



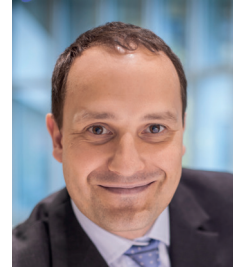
# LA FRANÇAISE INVESTMENT SOLUTIONS RESEARCH

INVERSIÓN FACTORIAL



Giselle Comissiong  
es Director - marketing y comunicaciones en LFIS

Luc Dumontier es Director del área Factor Investing, Gestor de carteras senior en La Française Investment Solutions (LFIS) y Responsable del módulo «Gestión de carteras» de los centros de formación de la Sociedad francesa de analistas financieros (SFAF) y de la Asociación francesa de gestión financiera (AFG/PRAM).



## PRIMAS 2.0: DIVERSIFICACIÓN Y RENTABILIDAD

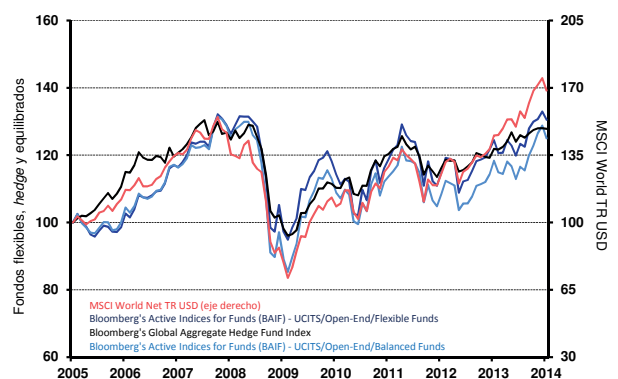
### ¿LA MUERTE DE LA DIVERSIFICACIÓN?

La crisis financiera mundial de 2007-08 puso de relieve con total claridad que, en promedio, la mayoría de los fondos: (i) suelen tener exposición, en el mejor de los casos (y en condiciones favorables), a un número reducido de factores de riesgo y (ii) en el peor de los casos, y especialmente en épocas de aversión al riesgo, a uno solo, el riesgo del mercado de renta variable. El Gráfico 1 muestra que los fondos de asignación, con independencia de que estén clasificados como «equilibrados», «flexibles» o incluso como «alternativos», han registrado históricamente rentabilidades muy correlacionadas con los mercados de renta variable, sin que hayan logrado superar los resultados de esta clase de activos (en rentabilidad ajustada al riesgo). En otras palabras, la rentabilidad de los fondos de inversión depende mucho (en promedio) de la beta.

Este fenómeno está perfectamente documentado en los estudios de Ang, Goetzmann y Schaeffer (2009). Ang et al estudiaron la gestión activa de uno de los mayores fondos soberanos del mundo, el «Government Pension Fund Global» noruego («GPGF»). A pesar de

la sofisticada infraestructura de inversión del GPGF y de su personal altamente cualificado, observaron que la exposición al factor del mercado de renta variable, es decir, el riesgo de renta variable, estaba detrás del 70% de la rentabilidad de la cartera y fue la causa principal de la pérdida del 23,3% que el fondo registró en 2008.

### 1. Beta y más beta, todo el tiempo



Fuente: Bloomberg y La Française Investment Solutions.

Como consecuencia de ello, a partir de 2008 comenzaron a proponerse soluciones de paridad de riesgo, que trataban de «forzar» una diversificación eficaz del factor de renta variable a través de una asignación equitativa ponderada por el riesgo a renta variable y deuda pública. Sin embargo, una asignación con paridad de riesgo, que se corresponde con una asignación del capital del 15% a renta variable y del 85% a renta fija, ha perdido atractivo en el contexto actual, que se caracteriza por los reducidos rendimientos de la renta fija en todo el mundo.

## ALGUNOS GESTORES TIENEN ÉXITO, ¿CUÁL ES SU SECRETO?

Obviamente, algunos fondos y determinados gestores han logrado superar a sus índices de referencia. Cuando se analizan los componentes de su rentabilidad, se observa que estos fondos están expuestos a otros factores además del factor del mercado de renta variable.

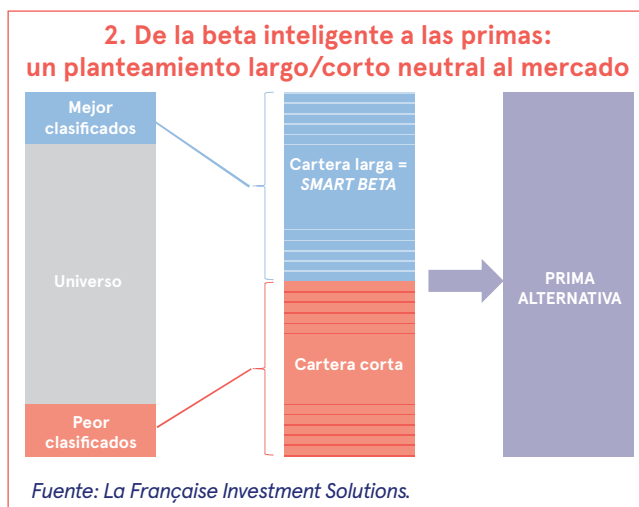
Estos «factores alternativos» fueron identificados por primera vez por el premio nobel Eugene Fama y el prestigioso investigador Kenneth French, ambos catedráticos de la «Booth School of Business» de la Universidad de Chicago. Su «modelo de tres factores de Fama y French» separaba la rentabilidad de las acciones en tres variables: (i) riesgo del mercado de renta variable, más (ii) el factor de valor, que alude a la diferencia de rentabilidad entre los valores más baratos y los más caros con arreglo a sus múltiplos de valoración, y (iii) el factor de tamaño, que hace referencia a la diferencia de rentabilidad entre las acciones de menor capitalización y las acciones de mayor capitalización.

## «SMART BETA»: BETA INTELIGENTE, PERO BETA AL FIN Y AL CABO

Las soluciones de beta inteligente tratan de sacar partido de estos factores alternativos para potenciar la rentabilidad neutral al mercado, pero lo hacen mediante carteras integradas exclusivamente por posiciones largas. Un fondo de beta inteligente comprará, por ejemplo, más títulos atractivos para intentar obtener una rentabilidad superior a la de su universo de inversión. Sin embargo, esta estrategia también invierte en largo en el mercado subyacente y su evolución está vinculada irremediabilmente a la de la renta variable.

En cambio, los planteamientos basados en primas, que ilustra el Gráfico 2, consisten en la compra simultánea de los títulos de renta variable más interesantes y la venta de los que resultan menos atractivos. Por su

propia naturaleza, un planteamiento de primas tiene un motor de rentabilidad adicional, que no solo captura el componente «largo» de la beta inteligente tradicional (los resultados superiores de los títulos más atractivos), sino también un componente «corto» vinculado a los resultados relativos negativos de los títulos menos interesantes. Por consiguiente, un planteamiento de primas logra neutralizar la exposición a beta de la cartera. Las exposiciones larga y corta a los mercados se anulan mutuamente y el resultado es un planteamiento verdaderamente neutral al mercado.



## LA DEFINICIÓN DE PRIMAS SE AMPLÍA

El enfoque tradicional de las primas se centra en los factores alternativos estándar (valor, carry, momentum, etc.) dentro de clases de activos tradicionales y en el ámbito de la renta variable en particular. Sin embargo, la definición de primas puede ampliarse para incluir otros factores y clases de activos, incluidos activos o parámetros implícitos (como la volatilidad y los dividendos) y estrategias de arbitraje en sentido estricto (por ejemplo, repos y operaciones con bases negativas y estrategias de arbitraje de convertibles).

El amplio universo de las primas puede desglosarse en dos clases, cada una con un fundamento estructural subyacente concreto. Por un lado, las primas de riesgo incluyen estrategias que remuneran a los inversores por su exposición a un factor de riesgo sistemático adicional (económico o financiero) que no puede eliminarse mediante la diversificación. Por otro lado, las primas de estilo retribuyen a los inversores por la capacidad, desde el punto de vista económico o de la regulación, de poner en práctica estrategias que aprovechen los sesgos estructurales del mercado, ya sean conductuales o estén vinculados a restricciones de inversión y flujos estructurales.

---

Es probable que los fundamentos de las estrategias de primas persistan a lo largo del tiempo. Los inversores racionales siempre exigirán rendimiento para asumir más riesgo sistemático. De igual forma, los sesgos conductuales están tan arraigados en la mayoría de los participantes del mercado que siempre resultará difícil que los inversores racionales los arbitren en su integridad. Por último, las numerosas normativas aplicables a la mayoría de los actores de los mercados financieros (los Acuerdos de Basilea para las entidades bancarias, las Directivas Solvencia II en el caso de las compañías de seguros, el marco OICVM para determinadas gestoras de activos, etc.) avanzan en dirección a una mayor regulación y un cumplimiento más estricto de esta, y no en sentido contrario. Esto debería generar también un mayor número de oportunidades.

#### **LAS PRIMAS OFRECEN LA POSIBILIDAD DE CONSTRUIR UNA CARTERA «POR PIEZAS»**

Las primas existen en todas las clases de activos y los fundamentos de cada una de ellas son diferentes y, como ya se ha indicado, probablemente persistirán a lo largo del tiempo. Dado que cada una de las primas está relacionada con factores subyacentes distintos, todas ellas se materializarán en distintos momentos. Una cartera diversificada de primas puede por tanto generar una fuerte rentabilidad ajustada al riesgo y neutral al mercado con el transcurso del tiempo.

No obstante, conviene insistir en que la etiqueta «primas» ha de entenderse como un marco de análisis y no como una estrategia de inversión en sí misma. En resumen, aunque el concepto de la inversión en primas resulta muy atractivo sobre el papel, en la práctica existen numerosos escollos y la rentabilidad que se obtenga puede ser muy distinta de las simulaciones históricas. La solidez de cualquier solución basada en primas depende ante todo de las elecciones realizadas por el equipo al que se haya encomendado su aplicación. Tanto para el proveedor (el gestor de la cartera) como para el usuario (el cliente o el consultor), resulta esencial adoptar un planteamiento integral y de futuro.

#### **EL PLANTEAMIENTO DE LFIS - MÁS ALLÁ DE LO ACADÉMICO**

La estrategia de primas de LFIS se distingue por la variedad de primas susceptibles de inversión que combina. Nuestro planteamiento va más allá de las primas alternativas «tradicionales» y combina aproximadamente 30 estrategias de tres familias distintas:

**1 - Primas académicas:** las primas más habituales, incluidas estrategias de valor, momentum, carry, bajo riesgo/calidad y liquidez en toda la gama de clases de activos, a saber, renta variable, renta fija, divisas y materias primas.

**2 - Primas implícitas:** sobre parámetros que incluyen la volatilidad, la correlación, la dispersión y los dividendos, creadas por asimetrías del riesgo y la rentabilidad y flujos concretos vinculados a: (i) determinados patrones de los inversores, (ii) la cobertura por parte de bancos, compañías de seguros, etc., y (iii) limitaciones impuestas por la normativa.

**3 - Primas de liquidez/carry:** la configuración y disponibilidad de liquidez de LFIS le permiten mantener en cartera determinados activos líquidos en los que otros actores del mercado no pueden invertir, con frecuencia por efecto de la normativa actual.

#### **PLANTEAMIENTO DE LFIS - GARANTIZAR UNA DIVERSIFICACIÓN EFICAZ**

La diversidad de las estrategias de primas es solo un primer paso. Para lograr una diversificación óptima, resulta esencial gestionar la correlación, especialmente en fases bajistas. El enfoque de gestión de riesgos y asignación de LFIS tiene en cuenta la correlación en todos los niveles. La asignación se define por medio de un marco de contribución equitativa al riesgo concebido para tomar en consideración la correlación sin exagerar su importancia con respecto a la volatilidad. La gestión de riesgos es exhaustiva e incluye: (i) pruebas de resistencia y controles de descensos basados en acontecimientos reales del mercado y escenarios específicos, (ii) límites de concentración en todos los niveles (por clase de activos / sector / subyacente / contraparte / emisor) y (iii) límites formales de las variables «griegas», por ejemplo, delta, gamma y vega.

El planteamiento integral de LFIS es posible gracias a los conocimientos y trayectoria de nuestro equipo de gestión, que cuenta con una amplísima experiencia tanto en banca de inversión como en la gestión cuantitativa de activos. Esto, unido a una configuración institucional que incluye un extenso conjunto de contratos ISDA y herramientas propias para la fijación de precios de instrumentos OTC, sitúa a LFIS en una situación privilegiada para entender las oportunidades y las dislocaciones en mercados y flujos y detectar las oportunidades derivadas de ellas. Esa misma estructura le permite negociar, fijar precios, ejecutar, llevar a cabo stress tests y gestionar el riesgo de estrategias que capturan las primas resultantes con plena neutralidad al mercado.

---

## **PRIMAS 2.0 DE LFIS**

El resultado es una cartera multiactivos de primas de riesgo y de estilo muy diversificada que va mucho más allá de los enfoques de beta alternativa que se han venido aplicando tradicionalmente. Nuestro planteamiento combina primas muy diversas: a algunas les viene bien que los mercados se muevan, mientras que otras dependen de su estabilidad. Las estrategias pueden beneficiarse de todo tipo de mercados (volátiles, con tendencias, dentro de un intervalo) y se materializan en distintos momentos. Nuestro planteamiento trata también de tener un carry positivo. La rentabilidad no depende de movimientos direccionales del mercado y no hay ninguna exposición estructural direccional a las clases de activos subyacentes.

LFIS gestiona actualmente 700 millones de dólares en activos en sus estrategias de primas, que incluyen vehículos de inversión AIF y OICVM.

Si desea más información, puede ponerse en contacto con nosotros en [institutionnels-LFGIS@lafrancaise-group.com](mailto:institutionnels-LFGIS@lafrancaise-group.com)

---

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

Salvo que se indique otra cosa, toda la información y las opiniones vertidas son las de La Française Investment Solutions a 11 de octubre de 2016. Dichas opiniones pueden cambiar en cualquier momento en función de las condiciones del mercado y de otras circunstancias y no es posible garantizar que las estrategias cumplan las expectativas de rentabilidad. Este documento promocional tiene únicamente fines informativos y debe ser utilizado exclusivamente por inversores institucionales. No constituye, por parte de La Française Investment Solutions, ninguna oferta, solicitud, invitación a comprar o vender ni asesoramiento de inversión sobre vehículos que gestione y/o sobre los que proporcione asesoramiento LFIS, ni tampoco sobre valores o instrumentos financieros citados en el presente documento, ni para participar en ninguna estrategia de inversión de forma directa o indirecta.



**LA FRANÇAISE**

128, bd Raspail 75006 Paris - France  
Tél. +33 (0)1 73 00 75 75  
institutionnels-lfgis@lafrancaise-group.com  
480 871 490 RCS Paris  
<https://www.lafrancaise-gis.com>

La Française Investment Solutions is a company of La Française Group - [www.lafrancaise-group.com](http://www.lafrancaise-group.com)

La Française Investment Solutions a French *société par actions simplifiée* with share capital of €10,000,000 • Registered with the Trade and Companies Register of Paris under number 752 897 850 • 128, boulevard Raspail - 75006 Paris - France • Portfolio Management Company - AMF authorisation No. GP 13000004 ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) • Publication edited by La Française Investment Solutions.