

COLABORADORES

Anu R. Ganti, CFA
Director
Index Investment Strategy
anu.ganti@spglobal.com

Craig J. Lazzara, CFA
Managing Director
Index Investment Strategy
craig.lazzara@spglobal.com

Disparándole al mensajero

“La inversión activa ha sido objeto de crecientes críticas, particularmente por parte de aquellos cuyas opiniones se basan en la acumulación persistente de datos cuantitativos y argumentos lógicos”.¹

- Charles D. Ellis

RESUMEN

Los fondos indexados, que hace 50 años no existían, desempeñan en la actualidad un papel destacado en los mercados financieros globales. El crecimiento de la inversión basada en índices fue resultado de la incapacidad de los administradores activos, en conjunto, de superar el desempeño de benchmarks pasivos. Esta incapacidad no es algo nuevo, de hecho, hay información al respecto desde la década de 1930. **El desarrollo de la gestión pasiva fue la consecuencia del bajo rendimiento de la gestión activa.**

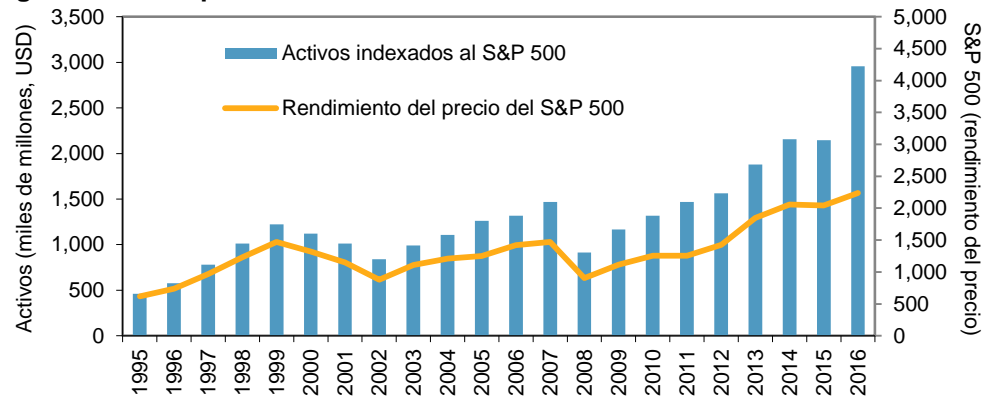
Este bajo rendimiento puede atribuirse a cuatro factores:

- Costos
- Profesionalización de la gestión de inversiones
- Eficiencia del mercado
- Asimetría en el rendimiento de las acciones

Estimamos que, al 30 de diciembre de 2016, 20% de los activos de renta variable de EE. UU. (aproximadamente US\$ 5 billones) se encontraban invertidos en fondos que siguen el rendimiento de índices. Este compromiso con la gestión pasiva permitiría a los *asset owners* ahorrar **más de US\$ 20 mil millones anualmente.**

¹ Charles D. Ellis: “[In Defense of Active Investing](#)”, *Financial Analysts Journal*, julio/agosto de 2015.

Figura 1: Hay aproximadamente US\$ 3 billones invertidos en fondos que siguen el desempeño del S&P 500®



Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos al 30 de diciembre de 2016. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

ALGUNAS OBSERVACIONES IMPORTANTES

Hace 50 años, los fondos indexados no existían y todos los activos eran administrados activamente. El cambio posterior de gestión activa a pasiva, como se ilustra en la figura 1, debe ser con toda certeza uno de los procesos más importantes en la historia financiera moderna. Nuestra intención en este artículo es sugerir los motivos por detrás de esta transformación. La respuesta, en nuestra opinión, reside tanto en un *conjunto de observaciones* como en su *explicación* posterior.

Dichas observaciones buscan determinar en qué medida los administradores activos pueden agregar valor al desempeño de benchmarks pasivos. Citaremos evidencia de tres décadas diferentes, que abarcan más de 80 años de historia.

El primer estudio sobre gestión activa del que tenemos conocimiento data de 1932. Alfred Cowles analizó los registros de selección de acciones tanto de empresas de servicios financieros como de seguros contra incendios (las que hoy en día llamaríamos aseguradoras de bienes y contra accidentes). Ambos conjuntos de pronósticos tuvieron un desempeño inferior a la acción ordinaria promedio durante el período examinado. Lo mismo ocurrió con diversas publicaciones financieras que realizaban predicciones sobre el nivel general del mercado de acciones. En todos estos casos, “las pruebas estadísticas... fallaron en demostrar que los analistas tuvieran habilidad y, de hecho, indicaron que los resultados fueron probablemente fruto del azar”.²

Cuarenta años después, en la década de 1970, los mercados financieros habían crecido enormemente a medida que los profesionales, en lugar de

En la década de 1970, los mercados financieros habían crecido enormemente a medida que los profesionales, en lugar de los pequeños inversionistas de la época de Cowles, dominaban la administración y operación de activos.

² Alfred Cowles III: “[Can Stock Market Forecasters Forecast?](#)”, *Econometrica*, julio de 1933. También consulte el artículo de Tim Edwards: “[Eighty-one years later...](#)”, 19 de diciembre de 2013.

los pequeños inversionistas de la época de Cowles, dominaban la administración y operación de activos. El crecimiento de la gestión profesional de inversiones llevó a la formación de diversos servicios de medición de desempeño. Su veredicto, a mitad de la década, fue amenazador: “Los datos que arrojan las computadoras de Becker y de Merrill Lynch, así como de todas las otras compañías de medición de desempeño, no son agradables. Una y otra vez, los hechos y números nos indican que los administradores no tienen un buen desempeño. Los principales administradores de carteras a nivel nacional no solo no están logrando generar tasas positivas de rendimiento absoluto... sino que tampoco consiguen producir tasas positivas de rendimiento relativo. Contrariamente al objetivo normalmente establecido de superar la media del mercado, **los administradores de fondos de inversión no están venciendo al mercado: es el mercado el que los está derrotando a ellos**”.³

Como respuesta a esos datos, algunos académicos y profesionales visionarios comenzaron a proponer el establecimiento de un nuevo tipo de vehículo de inversión. **Considerando que los administradores activos por lo general no lograban superar el rendimiento del mercado, ¿por qué no mejor comprar el mercado?** Tal vehículo (un fondo indexado) no compraría acciones porque un administrador pensara que podrían tener un desempeño superior a la media, sino porque simplemente estaban disponibles. “Lo que necesitamos es un fondo mutuo sin carga y con comisiones de administración mínimas que simplemente compre los cientos de acciones que componen el promedio del mercado general de acciones y que no opere cada título en un intento de tomar a las ganadoras”.⁴

Es importante destacar que la mayoría de los fondos activos tuvieron un desempeño inferior a los benchmarks apropiados para su nivel de inversión. Esto no es poco común; de hecho, durante la historia de la base de datos SPIVA, el bajo rendimiento es mucho más común que lo contrario.

El ganador del Premio Nobel, Paul Samuelson, sugirió en 1974 que “alguna gran institución financiera debería crear una cartera propia que siga el desempeño del índice S&P 500, incluso solo con el propósito de tener un modelo básico contra el cual sus pistoleros puedan medir su destreza”.⁵ La evaluación de Samuelson con respecto a los administradores de carteras activas fue mordaz: “el respeto por la evidencia me obliga a inclinarme por la hipótesis de que la mayoría de los administradores de carteras deberían salirse del negocio y ser plomeros, enseñar griego o aportar al PIB como ejecutivos de empresas”.

El deseo de Samuelson de tener un fondo indexado del [S&P 500](#) fue concedido más rápido de lo esperado,⁶ ya que los fondos indexados se

³ Charles D. Ellis: “[The Loser’s Game](#)”, *Financial Analysts Journal*, julio/agosto de 1975. Subrayado propio.

⁴ Burton G. Malkiel: “*A Random Walk Down Wall Street*”, primera edición, 1973, p. 226.

⁵ Paul A. Samuelson: “[Challenge to judgment](#)”, *Journal of Portfolio Management*, otoño de 1974. Curiosamente, John Bogle cita este artículo como su inspiración para crear el primer fondo mutuo vinculado a un índice de Vanguard, en 1976.

⁶ John C. Bogle: “[The Professor, the Student, and the Index Fund](#)”, 6 de septiembre de 2011.

hicieron disponibles, incluso para pequeños inversionistas, en la década de 1970. A pesar de que muchas cosas han cambiado en los últimos 40 años, los datos de desempeño que inspiraron a Ellis, Malkiel y Samuelson han sido notablemente consistentes. Nuestro informe SPIVA[®] ha documentado el desempeño de los administradores estadounidenses desde 2001 (y también de otros mercados, a partir de años posteriores), y los resultados hasta ahora han sido casi totalmente desalentadores para los defensores de la gestión activa. La figura 2 presenta los datos de la última actualización.⁷

Figura 2: La mayoría de los administradores activos no logró superar los benchmarks pasivos

| CATEGORÍA DE FONDOS | BENCHMARK | PORCENTAJE DE FONDOS DE RENTA VARIABLE DE EE. UU. CON BAJO RENDIMIENTO | | |
|----------------------|-------------------------------|--|--------|---------|
| | | 1 AÑO | 5 AÑOS | 10 AÑOS |
| Alta capitalización | S&P 500 | 57 | 82 | 85 |
| Capitalización media | S&P MidCap 400 [®] | 61 | 87 | 95 |
| Baja capitalización | S&P SmallCap 600 [®] | 60 | 94 | 94 |

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos al 30 de junio de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

Es importante destacar que la mayoría de los fondos activos tuvo un desempeño inferior a los benchmarks apropiados para su nivel de inversión. Esto no es poco común; de hecho, durante la historia de la base de datos SPIVA, el bajo rendimiento es mucho más común que lo contrario.⁸ Además, **ampliar el horizonte temporal solo hace que la gestión activa se vea peor, no mejor.** Esto coincide con la visión de que las probabilidades reales de tener un desempeño superior al mercado son inferiores a la media. Si la probabilidad de superar un benchmark fuera mayor que 50%, esperaríamos ver fluctuaciones positivas y negativas alrededor de ese número durante un período tan corto como un año, pero con una tendencia mayor hacia un desempeño superior en el largo plazo. Sin embargo, en realidad se observa lo contrario.

Adicionalmente, vale la pena destacar que los administradores activos de carteras *mid* y *small cap* parecen enfrentar las mismas dificultades que sus pares *large cap*. Esta conclusión no es producto de la intuición; de hecho, a veces se propone que los inversionistas deberían optar por la gestión pasiva en el caso de acciones de alta capitalización que sean bien investigadas y relativamente “eficientes”, y utilizar administradores activos en las áreas de capitalización baja y media, que tienen una menor cobertura. A primera vista, esto es posible y con toda seguridad es cierto que la investigación está más inclinada hacia las grandes empresas. Sin embargo, la escasez de cobertura solo implica una mayor probabilidad de

⁷ Aye M. Soe y Ryan Poirier: “[SPIVA U.S. Scorecard](#)”, septiembre de 2017.

⁸ Aye M. Soe y Ryan Poirier: “[SPIVA U.S. Scorecard](#)”, abril de 2017, p. 4.

Vale la pena destacar que los administradores activos de carteras de capitalización media y baja parecen enfrentar las mismas dificultades que sus pares *large cap*.

mala valuación entre las empresas más pequeñas. No hay motivos para asumir que las probabilidades de infravaloración sean mayores. No obstante, esa suposición es fundamental para justificar la gestión activa de las acciones de menor tamaño.

Podríamos afirmar que, de hecho, la sobrevaloración de las empresas más pequeñas es por lo menos tan factible como su subvaloración. Un administrador que cree que una acción está subvalorada puede sacar ventaja de ello y comprar dicha acción. Por el contrario, un administrador que ve una sobrevaloración puede vender la totalidad de su posición. Luego de eso, queda indefenso, a menos que desee tomar prestada una acción para abrir una posición corta. No obstante, a menudo puede ser un tanto difícil (o caro) pedir en préstamo las acciones de empresas de menor tamaño. Esto significa que la sobrevaloración es probablemente más persistente que la subvaloración y que simplemente es más difícil deshacerse de ella.

La base de datos SPIVA se especializa en fondos mutuos, luego de deducir las comisiones. Sin embargo, los críticos a veces señalan que el desempeño inferior de los administradores se debe solamente a las comisiones. También vale la pena mencionar que los *asset owners* institucionales poseen un gran poder de negociación, por lo que pueden optar a comisiones más bajas y posiblemente a mejores resultados de lo que inversionistas de fondos mutuos piensan. **Tales objeciones son ciertas, pero no concluyentes.** Incluso ignorando las comisiones, la figura 3 muestra que la mayoría de los administradores activos continúa teniendo un desempeño inferior al mercado.⁹

Figura 3: Ignorar las tasas mitigó, pero no eliminó, el bajo desempeño de la gestión activa

| CATEGORÍA DE FONDOS | BENCHMARK | PORCENTAJE DE FONDOS DE RENTA VARIABLE DE EE. UU. RENDIMIENTO INFERIOR AL BENCHMARK | | | |
|---------------------|------------------|---|-----------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| | | FONDOS MUTUOS (NETO) | FONDOS MUTUOS (BRUTO) | CUENTAS INSTITUCIONALES (NETO) | CUENTAS INSTITUCIONALES (BRUTO) |
| Large cap | S&P 500 | 85 | 68 | 80 | 69 |
| Mid cap | S&P MidCap 400 | 96 | 86 | 92 | 83 |
| Small cap | S&P SmallCap 600 | 96 | 81 | 91 | 79 |

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP, eVestment Alliance. Datos del período de 10 años que finalizó el 31 de diciembre de 2016. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo. Los datos de rendimiento antes de deducir las comisiones añaden la tasa de gastos de cada fondo a su desempeño neto.

Si bien la mayoría de los administradores activos no consigue superar el benchmark, es teóricamente posible que *algunos* administradores se mantengan de manera consistente por encima de la media. Samuelson fue claro al respecto: “No fue decretado en el cielo ni por la segunda ley de la termodinámica que un pequeño grupo de inversionistas inteligentes y bien

⁹ Ryan Poirier, Aye. M. Soe y Hong Xie: “[SPIVA Institutional Scorecard: How Much Do Fees Affect the Active Versus Passive Debate?](#)”, agosto de 2017.

informados no pueda obtener, de manera sistemática, ganancias promedio más elevadas con medidas de variabilidad más bajas en promedio. Si las personas pueden ser diferentes en su estatura, pulcritud y acidez, ¿por qué no habrían de diferir en su coeficiente de desempeño?”¹⁰ El informe SPIVA nos permite verificar esta posibilidad de varias formas.

Los administradores del cuartil superior fueron más propensos a moverse hacia el último cuartil que a permanecer en la cima.

La figura 4 es representativa de los datos presentados en nuestro Informe de Persistencia.¹¹ En esta figura, tomamos una visión a largo plazo de la base de datos SPIVA, a través del análisis de diez años de historia. Dividimos los administradores en cuartiles según su desempeño durante los primeros cinco años y luego examinamos la clasificación por cuartiles del segundo período de cinco años.

Figura 4: El desempeño del cuartil superior no persistió

| CATEGORÍA DE FONDOS | % MANTENIÉNDOSE EN EL CUARTIL SUPERIOR | % MOVIÉNDOSE AL CUARTIL INFERIOR |
|----------------------|--|----------------------------------|
| Alta capitalización | 20.1 | 20.9 |
| Capitalización media | 15.4 | 19.2 |
| Baja capitalización | 14.0 | 26.7 |

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Datos del período de 10 años con término el 31 de marzo de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

Si el desempeño fuera completamente aleatorio, esperaríamos que, durante los primeros cinco años, 25% de los administradores del cuartil superior se mantuvieran en el mismo cuartil durante el segundo período. Sin embargo, la consistencia es menos que aleatoria: sin importar la categoría de capitalización, el porcentaje de administradores que se mantuvo en el cuartil superior fue inferior a 25%. De hecho, los administradores del cuartil superior fueron más propensos a moverse hacia el último cuartil que a permanecer en la cima.¹²

La evidencia a lo largo del tiempo es tajante:

- La mayoría de los administradores activos no pudo superar los benchmarks pasivos la mayor parte del tiempo.
- Cuando hubo desempeño superior, este tendió a no persistir.

La próxima sección de nuestro artículo busca responder por qué los administradores activos, a pesar de tener buena preparación, ser muy trabajadores y estar motivados al extremo, enfrentan tantas dificultades para superar el desempeño de su benchmark.

¹⁰ Samuelson, *op. cit.*, p 19.

¹¹ Aye M. Soe y Ryan Poirier: “[Does Past Performance Matter? The Persistence Scorecard](#)”, junio de 2017.

¹² Craig Lazzara: “[Getting What You Pay For](#)”, 27 de octubre de 2017. Curiosamente, si preguntamos sobre la persistencia del desempeño superior con respecto al benchmark (en contraste con la persistencia de la clasificación versus otros administradores), los resultados son igualmente desalentadores. Consulte el artículo de Ryan Poirier y Aye M. Soe: “[Fleeting Alpha: Evidence from the SPIVA and Persistence Scorecards](#)”, febrero de 2017.

LA EXPLICACIÓN: POR QUÉ LA INVERSIÓN BASADA EN ÍNDICES “FUNCIONA”

Se desarrollaron cuatro razones (no excluyentes) para explicar por qué los administradores activos fracasan la mayor parte del tiempo.

Los bajos costos son la explicación más simple para el éxito de la gestión pasiva.

Costos

Los bajos costos son la explicación más simple para el éxito de la gestión pasiva. Imagine un mercado en el que todos los activos son administrados activamente y en el que se inserta, *deux ex machina*, una alternativa de gestión pasiva. Esta alternativa compra una porción pro rata de cada empresa en el mercado. Dado que los administradores pasivos compran una porción pro rata de todas las empresas, su cartera, en conjunto, será idéntica a la cartera *total* de los administradores activos. De esta manera, antes de deducir los costos, las carteras activas y pasivas tendrán el mismo rendimiento.

Sin embargo, los costos relacionados con la gestión activa (investigación, negociación, comisiones de administración, etc.), son mayores por naturaleza que los de los administradores pasivos. Por lo tanto, “si se mide correctamente un dólar promedio administrado activamente debe tener un desempeño inferior a un dólar promedio administrado pasivamente, una vez deducidos los costos. Los análisis empíricos que parecen refutar este principio son culpables de mediciones inadecuadas”.¹³

A fin de ilustrar la importancia de los costos, vale la pena mencionar que la tasa de gastos promedio para los administradores activos de fondos mutuos de renta variable de EE. UU. en 2016 fue 0.82%, en comparación con solo 0.09% de los administradores pasivos.¹⁴ Esta diferencia de aproximadamente 70 puntos base ofrece a los inversionistas una ventaja automática al elegir la gestión pasiva sobre la activa. La creciente popularidad de los fondos indexados, junto con la consolidación de la industria y las economías de escala, puede ayudar a disminuir aún más los costos de los vehículos pasivos.

Profesionalización de la gestión de inversiones

La gestión de inversiones es un juego de suma cero. No existe una fuente *natural* de desempeño superior al mercado: el desempeño superior de los inversionistas por sobre la media queda neutralizado por el desempeño inferior de los inversionistas por debajo de la media. El término “inversionistas”, en este caso, no se refiere solamente a administradores profesionales de dinero, sino que a cualquier propietario de títulos. Es

¹³ William F. Sharpe: “[The Arithmetic of Active Management](#)”, *Financial Analysts Journal*, enero/febrero de 1991, p. 7-9.

¹⁴ Sean Collins y James Duvall: “[Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2016](#)”, *ICI Research Perspective*, mayo de 2017.

probable que estos propietarios tengan posiciones concentradas, sin tener conciencia de estar en un juego de suma cero. De hecho, puede que no sepan que hay un juego en lo absoluto.

Si los inversionistas profesionales representan una fracción relativamente pequeña de los activos de un mercado, los inversionistas aficionados con acciones concentradas pueden significar una fuente importante del rendimiento superior de los profesionales.

Por ejemplo, imagine un inversionista pequeño más conservador, que tiene acciones en unas pocas empresas de servicios eléctricos de alta calidad y que pagan dividendos, porque valora el flujo relativamente seguro de ingresos. Tal inversionista es una fuente potencial de alfa para los administradores profesionales con una ponderación inferior en el sector de servicios públicos. De manera semejante, cada administrador corporativo con una posición concentrada en las acciones de su propia empresa es una fuente potencial de alfa para cada administrador profesional con una ponderación menor en esa industria o empresa. Si los inversionistas profesionales representan una fracción relativamente pequeña de los activos de un mercado, los inversionistas aficionados con acciones concentradas pueden significar una fuente importante del rendimiento superior de los profesionales. **El desempeño superior de los profesionales, en otras palabras, podría obtenerse a través del bajo rendimiento de los inversionistas aficionados.**¹⁵

Sin embargo, si los profesionales se convierten en la fuerza dominante en un mercado y los aficionados pierden importancia, el juego cambia: **los profesionales deben competir entre ellos.** En EE. UU., los inversionistas profesionales comenzaron a dominar el mercado a mediados de la década de 1970, como queda claro en la evaluación de Ellis en 1975: “En los últimos 30 años, ha entrado al mundo de la gestión de inversiones un grupo tan numeroso de profesionales talentosos, determinados y ambiciosos, que es posible que ninguno de ellos pueda beneficiarse de los errores del resto lo suficiente como para superar la media de rendimiento del mercado”.¹⁶ Este es uno de los motivos por el que, en nuestra opinión, en la década de 1970 hubo tantos pedidos para el establecimiento de carteras siguiendo a índices del mercado.

Es importante diferenciar entre habilidad *absoluta* y *relativa*. La habilidad absoluta en la gestión activa requiere que los administradores accedan a la información y que evalúen la diferencia entre el precio actual de una acción y su valor real, con base en una combinación de parámetros fundamentales, técnicos y cuantitativos. La crítica sobre el desempeño de los administradores activos no busca, de ninguna manera, deslegitimar su nivel absoluto de habilidad.¹⁷ Sin embargo, los administradores no están aislados del mundo exterior. La habilidad absoluta puede ser *necesaria* para alcanzar el éxito como administrador activo, pero no es *suficiente*. Es la habilidad relativa la que marca la diferencia entre desempeño superior e

¹⁵ Michael Mauboussin y Dan Callahan: “[Alpha and the Paradox of Skill](#)”, 15 de julio de 2013, p. 7.

¹⁶ Ellis (1975), *op. cit.*, p.19.

¹⁷ Consulte Lubos Pastor Lubos, Robert F. Stambaugh y Lucian A. Taylor: “[Scale and Skill in Active Management](#)”, febrero de 2014.

inferior al mercado. No basta ser bueno en la valuación de empresas; un administrador activo exitoso debe ser mejor que sus competidores.

Si la gestión activa no es única en este sentido, por lo menos es altamente inusual. Un médico promedio puede ser capaz de curar la mayoría de las enfermedades, así como un abogado promedio puede ser una fuente perfectamente apropiada de representación legal para la mayoría de las necesidades. Es más, incluso los médicos y abogados con nivel inferior a la media pueden ofrecer algún valor para sus clientes. Sin embargo, en la gestión de inversiones la situación es diferente: un administrador promedio no tiene ningún valor. “Invertir es algo inusual, en el sentido de que el juicio colectivo de todos los participantes (ponderados por la cantidad de dinero que controlan) está disponible... gratuitamente... **Si un inversionista profesional pretende generar excesos en el retorno para su cliente, ser bueno no basta: hay que ser excepcional**”.¹⁸

Eficiencia del mercado

“En el mundo de las inversiones, eficiencia significa que el valor y precio son lo mismo”.¹⁹ En la medida en que el precio y el valor correspondan, los administradores activos no serán capaces de generar rendimientos ajustados al riesgo progresivamente. Por supuesto, el problema con este pensamiento es que, si bien es fácil observar precios, el valor apropiado de cada título es cuestión de opinión y siempre está sujeto a discusión.

Si los mercados son eficientes, la gestión activa es infructuosa.

Eugene Fama acuñó el término “mercado eficiente” en 1965, definiéndolo como “un mercado en el que los precios siempre ‘reflejan plenamente’ la información disponible”.²⁰ El autor concluyó que los precios de las acciones no siguen un camino definido, por lo que los analistas no son capaces de tener un desempeño superior de manera consistente a través de un análisis fundamental o técnico. El problema para quien defiende la hipótesis de mercados eficientes es que es fácil encontrar evidencia *retrospectiva* de diferencias entre el valor y el precio. Como ejemplo, está la burbuja tecnológica de finales de la década de 1990 o el período inmediatamente anterior a la recuperación del mercado a principios de 2009.²¹

¹⁸ Hal Arbit: “[The Nature of the Game](#)”, *Journal of Portfolio Management*, otoño de 1981, pp. 5-9. Subrayado propio.

¹⁹ Michael J. Mauboussin: “[The Paradox of Skill: Why Greater Skill Leads to More Luck](#)”, 14 de noviembre de 2012, p. 12.

²⁰ Eugene F. Fama: “[The Behavior of Stock-Market Prices](#)”, *Journal of Business*, enero de 1965, pp. 34-105; y “[Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work](#)”, *Journal of Finance*, mayo de 1970, pp.383-417. La *forma débil* de la hipótesis del mercado eficiente asume que los precios actuales de las acciones reflejan plenamente toda la información disponible del mercado de valores, por lo que no es posible utilizar un análisis técnico para conseguir exceso en el retorno. La *forma semifuerte* asume que los precios actuales se ajustan rápidamente a cualquier información pública reciente. Los precios reflejan la información pública disponible, tanto del mercado como fuera del mismo, eliminando la posibilidad de obtener un exceso en el retorno a través del análisis fundamental. La *forma fuerte* de la hipótesis del mercado eficiente asume que los precios actuales de las acciones reflejan plenamente *toda* la información pública y privada, por lo que sería imposible conseguir un exceso en el retorno de manera consistente.

²¹ Mauboussin (2012), *op. cit.*

Tales ejemplos permiten demostrar que los mercados no son infalibles. Es más, ni el propio Fama cree que la hipótesis del mercado eficiente sea perfecta. “Es un modelo, así que no es totalmente preciso. Ningún modelo lo es. Por el contrario, son aproximaciones al mundo. La pregunta es: ¿Para qué finalidad representan una buena aproximación? En mi opinión, representan una buena aproximación para casi cualquier propósito. No conozco a ningún inversionista que no debiese actuar como si los mercados fueran eficientes”.²² Y si los mercados son eficientes, la gestión activa es infructuosa.

Asimetría

La asimetría en el rendimiento de las acciones es un elemento subestimado a la hora de hablar de las dificultades de desempeño que enfrentan los administradores activos. La figura 5 presenta un ejemplo simple de rendimientos asimétricos, en el que suponemos un mercado con cinco acciones, de las cuales una tiene un desempeño enormemente superior al resto.²³ Asumimos que las capitalizaciones de las acciones son idénticas a principios de año, por lo que el rendimiento del mercado es 18%, liderado por el impresionante desempeño de la acción E.

La asimetría en el rendimiento de las acciones es un elemento subestimado a la hora de hablar de las dificultades de desempeño que enfrentan los administradores activos.

Figura 5: Rendimiento hipotético en un mercado de cinco acciones

| ACCIÓN | A | B | C | D | E |
|-----------------|----|----|----|----|----|
| RENDIMIENTO (%) | 10 | 10 | 10 | 10 | 50 |

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

Podemos crear carteras de diferentes tamaños a partir de esas cinco acciones, como se muestra en la figura 6. Existen, por ejemplo, cinco posibles carteras con una acción, cuatro de las cuales tienen un desempeño inferior al mercado como un todo. Por otro lado, también hay cinco posibles carteras de cuatro acciones, cuatro de las cuales superan al mercado como un todo. Dado que el rendimiento del mercado es de 18% en este caso, el rendimiento *promedio* de las carteras es siempre 18%, sin importar cómo dividamos el mercado. Lo que cambia es la *distribución de rendimientos* entre las carteras. **Mantener más acciones aumenta la probabilidad de desempeño superior al mercado.**²⁴

²² Chicago Booth Review: “[Are Markets Efficient?](#)”, 30 de junio de 2016.

²³ Este ejemplo se extrajo del artículo de J.B. Heaton, Nick Polson y Jan Hendrik Witte: “[Why Indexing Works](#)”, octubre de 2015.

²⁴ Tim Edwards y Craig J. Lazzara: “[Engañados por convicción](#)”, julio de 2016. Consulte también el artículo de Joshua Livnat, Gavin Smith y Martin B. Tarlie: “[Modified IR As a Predictor of Fund Performance](#)”, octubre de 2015, para evidencias con respecto a la relación entre diversificación y desempeño de los administradores activos.

Figura 6: Una mayor concentración aumenta las probabilidades de desempeño inferior

| NÚMERO DE ACCIONES | NÚMERO DE CARTERAS | MEDIANA DE RENDIMIENTO (%) | RENDIMIENTO PROMEDIO (%) | PROBABILIDAD DE DESEMPEÑO SUPERIOR |
|--------------------|--------------------|----------------------------|--------------------------|------------------------------------|
| 1 | 5 | 10 | 18 | 20 |
| 2 | 10 | 10 | 18 | 40 |
| 3 | 10 | 23 | 18 | 60 |
| 4 | 5 | 20 | 18 | 80 |

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

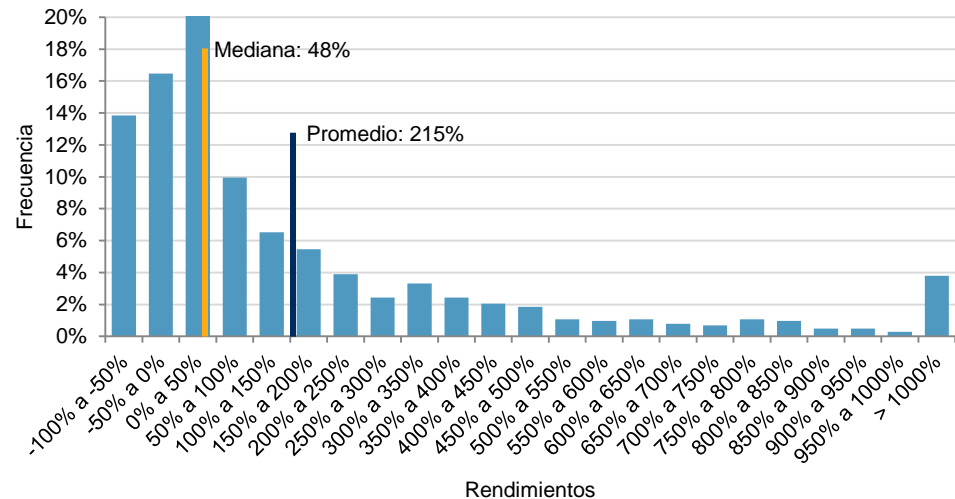
Nuestra intuición en este caso es simple: las selecciones de un administrador tienen más probabilidades de presentar un desempeño inferior al mercado, simplemente porque hay más administradores con desempeño inferior que superior entre los cuales escoger.²⁵ Si los rendimientos son efectivamente asimétricos, entonces es relativamente probable que las carteras más concentradas tengan un desempeño inferior y que las carteras diversificadas presenten un desempeño superior. Dado que la mayoría de los administradores activos administra carteras bastante concentradas (al menos en lo que respecta al universo de selección de las acciones), **la posible asimetría de los rendimientos en el mundo real ayudaría a explicar el desempeño inferior de la gestión activa.**

Los rendimientos del mundo real no son simétricos. Se podría sospechar que hay una tendencia natural hacia la asimetría en los rendimientos de renta variable. Después de todo, el valor de una acción solo puede disminuir 100%, mientras que puede aumentar mucho más que eso. Esta idea es confirmada en la figura 7, que traza la distribución de los rendimientos acumulados de las acciones que forman parte del S&P 500 en los últimos 20 años. La mediana de rendimiento fue 48%, muy por debajo de la media de 215%. Cabe destacar que la asimetría positiva de los rendimientos de renta variable demostrados en la figura 7 no corresponde simplemente a un fenómeno a largo plazo: en los 26 años entre 1991 y 2016, la media de desempeño de las acciones del S&P 500 superó a la mediana 22 veces.²⁶

²⁵ La dificultad para los seleccionadores de acciones es aún más marcada cuando los administradores con desempeño superior incluyen las mayores acciones en el índice. Consulte Fei Mei Chan y Craig J. Lazzara: “Degrees of Difficulty: Indications of Active Success”, diciembre de 2017, pp. 8-9.

²⁶ Encontramos resultados similares en otros mercados. La media de desempeño fue mayor a la mediana en 15 de los últimos 19 años para el [S&P/TSX Composite](#), en 13 de 18 años para el [S&P Europe 350](#), en 20 de 21 años para el [S&P/TOPIX 150](#), en 9 de 16 años para el [S&P/ASX 200](#) y en 20 de 20 años para el [S&P Pan Asia ex-Japan & Taiwan BMI](#). Para una perspectiva a largo plazo, consulte la obra de Hendrik Bessembinder: “Do Stocks Outperform Treasury Bills?”, noviembre de 2017.

Figura 7: Los rendimientos de los componentes del S&P 500 son altamente asimétricos



Dado que es relativamente fácil obtener datos sobre ETFs, a veces otros conjuntos de activos son ignorados.

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Datos desde 31 de octubre de 1997 hasta 31 de octubre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Este gráfico posee fines ilustrativos.

ESCENARIO ACTUAL

Concluimos el presente artículo estimando el grado en que los *asset owners* en el mercado de EE. UU. han comenzado a utilizar la gestión pasiva. Para entender la participación de mercado de los activos gestionados pasivamente, es necesario obtener los valores correctos, tanto del numerador (AUM pasivo), como del denominador (capitalización de mercado total). Sin embargo, muchos comentarios de prensa entregan información errada con respecto a uno o ambos. Además, dado que es relativamente fácil obtener datos sobre ETFs, a veces otros conjuntos de activos son ignorados. Por ejemplo, es común pensar que el Banco de Japón (BoJ) posee más de dos tercios del mercado de renta variable japonés. Sin embargo, BoJ es propietario de 70% de los *ETFs listados* y sólo 2.5% de la capitalización total del mercado.²⁷

Estimamos que 20% de la capitalización de mercado ajustada al capital flotante de EE. UU. corresponde a fondos pasivos indexados. Como es posible notar en la figura 8, esta estimación incluye activos que siguen a nuestros propios índices, así como a aquellos de empresas destacables de la competencia. En el caso de los índices de S&P DJI, las estimaciones se extraen de nuestra encuesta anual sobre activos indexados.²⁸ La información de otros proveedores de índices proviene de

²⁷ Yuko Takeo, Min Jeong Lee y Toshiro Hasegawa: "[Japan's Central Bank Is Distorting the Market, Bourse Chief Says](#)", 19 de julio de 2017. También consulte Anu Ganti: "[Don't Shoot the Messenger](#)", 27 de septiembre de 2017.

²⁸ S&P Dow Jones Indices: "[Annual Survey of Assets](#)", 29 de junio de 2017.

fuentes dedicadas a servicios de inversión (*sell-side*).²⁹ El denominador incluye la capitalización de mercado total ponderada por *free float* del universo de empresas de alta y baja capitalización. Es importante notar que esta estimación *excluye* los índices de factores que subyacen a ETFs “smart beta”. Esta exclusión tiene sentido, debido a que los índices de factores representan un híbrido entre el enfoque activo y el pasivo. Estos índices se basan en factores fundamentales como valor o momentum y buscan prácticamente el mismo objetivo, aunque por medios diferentes, como administradores activos. Por lo tanto, es apropiado excluirlos del cálculo de activos puramente pasivos.

La gestión pasiva, solo en el caso del S&P 500, permite a los inversionistas ahorrarse US\$ 22.5 mil millones por año.

Figura 8: Fondos indexados representan 20% del valor del mercado de capitales de EE. UU.

| ÍNDICE | ESTIMACIÓN DE ACTIVOS INVERTIDOS EN ÍNDICES (MILES DE MILLONES DE DÓLARES) | CAPITALIZACIÓN DE MERCADO AJUSTADA AL CAPITAL FLOTANTE (MILES DE MILLONES DE DÓLARES) |
|---|--|---|
| S&P 500 | 2,955 | 21,150 |
| S&P MidCap 400 | 133 | 1,644 |
| S&P SmallCap 600 | 62 | 724 |
| Russell 1000 | 847 | 23,539 |
| Russell 2000 | 185 | 1,904 |
| CRSP – Vanguard Funds (Large, Mid, Small Cap) | 822 | |
| Total de activos invertidos en índices | 5,004 | |
| Capitalización de mercado ajustada al capital flotante total (alta y baja capitalización) | 25,443 | |
| Participación de la gestión pasiva en el mercado (estimado). | 20% | |

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, Factset, Barclays, CRSP. Información de activos de S&P DJI de diciembre de 2016, datos de Factset de julio de 2017, datos de CRSP de junio de 2017 y datos de Barclays de septiembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

La figura 8 nos dice que hay aproximadamente US\$ 5 billones destinados al seguimiento de índices de EE. UU. ponderados por capitalización de mercado, de los cuales US\$ 3 billones siguen exclusivamente el desempeño del S&P 500. Estos números nos permiten estimar un beneficio de la gestión pasiva para los inversionistas. Previamente, habíamos mencionado el diferencial de comisiones de aproximadamente 70 puntos base entre administradores activos y pasivos de fondos mutuos de EE. UU..³⁰ Multiplicar este diferencial por US\$ 3 billones nos dice que **la gestión pasiva, solo en el caso del S&P 500, permite a los inversionistas ahorrarse US\$ 22.5 mil millones por año.**

²⁹ Calendario de eventos corporativos de índices de Estados Unidos: semana de 4-7 de septiembre, 2017, *Barclays Desk Analysts and Trading*, septiembre de 2017.

³⁰ Collins y Duvall, *op. cit.*, p. 1.

Claramente, sería contraproducente para los inversionistas economizar algunos puntos base en comisiones de administración si ese ahorro representara una pérdida aún mayor de desempeño, pero como ya hemos visto, esto no ocurre. El valor de ese ahorro equivale completamente al beneficio de quienes invierten en fondos indexados.

CONCLUSIONES

Hace 50 años, los fondos indexados no existían. Edward Johnson, de Fidelity Investments, habló en nombre de la mayoría de los administradores activos de la época cuando dijo (criticando a la entonces naciente Vanguard): “no creo que la gran mayoría de los inversionistas vaya a conformarse apenas con recibir un rendimiento promedio”.³¹ Irónicamente, claro está, **rendimientos superiores a la media es exactamente lo que los inversionistas indexados han recibido, al contrario de la mayoría de los inversionistas activos.**

Si los administradores activos hubieran tenido desempeños por encima de la media, la industria de inversión pasiva no se habría desarrollado y no existiría en la actualidad. La evidencia de desempeño inferior al mercado de la gestión activa data de cerca de un siglo y en este artículo hemos sugerido algunas de las razones que permiten explicarla, tales como costos, profesionalización, eficiencia del mercado y asimetría.

Los activos que siguen el desempeño de índices, siendo conservadores, abarcan tal vez 20% del valor del mercado de capitales de EE. UU. hoy en día y su crecimiento no muestra señales de disminución. Incluso con la participación actual de activos, ha habido una enorme transferencia de patrimonio desde administradores activos hacia *asset owners*, cuyo valor supera los US\$ 20 mil millones al año.

Si los administradores activos hubieran tenido desempeños por encima de la media, la industria de inversión pasiva no se habría desarrollado y no existiría en la actualidad.

³¹ Larry Swedroe: [“Passive Investing Won't Break Market,”](#) 6 de septiembre de 2016.

| COLABORADORES DE INVESTIGACIÓN DE S&P DJI | | |
|--|----------------------|--|
| Charles Mounts | Global Head | charles.mounts@spglobal.com |
| Jake Vukelic | Business Manager | jake.vukelic@spglobal.com |
| GLOBAL RESEARCH & DESIGN | | |
| AMÉRICA | | |
| Aye M. Soe, CFA | Americas Head | aye.soe@spglobal.com |
| Dennis Badlyans | Associate Director | dennis.badlyans@spglobal.com |
| Phillip Brzenk, CFA | Director | phillip.brzenk@spglobal.com |
| Smita Chirputkar | Director | smita.chirputkar@spglobal.com |
| Rachel Du | Senior Analyst | rachel.du@spglobal.com |
| Bill Hao | Director | wenli.hao@spglobal.com |
| Qing Li | Director | qing.li@spglobal.com |
| Berlinda Liu, CFA | Director | berlinda.liu@spglobal.com |
| Ryan Poirier, FRM | Senior Analyst | ryan.poirier@spglobal.com |
| María Sánchez | Associate Director | maria.sanchez@spglobal.com |
| Kelly Tang, CFA | Director | kelly.tang@spglobal.com |
| Peter Tsui | Director | peter.tsui@spglobal.com |
| Hong Xie, CFA | Director | hong.xie@spglobal.com |
| ASIA PACÍFICO | | |
| Priscilla Luk | APAC Head | priscilla.luk@spglobal.com |
| Utkarsh Agrawal, CFA | Associate Director | utkarsh.agrawal@spglobal.com |
| Liyu Zeng, CFA | Director | liyu.zeng@spglobal.com |
| Akash Jain | Associate Director | akash.jain@spglobal.com |
| EMEA | | |
| Sunjiv Mainie, CFA, CQF | EMEA Head | sunjiv.mainie@spglobal.com |
| Leonardo Cabrer, PhD | Senior Analyst | leonardo.cabrer@spglobal.com |
| Andrew Innes | Associate Director | andrew.innes@spglobal.com |
| INDEX INVESTMENT STRATEGY | | |
| Craig J. Lazzara, CFA | Global Head | craig.lazzara@spglobal.com |
| Fei Mei Chan | Director | feimei.chan@spglobal.com |
| Tim Edwards, PhD | Senior Director | tim.edwards@spglobal.com |
| Anu R. Ganti, CFA | Director | anu.ganti@spglobal.com |
| Hamish Preston | Senior Associate | hamish.preston@spglobal.com |
| Howard Silverblatt | Senior Index Analyst | howard.silverblatt@spglobal.com |

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

© 2017 S&P Dow Jones Indices LLC, una división de S&P Global. Todos los derechos reservados. Standard & Poor's®, S&P 500® y S&P® son marcas comerciales registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), una subsidiaria de S&P Global. Dow Jones® es una marca comercial registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). El uso de estas marcas comerciales se ha otorgado bajo licencia a S&P Dow Jones Indices LLC. Se prohíbe la redistribución, reproducción y/o fotocopiado en todo o en parte sin autorización previa por escrito. Este documento no constituye una oferta de servicios en aquellas jurisdicciones donde S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P o sus respectivas filiales (en conjunto "S&P Dow Jones Indices") no cuenten con las autorizaciones necesarias. Toda la información proporcionada por S&P Dow Jones Indices es impersonal y no está adaptada a las necesidades de ninguna persona, entidad o grupo de personas. S&P Dow Jones Indices recibe retribución relacionada con el otorgamiento de licencias de sus índices a terceros. El rendimiento pasado de un índice no es garantía de resultados futuros.

No es posible invertir directamente en un índice. La exposición a una clase de activos representada por un índice está disponible por medio de instrumentos de inversión basados en ese índice. S&P Dow Jones Indices no patrocina, avala, vende, promueve o administra ningún fondo de inversión ni otros vehículos de inversión que ofrezcan terceras partes y que busquen proporcionar un rendimiento sobre la inversión basado en el comportamiento de cualquier índice. S&P Dow Jones Indices no garantiza que los productos de inversión basados en el índice seguirán con exactitud el desempeño del índice o proporcionarán rendimientos positivos sobre la inversión. S&P Dow Jones Indices LLC no es asesor de inversiones y S&P Dow Jones Indices LLC no hace ninguna declaración relacionada con la conveniencia de invertir en ninguno de tales fondos de inversión u otros vehículos de inversión. La decisión de invertir en alguno de tales fondos de inversión u otro vehículo de inversión no debe tomarse con base en ninguna de las declaraciones que contiene este documento. Se recomienda a los posibles inversionistas realizar una inversión en cualquier fondo de inversión o cualquier otro vehículo de inversión solo después de considerar cuidadosamente los riesgos relacionados con invertir en dichos fondos, tal como se detalla en el memorando de oferta o documento similar que se prepare por o a nombre del emisor del fondo de inversión u otro vehículo de inversión. La inclusión de un valor en un índice no es una recomendación de S&P Dow Jones Indices de comprar, vender o conservar dicho valor y tampoco debe considerarse como asesoramiento de inversión.

Estos materiales se han preparado exclusivamente con fines informativos con base en información generalmente disponible al público de fuentes que se consideran confiables. El contenido de estos materiales (incluidos los datos del índice, las calificaciones, análisis y datos crediticios, investigaciones, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o producto de los mismos), ya sea en su totalidad o en parte (Contenido) no puede modificarse, ser objeto de ingeniería inversa, reproducirse o distribuirse de ninguna forma y por ningún medio, ni almacenarse en una base de datos o sistema de recuperación, sin la autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices. El Contenido no se utilizará para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P Dow Jones Indices y sus proveedores externos de datos y licenciados (en conjunto "Partes de S&P Dow Jones Indices") no garantizan la precisión, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P Dow Jones Indices no incurrirán en ninguna responsabilidad por errores u omisiones, sea cual fuere su causa, por los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido. **EL CONTENIDO SE PROPORCIONA "TAL CUAL". LAS PARTES DE S&P DOW JONES INDICES RECHAZAN TODAS Y CADA UNA DE LAS GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, LAS CUALES INCLUYEN A TÍTULO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITATIVO, LAS GARANTÍAS DE MERCANTIBILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN O USO ESPECÍFICO, O LAS GARANTÍAS REFERENTES A QUE EL CONTENIDO NO CONTIENE FALLAS, ERRORES O DEFECTOS DE SOFTWARE, QUE EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO SERÁ ININTERRUMPIDO O QUE EL CONTENIDO FUNCIONARÁ CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE.** En ningún caso las Partes de S&P Dow Jones Indices serán responsables ante nadie por daños directos, indirectos, incidentales, ejemplares, compensatorios, punitivos, especiales, o costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluidos a título enunciativo, pero no limitativo, las pérdidas de ingresos o utilidades y costos de oportunidad) en relación con cualquier uso del Contenido, incluso si se hubiere advertido de la posibilidad de tales daños.

S&P Dow Jones Indices mantiene ciertas actividades de sus unidades de negocios separadas unas de otras con el fin de preservar la independencia y objetividad de sus actividades respectivas. En consecuencia, ciertas unidades de negocios de S&P Dow Jones Indices pueden contar con información que no está disponible para otras unidades de negocios. S&P Global ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de cierta información que no es del dominio público y que se recibe en relación con cada proceso analítico.

Además, S&P Dow Jones Indices ofrece una amplia gama de servicios a, o en relación con muchas organizaciones, entre ellas emisores de valores, asesores de inversión, corredores e intermediarios, bancos de inversión, otras instituciones financieras e intermediarios financieros y, en consecuencia, puede recibir honorarios u otras prestaciones económicas de dichas organizaciones, que incluyen las organizaciones cuyos valores o servicios pueda recomendar, calificar, incluir en carteras modelo, evaluar o abordar de algún otro modo.

Este documento ha sido traducido al español únicamente por propósitos de conveniencia. Si existieran diferencias entre las versiones en inglés y español de este documento, prevalecerá la versión en inglés. La versión en inglés está publicada en www.spdji.com.