¿A mayor riesgo, mayor rentabilidad?

7 de septiembre de 2011

La volatilidad de los mercados ha puesto de manifiesto la importancia de entender el riesgo a la hora de valorar el rendimiento de los fondos de inversión.

Una de las cuestiones más problemáticas del ámbito de la inversión es valorar adecuadamente el rendimiento de los fondos. Puede parecer algo sencillo: si el fondo conservador A gana el 10% y el arriesgado B el 20%, este último rindió más para sus clientes, ¿no?

No necesariamente, porque tal vez el fondo B asumió riesgos enormes para alcanzar esa rentabilidad, riesgos que sus clientes normalmente evitarían si pudieran elegir. Si no se conoce el riesgo de las carteras en cuestión, tales comparaciones no sirven prácticamente para nada.

Por desgracia, el modelo más utilizado para calcular la rentabilidad de una inversión, el de valoración del precio de los activos financieros (CAPM, en sus siglas en inglés), no suele valorar de manera integral la exposición al riesgo de los fondos.

Para llenar este vacío, el profesor del IESE Javier Estrada propone utilizar el modelo de los tres factores, una metodología que relaciona mejor el riesgo con la rentabilidad. Sus hallazgos aparecen en el artículo "The Three-Factor Model", publicado en la primavera de 2011 en *Journal of Applied Corporate Finance.*

La rentabilidad de un activo

Antes de examinar este modelo es preciso entender el CAPM, definido en los años sesenta

©IESE Business School

por Treynor, Sharpe, Lintner y Mossin, ya que se trata de uno de los conceptos fundamentales de las finanzas modernas. Los profesionales de las finanzas corporativas lo utilizan para calcular la rentabilidad exigida a un activo con el fin de determinar el coste del capital.

Dos son los elementos que sirven para determinar la rentabilidad de un activo:

- La rentabilidad exenta de riesgo, para compensar la pérdida de poder adquisitivo esperada.
- La prima de riesgo, o la compensación adicional que los inversores necesitan para invertir su dinero en títulos de riesgo.

La rentabilidad total es la suma de ambos factores. El primero, la rentabilidad exenta de riesgo, es fácil de calcular: normalmente se corresponde a la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años. La prima de riesgo es el resultado de multiplicar la prima de riesgo del mercado (la rentabilidad extra exigida por alguien para invertir en activos de riesgo en lugar de hacerlo en activos exentos de riesgo) y la beta, que mide la exposición al riesgo del mercado.

Las acciones con betas de uno fluctúan tanto como el mercado; si la beta es mayor que uno, las acciones magnifican las fluctuaciones del mercado, mientras que si es menor, atenúan dichas fluctuaciones.

Limitaciones del CAPM

El CAPM ha recibido críticas porque el único factor determinante de la rentabilidad que ofrece es la fluctuación del activo en relación al mercado en su conjunto. Es decir, simplifica en exceso los riesgos de la inversión porque no tiene en cuenta los factores de impulso de la rentabilidad. Según Javier Estrada, los principales factores de impulso de la rentabilidad de los activos son dos:

- **Tamaño.** Las acciones de pequeña capitalización rinden más que las de gran capitalización a largo plazo, lo que crea una prima por tamaño.
- **Valor.** Las acciones de valor, medidas por la ratio B/P (*book-to-market*), rinden más que las acciones de crecimiento, lo que crea una prima por valor.

©IESE Business School

Un modelo alternativo

El modelo de los tres factores mide la rentabilidad añadiendo al CAPM las primas por tamaño y valor. El resultado muestra el rendimiento de una cartera en relación al mercado en su conjunto, lo que permite a los inversores comprobar si su cartera rindió más o menos que el mercado en función del riesgo.

Cuando una cartera rinde más de lo esperado teniendo en cuenta el riesgo, se obtiene un alfa positivo. Y cuando la cartera rinde menos, resulta negativo.

El modelo de los tres factores cada vez se utiliza más para medir el rendimiento de los fondos de inversión. Por ejemplo, el autor lo emplea para analizar la inversión de Warren Buffett en Berkshire Hathaway. Su conclusión es que de 1977 a 2009 el rendimiento superó al mercado en más de 14 puntos porcentuales al año.

Qué modelo utilizar

En realidad, la decisión de utilizar el CAPM o el modelo de los tres factores dependerá de para qué lo utilicemos. El autor empleó los dos modelos para analizar la rentabilidad financiera de las empresas cotizadas en el Dow Jones Industrial Average de 1990 a 2009 y su análisis mostró que el resultado de ambos al determinar el coste del capital fue más o menos el mismo. Por ello, no hace falta que los profesionales de las finanzas se pasen al modelo de los tres factores en este tipo de cálculo, ya que el CAPM es más fácil de usar y probablemente ya están familiarizados con él.

Sin embargo, a la hora de valorar la rentabilidad de los fondos de inversión y determinar si han generado alfa, es decir, una rentabilidad superior al riesgo, el modelo de los tres factores parece ser la mejor opción.

www.iese.edu/es/insight

©IESE Business School