

## MAXIMUM DRAWDOWN COMO PREDICTOR DE DESEMPEÑO Y FLUJO FUTURO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Riley y Yan (2022)<sup>1</sup> han publicado recientemente un artículo que permite reflatar el debate en torno al valor que otorga la gestión activa de los fondos. En particular, su análisis da cuenta que la métrica *Maximum Drawdown* es capaz de señalar habilidades en la gestión de fondos conducentes a ofrecer mayores retornos en el futuro. Asimismo, los autores destacan que esta capacidad sería explicada por una correcta selección de acciones más que una buena lectura de mercado, características que tendrán también impactos sobre el flujo de inversiones hacia los fondos en cuestión.

Por Cristóbal Doberti, CFA.

La habilidad de los gestores para generar un desempeño superior a su respectivo *benchmark* y la capacidad de los inversionistas para detectar aquellos que ofrezcan persistencia en sus buenos resultados ha sido materia de debate en la historia financiera.

En términos generales, el manejo de las inversiones mediante un instrumento pasivo ha crecido de manera relevante en los últimos años de la mano del desarrollo de productos como los *ETFs*, en vista de su alta liquidez, accesibilidad, capacidad diversificadora y bajo costo. En esta línea, el artículo de Riley y Yan (2022) busca abrir el debate mediante el análisis de las capacidades con las que los gestores puedan contar para generar un desempeño que pueda agregar valor a sus aportantes de forma persistente y predecible en el tiempo. Así, los autores logran identificar indicadores que permiten señalar dicha habilidad, al mismo tiempo que consiguen otorgar una explicación estadística respecto de su posible origen y consecuencias colaterales en materia de flujos hacia vehículos que cuenten con esa característica.

### Caída máxima como métrica de señalización de habilidad de un gestor

Uno de los mercados que han ofrecido mayores desafíos al momento de poder detectar las habilidades de las gestoras para superior su respectivo *benchmark* tiene relación con el indicador de renta variable de EE.UU. S&P500. Es justamente este último el seleccionado por los autores para probar el valor del manejo activo de las inversiones y detectar indicadores

que puedan ser usado como señalización de dichas capacidades.

Para esto, Riley y Yan (2022) seleccionan una medida particular de riesgo, la Máxima Caída (o *Maximum Drawdown*, MDD), la cual registra la máxima desvalorización que alcanza un activo para un período en particular. Dicha métrica, si bien refleja el riesgo de un activo, se diferencia de otros indicadores, como la volatilidad, al considerar sólo los movimientos que van en detrimento de la valorización de los activos.

A modo de descripción inicial, del universo de fondos seleccionados, los autores observan que los vehículos que cuentan con métricas menores de Máxima Caída en un horizonte de doce meses tienden ser aquellos que registran en la historia retornos y *alphas de Jensen* más elevados, al mismo tiempo que su volatilidad, rotación de activos y gastos del fondo tienden a ser menores.

Con estos antecedentes, Riley y Yan (2022) vuelcan su análisis hacia la hipótesis de que la métrica de riesgo MDD medido para un período histórico puede ser utilizada para predecir un mayor retorno futuro. Para esto, dividen el universo de vehículos seleccionados en quintiles basada justamente en la magnitud de dicha máxima caída en ventanas de 12 meses.

En base a ejercicios de regresión, los autores confirman que aquellos vehículos que se agrupan en el quintil de menor caída MDD logran generar un desempeño futuro estadísticamente superior a los que

se sitúan en el grupo de mayores retrocesos. Más importante aún, al controlar previamente por su desempeño dentro de cada quintil establecido, aquellos instrumentos que se sitúan en el grupo de menores caídas y más alto rendimiento histórico logran generar incluso un *alpha* estadísticamente positivo en períodos posteriores.

Po último, los análisis dan cuenta que la métrica MDD muestra persistencia en el tiempo, en el sentido de que aquellos administradores que se situaron en el quintil de bajo nivel de caída histórica, con una alta probabilidad tienden a permanecer en dicha categoría en el tiempo, dando cuenta de la estabilidad en la jerarquía de los administradores en torno a esta característica.

Con esto, los investigadores mencionan que los hallazgos señalarían en conjunto que la métrica de Máxima Caída puede ser utilizada como señal de una habilidad superior de los gestores de fondos. De hecho, ésta no sólo mostraría persistencia en el tiempo, sino que además permitiría segmentar aquellos que pueden ofrecer mejores desempeños en el futuro, agregando incluso valor en mercados que han sido altamente complejos en esta materia como lo es el S&P500.

Además, dichos resultados se mantendrían incluso controlando por otras variables de riesgo que comúnmente han develado su capacidad estadística de predecir desempeños superiores en el futuro, tal como es el caso de Volatilidad, *Downside Beta* y *Maximum Return*, dando cuenta que la métrica Máxima Caída es capaz de capturar una dimensión no identificada por las variables mencionadas.

### **La clave se encuentra en la selección de acciones, principalmente en momentos de tensión financiera**

Si bien los análisis develan la capacidad de señalización de habilidades de gestión superiores a través de la métrica Máxima Caída, el estudio daría cuenta también que dicha capacidad no sería estable en el tiempo, sino que estaría caracterizada por las condiciones de mercado en el tiempo.

Específicamente, lo autores confirman que las habilidades de los administradores de fondos se hacen más evidentes en momentos de condiciones de

mercado más adversas, en la medida que los quintiles de menores MDD se comportan de mejor forma que aquellos ubicados en las categorías de mayores retrocesos, justamente en momentos en que las turbulencias de mercado son más intensas.

En esta línea, los análisis realizados develan que la capacidad de generar un mejor desempeño vendría justamente por la habilidad que tendrían las gestoras dominantes de seleccionar de las acciones que componen su cartera, más que su capacidad de predecir el comportamiento de mercado como un todo o el ciclo en que éste se encuentra.

Finalmente, a través de la revisión de métricas *Drawdown Gap* el artículo refuerza los argumentos en torno a que las habilidades de los gestores son finalmente derivadas de una correcta selección de acciones. En particular, este indicador da cuenta de la diferencia entre la caída que potencialmente hubiera tenido el fondo de haber mantenido las posiciones en acciones informadas en su último reporte mensual y desempeño que finalmente registra el vehículo en igual período. Con esto, la estadística da cuenta no sólo que los administradores logran moderar los retrocesos respecto del caso hipotético, sino que además dicha diferencia sería una señal fidedigna de que el administrador es capaz incluso de ofrecer retrocesos menores en el futuro mediante una adecuada selección de acciones.

### **Impacto en flujos de activos condicionados por el *suitability* de cada producto**

Más allá de los favorables resultados en materia de potencial desempeño futuro, los análisis muestran también que la métrica Máxima Caída tiene un impacto sobre el flujo de aporte y rescate hacia instrumentos de inversión. Dicha situación está condicionada incluso por su comportamiento histórico en materia de desvalorizaciones MDD, las condiciones de mercado que deban enfrentar y el perfil de riesgo de los inversionistas que utilizan cada vehículo de inversión.

Específicamente, considerando que por naturaleza los inversionistas son aversos al riesgo, estos preferirán conducir sus flujos hacia fondos que no han experimentado altos niveles de Máximas Caídas. Es más, las regresiones propuestas develan una elasticidad en

donde por cada aumento de 10,0% en la caída MDD, existiría una pérdida anual en materia de flujos del orden de 5,0%.

En esta línea, los autores destacan que dicha relación será más robusta en casos en que los inversionistas tengan una mayor aversión al riesgo y las condiciones de mercado sean más adversas. De hecho, mientras que en instrumentos definidos como “*Income*” (los que frecuentemente son más utilizados por los inversionistas aversos al riesgo) la sensibilidad termina por exacerbarse, lo mismo ocurre cuando existen eventos de mercado de mayor inestabilidad en precios de activos.

### **El poder de la Máxima Caída para señalar capacidades únicas en administradores de fondos**

El artículo publicado por Riley y Yan (2022) vuelve a revivir el debate en torno al valor de la administración activa de los fondos de inversión. Así, el análisis no sólo

---

<sup>ii</sup> Riley, T. y Yan Q., “Maximum Drawdown as Predictor of Mutual Fund Performance and Flows”, *Financial Analysts Journal*, 2022.

destaca la capacidad que tienen las gestoras de generar valor en el tiempo, sino que además ésta puede ser identificada a través de la métrica Máxima Caída, medida que tendría persistencia en el tiempo y determinaría el desempeño futuro del instrumento acorde a los análisis propuestos por el estudio. Más aún, los autores confirman que el indicador tendría consecuencias no sólo sobre los indicadores futuros de desempeño, sino que además impactaría los flujos que los fondos podrían recibir dadas sus características en materia de *suitability* hacia los inversionistas.

Con todo, el análisis revisado en esta columna vuelve a reflotar el valor existe en el manejo activo de inversiones, destacando que existen métricas que pueden ser incorporadas en nuestro análisis para detectar habilidades únicas en los gestores, las que serán conducentes a mejores desempeños futuros y atracción de mayores flujos por parte de los inversionistas.