

GBM



**SUERTE VS
HABILIDAD**

Suerte vs habilidad

Constantemente enfrentamos situaciones en las que tratamos de clasificar a las personas en aquellas que son “hábiles” y aquellas que no lo son. ¿Qué médicos son los mejores? ¿Qué contratista debemos elegir? ¿Qué atleta deberíamos poner en nuestro equipo del fantasy? Este problema de clasificación es particularmente relevante para la administración del dinero. Por lo general, intentamos discernir entre los administradores capacitados y los afortunados. A pesar de lo complicado que puede ser la identificación de habilidades, es aún más difícil de lo que podría parecer aplicarlo a los administradores de fondos; simplemente mirar el desempeño histórico de alguien puede llevarnos a una decisión incorrecta debido a la influencia de la aleatoriedad (es decir, la suerte).

Comencemos por considerar un mundo (ficticio) en el que todos tienen el mismo nivel de habilidad. En este mundo, ¿esperamos que todos los cirujanos tengan la misma tasa de éxito para sus pacientes? ¿Terminarían todos los maratones en empate? ¿Todos los administradores de fondos generarían el mismo rendimiento? La respuesta a todas estas preguntas es casi con certeza “no”. ¿Por qué? Por el azar o la suerte. Algunos cirujanos, por casualidad, verán pacientes más enfermos. Algunos maratonistas tendrán



días malos, mientras que otros tendrán días buenos. De manera similar, algunos administradores de fondos elegirán acciones que tengan un desempeño peor (o mejor) de lo esperado, simplemente debido a la aleatoriedad inherente de los mercados financieros.

El ejemplo anterior destaca el hecho de que, incluso si todos los administradores de fondos tuvieran la misma habilidad, alguno será clasificado como el “mejor” y alguno como el “peor” según su desempeño histórico. Esta intuición sobre la suerte tiene importantes implicaciones para el mundo real, incluso cuando la habilidad sea distinta. Algunas diferencias en el desempeño histórico vendrán impulsadas por la suerte, incluso si las personas realmente tienen diferentes niveles de habilidad. La pregunta fundamental es, ¿cuánto de la diferencia se le atribuye a la suerte y cuánto a la habilidad?

Conocer qué porcentaje del desempeño histórico de un administrador de fondos se debe a buenas o malas decisiones y cuánto se debe a la buena o la mala suerte es en realidad un gran desafío. Investigaciones

académicas recientes sugieren que la mayor parte de la variación en el rendimiento de los fondos administrados se debe al azar más que a la capacidad. Quizás lo más importante es reconocer que identificar administradores “buenos” en lugar de “afortunados” es una tarea casi imposible.

Regresemos a nuestro mundo hipotético donde todos los administradores tienen la misma habilidad. Para simplificarlo, imaginemos que la habilidad de todos los administradores es nula y llevan a cabo “volados” para elegir las acciones en las que invierten. Águila eligen acciones ganadoras, sol perdedoras. Entonces, en promedio, esperamos que los administradores no ganen nada: sus victorias (cinco águilas) compensarán exactamente sus pérdidas (cinco soles). Pero como hay cientos de administradores haciendo esto, cada uno de ellos eligiendo diez acciones, alguien tirará más de cinco águilas en sus diez tiros, por casualidad. Juzgándolo por su historial, asumiremos que este administrador es un “genio” en la selección de acciones. En el otro lado de la moneda, alguien lanzará muchos soles. A este





administrador lo juzgaríamos como inexperto. Y, sin embargo, tienen el mismo talento. La diferencia en el rendimiento se debió completamente al azar.

¿Qué pasa en el mundo real? Investigaciones recientes sobre el desempeño de fondos de inversión de renta variable, demostraron similitudes consistentes con el ejemplo anterior sobre la toma de decisiones con un volado. La suerte compensa la mayoría de las diferencias que observamos en el rendimiento de los fondos de inversión. Durante los últimos 20 años, alrededor del 50% de los administradores de fondos mutuos de renta variable activos obtuvieron un “alfa” positivo después de ajustar la exposición al riesgo de mercado (cálculos realizados por los autores). La mayor parte de esto se debe al azar. De hecho, las estimaciones muestran que los fondos que obtienen un alfa positivo debido a la habilidad más que a la suerte se encuentran entre 0% y 10%. [1]

Entonces, pensaríamos que solo tenemos que averiguar cómo elegir un administrador de fondos que pertenezca a este 0 - 10% de los administradores que superan al mercado. Desafortunadamente, no es tan fácil.

Si elegimos entre los administradores con mejor desempeño, todavía existe una alta probabilidad de que el administrador que elijamos sea alguien que obtuvo este buen desempeño porque tuvo suerte y, en el peor de los casos, el administrador que elegimos es malo, pero tuvo buena suerte en el pasado. Por lo que, es probable que pagemos tarifas de administrador para tener nuestro dinero administrado un “genio”, cuando en realidad estamos pagando por invertir con un administrador afortunado.

Los sistemas de clasificación de fondos profesionales no son inmunes a estos problemas. Las clasificaciones más comunes generalmente consisten simplemente en colocar a los mejores administradores y fondos basadas en su desempeño histórico. Por lo que es probable que los fondos elegidos terminen siendo seleccionados debido al azar.

Las investigación académica ha abordado este tema intentando predecir el rendimiento de los fondos de inversión. Asumiendo que la suerte no debe ser persistente, por lo que, si se tiene historial suficiente sería posible pronosticar qué fondos tendrán un mejor desempeño en el



futuro. Clasificando así los fondos de manera confiable en función de la verdadera habilidad. Esta investigación ha tomado en cuenta una serie de métricas para analizar los fondos de inversión (basadas en factores como: el tamaño de las posiciones, la frecuencia de las operaciones, entre otras) que se correlacionan con las diferencias en el desempeño de los fondos. Desafortunadamente, estos proxies han tenido un desempeño relativamente deficiente cuando se utilizan para predecir el desempeño “fuera de la muestra” (Jones y Mo, RFS 2021) y los fondos de inversión que tienen una alta clasificación según estos proxies, a su vez tienen niveles indeseables de riesgo a la baja (Back, Crane y Crotty, RFS 2018).

Entonces, ¿un inversionista debería de analizar al conjunto de administradores de activos con el fin de encontrar al mejor? La investigación sobre habilidad y suerte implica que ésta es una tarea casi imposible. La fracción de administradores “buenos” es pequeña y la posibilidad de elegirlos correctamente es baja. En cambio, es probable que su desempeño haya sido impulsado por la suerte. Si bien algunos de nosotros estamos felices arriesgándonos con la esperan-

za de un resultado afortunado, es importante recordar que también es posible un resultado desafortunado.

Por lo que hay que sacar la suerte de la ecuación. Si eres dueño de todo, estás quitando la suerte del juego y así obtendrás un retorno justo en tu inversión. Este es el argumento a favor de tener una cartera diversificada y con tarifas bajas, que invierte en tantas clases de activos como sea posible.

Si tienes una mayor tolerancia al riesgo, entonces puedes considerar inclinar esta cartera diversificada para mantener clases de activos de mayor riesgo o utilizar el apalancamiento y mantener intacta la cartera original totalmente diversificada.

No suena tan emocionante como encontrar al “genio” de la selección de acciones. Pero cuando nos damos cuenta de que esa comisión por administración activa puede compensar los resultados afortunados, queda claro que la elección aburrida es la mejor estrategia.

GBM