienen que ser capaces de ceñirse a su estrategia en las buenas y en las malas fases. E incluso si logran hacerlo, el resultado de la montaña rusa rara vez es óptimo. Lo cual también es cierto cuando se mira una asignación de activos a nivel global. Los autores describen el año 1989 como un ejemplo extremo, cuando el mercado de valores japonés estaba muy valorado. Una cartera clásica y pasiva de acciones globales habría tenido alrededor del 40 % invertido en Japón en ese momento. El estudio comienza con una breve descripción de las 2 visiones aparentemente contradictorias del mercado. Por un lado, los mercados son bastante eficientes y, por tanto, difíciles de superar. Por otro lado, los precios tienden a desviarse mucho de su valor real en determinadas fases. Estrechamente relacionados con ello, se dan 2 efectos con los que muchos inversores ya están familiarizados: Valor e impulso. Ambos han sido probados por multitud de estudios científicos, pero parecen contradecirse cuando se trata de recomendaciones de inversión basadas en ellos

Valor e impulso

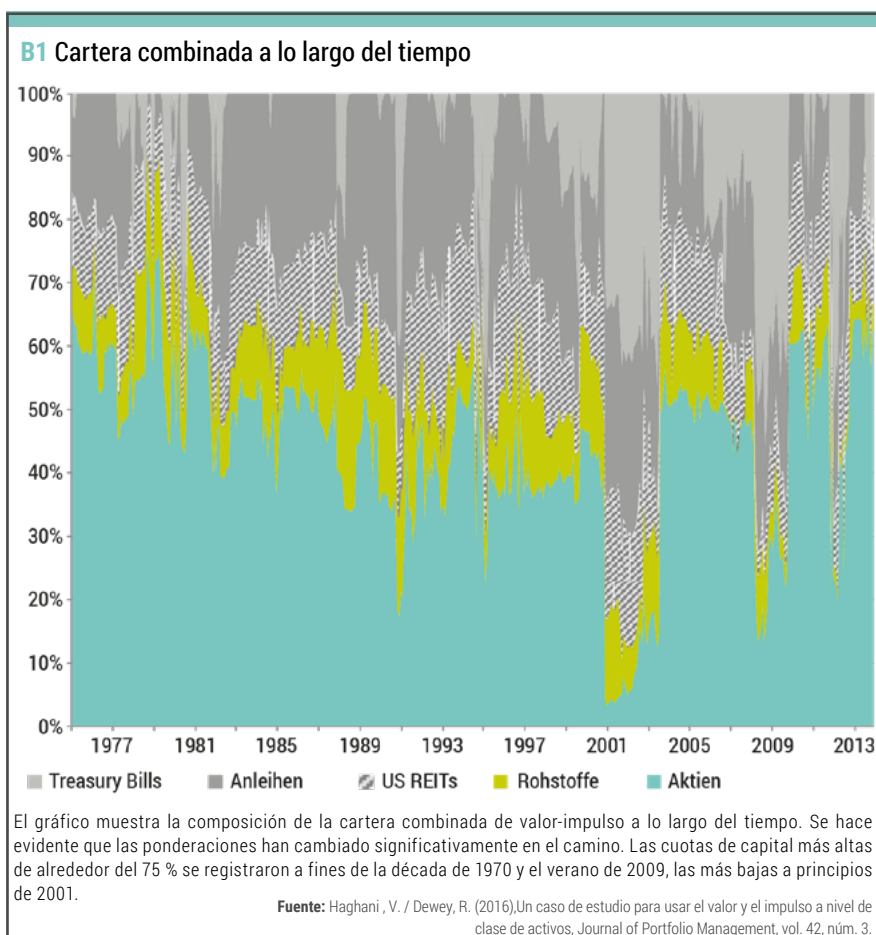
Es fundamental que las primas de retorno asociadas con el valor y el impulso varíen con el tiempo. Como regla general, aquí hay una correlación negativa, ya que el valor es un efecto de reversión a la media, mientras que el impulso funciona de manera procíclica. Además, los niveles temporales en los que se alcanzan las primas son diferentes. Lo cual da como resultado la posibilidad de combinar ambos efectos para generar idealmente una doble ventaja: mayores retornos con menores riesgos al mismo tiempo. Ésta es precisamente la idea que persigue el estudio antes mencionado. El horizonte de inversión a largo plazo se adopta conscientemente a lo largo de varios ciclos económicos y fases de

mercado y no se adopta el apalancamiento ni la entrada en posiciones cortas. Además, se debe tener cuidado de garantizar que no existan riesgos de alta concentración en subcategorías individuales de clases de activos. El período examinado va de 1975 a 2013. Con una selección limitada de activos, también se analiza el período significativamente más largo desde 1926 a 2013.

Las señales

Se definen un valor y una señal de impulso para cada clase de activo. La señal de impulso es uniforme y muy simple: el rendimiento durante 12 meses, pero eliminando el último mes, que se ha convertido en el estándar en la literatura científica. Se complica un poco más con la señal de valor. Aquí los autores definen medidas específicas para cada clase de activo:

- **Acciones:** rendimiento según Shiller, utilizando el promedio de los últimos 10 años ajustado por inflación para el índice respectivo.



La combinación de señales de valor e impulso permite obtener un mayor rendimiento ajustado al riesgo

T1 Cartera de referencia

Clase de activo	Valor Razonable	Ponderación
Renta variable estadounidense	6%	20,9%
Renta variable británica	6%	4%
Renta variable Europa sin Reino Unido	6%	7,4%
Renta variable Japón	6%	7,7%
Renta variable Pacífico ex Japón	6%	1,6%
Renta variable Canadá	6%	1,4%
Renta variable de mercados emergentes	6%	2%
REIT EE. UU.	6 %	10%
Materias primas Índice GSCI	1	10%
Bonos del Tesoro de EE. UU.	3%	10%
Crédito de grado de inversión de EE. UU.	1,5%	10%
Efectivo (letras a 3 meses)	-	15%

La tabla muestra las ponderaciones de la cartera de referencia en el período de estudio de 1975 a 2013.
Fuente: Haghani, V. / Dewey, R. (2016), Un caso de estudio para usar el valor y el impulso a nivel de clase de activos, Journal of Portfolio Management, vol. 42, núm. 3.

- **Bonos del gobierno de EE. UU. a 10 años:** rendimiento real implícito, que se calcula a partir de la diferencia entre el rendimiento nominal y la expectativa de inflación a 10 años.
- **Bonos corporativos:** diferencial de crédito en relación con los bonos del Tesoro de EE. UU. Más el rendimiento real implícito a 10 años que se acaba de definir.
- **Materias primas:** Relación entre el precio medio ajustado por inflación del S&P GSCI de los últimos 10 años y el valor actual del índice.
- **Bienes raíces:** rendimiento de dividendo promedio ajustado por inflación del índice REIT durante los últimos 10 años

Dado que el estudio examina un enfoque de inversión puramente a largo, los autores definen un valor razonable como el punto de partida de la señal de valor a partir de la cual se obtienen las sobreponderaciones o subponderaciones. Los valores razonables representan niveles de valoración que se corresponden con una expectativa de retorno razonable por el riesgo asumido.

Al final de cada mes, se calculan las señales de valor para cada clase de activo. Si una señal está por encima (por debajo) del punto de partida, nos muestra una subvaloración (sobrevaloración), como resultado de lo cual la asignación del mes siguiente aumenta (reduce) en relación con la situación de partida.

Construcción de carteras

Con base en los criterios mencionados, se crean y ajustan 4 carteras al final de cada mes. Las clases de activos no se ponderan por igual en la situación inicial, pero corresponden a una cartera más realista con 65 % de acciones y 35 % de bonos:

- Cartera base sin ajustes (con reequilibrio a la situación inicial)
- Value_portfolio (escalar las ponderaciones en función del valor razonable en base a la señal de valor; para obtener la fórmula exacta, consulte el estudio)
- Cartera de impulso (aumente o disminuya la ponderación en un 50 % si hay una señal de impulso positiva o negativa)
- cartera combinada de valor e impulso

Resultados

El escalado de la asignación de activos permitió las investigaciones de acuerdo con los siguientes rendimientos adicionales en comparación con la ponderación estática:

- 0,86 % por año según la señal de valor
- 1,55 % por año según la señal de memoria
- 2,66 % anual basado en la combinación de ambas señales

Además, las carteras escaladas dinámicamente lograron índices de Sharpe más altos; es decir, mejores rendimientos ajustados al riesgo. Aquí, destaca la cartera combinada,

Las pérdidas máximas de 1 y 5 años fueron menores que en el escenario base

T2 Rentabilidad de las carteras				
	Línea de base	Valor	Momento	Combinado
Rendimiento medio	5,77%	6,63%	7,32%	8,43%
Desviación estándar	9,05%	9,09%	9,09%	9,17%
Relación de Sharpe	0,5	0,59	0,67	0,78
peor rendimiento a 1 año	-35,4%	-34%	-23,1%	-20,2%
peor rendimiento a 5 años	-18,6%	-21,4%	-5,6%	2,5%

La tabla muestra varios indicadores de rendimiento para las carteras. Hay rendimientos anuales reales positivos a excepción del peor rendimiento de 5 años, que representa un valor acumulativo.

Fuente: Haghani, V. / Dewey, R. (2016), Un caso de estudio para usar el valor y el impulso a nivel de clase de activos, Journal of Portfolio Management, vol. 42, núm. 3.

donde el índice de Sharpe fue de un 50 % más alto que en la cartera de referencia. Además, las pérdidas máximas de 1 y 5 años fueron menores que en el escenario base. Y dentro de las clases de activos individuales, el enfoque combinado nunca ha logrado peores rendimientos.

Los resultados fueron particularmente buenos en las fases bastante raras en las que el valor y el impulso apuntaban en la misma dirección (valor barato e impulso positivo o valor caro e impulso negativo).

Solo en el período de observación más largo desde 1926 hubo suficientes ejemplos para poder hacer una declaración fiable:

- Valor bajo e impulso positivo: rendimiento medio posterior a 1 año del 14,4 %
- Valor alto e impulso negativo: rendimiento promedio posterior a 1 año de menos 7,6 %

Los costes de transacción no se incluyeron en el estudio, pero se midió la rotación de la cartera: alrededor del 15 % en la línea de base, 70 % en el valor y 100 % en la cartera combinada. Esto muestra que las mejores carteras también conllevan mayores costes de implementación.

Al mismo tiempo, la implementación es ahora bastante más rentable con ETF y otros productos estándar económicos.

Conclusión

La combinación de señales de valor e impulso permite obtener un mayor rendimiento ajustado al riesgo en comparación con una asignación de activos estática durante décadas. Suponemos que el enfoque seguirá funcionando, ya que ambos efectos han sido científicamente probados por sí solos y también se complementan entre sí.

T3 Rendimiento superior de la cartera, especialmente en mercados bajistas	
Rentabilidad real a 1 año de la cartera de referencia	Rentabilidad media superiorreferencia
por debajo de -5%	6.51%
-5% a 5%	1.88%
5% a 15%	1.91%
15% a 25%	1.33%
más de 25%	2.66%

La tabla muestra el rendimiento superior obtenido por la cartera combinada ValueMomentum desglosada por el rendimiento de un año anterior de la cartera de referencia (período: 1975 a 2013). El enfoque combinado fue particularmente convincente en los mercados bajistas.

Fuente: Haghani, V. / Dewey, R. (2016), Un caso de estudio para usar el valor y el impulso a nivel de clase de activos, Journal of Portfolio Management, vol. 42, núm. 3.