

Algunas cuestiones de actualidad en torno a la gestión activa y a la gestión pasiva¹

18 de octubre de 2019



Autor: José Antonio Díaz Campos

Economista y miembro del equipo de trabajo del Proyecto Edufinet.

Investing is an act of faith. John C. Bogle²

Recientemente, el volumen de activos bajo gestión de tipo pasiva ha alcanzado un nuevo récord, llegando a la cifra de 9,8 billones de dólares³ a nivel global. En comparación con la gestión activa, el porcentaje relativo de fondos bajo gestión de tipo pasiva ha aumentado también. En otras palabras, el volumen total de fondos gestionados ha aumentado, pero en años recientes lo ha hecho más rápidamente en productos de gestión pasiva que en productos de gestión activa.

En los últimos tiempos, parece que la gestión pasiva goza de una mejor prensa que la gestión activa. Entre los inversores cada vez se tiene más en cuenta la gestión pasiva, al menos para invertir una parte de la cartera, aunque bien es cierto que la gestión pasiva no es un fenómeno novedoso. Entre otros factores explicativos del alza de la gestión pasiva, cabe destacar el apoyo que ha recibido de grandes gurús de la inversión como, por ejemplo, Warren Buffett.

A continuación, se exponen algunos de estos factores por los que la gestión pasiva está marcando cada vez más frecuentemente nuevos récords.

En primer lugar, es preciso tener en cuenta que la gestión pasiva tiene un coste para el inversor mucho más bajo que la gestión activa. Los fondos de gestión pasiva se limitan a replicar un índice en concreto, por lo que no hay costes de análisis para tratar de determinar qué activos en concreto dentro de ese índice tendrán un mejor desempeño que otros, que es lo que, en esencia, pretende la gestión activa. También, algunos fondos ceden sus activos temporalmente para ventas en corto, lo que ayuda a mantener los cotes bajos.

Sin embargo, invertir en fondos de gestión pasiva antes que en fondos de gestión activa simplemente por el hecho del coste es un atajo demasiado “fácil” para no tener que realizar el análisis que corresponde a toda persona que se plantee invertir en fondos de gestión pasiva, que es el de indagar en elementos como el tipo de réplica del índice, la liquidez del fondo o el análisis del comportamiento futuro sobre el índice en el que se va a invertir.

Este último es otro factor a tener en cuenta: es una creencia medianamente extendida que invertir en fondos de gestión pasiva requiere de menos esfuerzo para el inversor que hacerlo en fondos de gestión activa ya que, al invertir en gestión pasiva, el análisis se limita en muchos casos a elegir el índice sobre el que se quiere invertir y escoger un fondo o ETF de una gestora de cierto renombre con el coste más bajo. Y, en efecto, la variable del coste, a largo plazo, puede tener una incidencia significativa sobre el resultado final,

pero no es la única. Si se toman decisiones de inversión de esta manera, se dejan atrás múltiples cuestiones de suma importancia. No pocas son las voces que en la actualidad están alertando sobre la posible burbuja que se está gestando en fondos de gestión pasiva, que está provocando que se fomente la inversión en valores que acumulan grandes revalorizaciones, ya que al revalorizarse, incrementan su ponderación en los índices, creando una retroalimentación clara: al revalorizarse el precio de un valor e incrementarse su ponderación en el índice, los fondos de gestión pasiva se ven obligados a invertir una mayor cantidad en estos valores, lo que, a su vez, hace que el precio del valor suba. No es de extrañar, por ejemplo, que en los mercados de renta variable se comience a vislumbrar una clara dicotomía entre valores con muy buenos comportamientos en los últimos años y valoraciones extremas (como es el caso de algunas compañías tecnológicas) y otros valores que, a pesar de sus fundamentales, están muy penalizados (bancos, compañías industriales, etc.).

Paradójicamente, si este proceso que se acaba de describir fuera cierto, en un entorno de normalidad en el mercado y si los inversores fueran racionales y los mercados eficientes, esto debería favorecer a los verdaderos fondos de inversión de gestión activa, actuando éstos como “contrapeso”, puesto que, al estar gestionados por profesionales, estos serían capaces de detectar estos errores de valoración y, de esta manera, mitigar las valoraciones extremas que se están viendo⁴. Pero lo anterior no está sucediendo, no tanto por incapacidad de los gestores activos, sino porque la gestión pasiva ha alcanzado un momento en el que gran parte de los fondos que capta se detraen de la gestión activa.

Nos podemos preguntar lo siguiente: ¿qué ocurriría si gran parte de estos flujos de fondos que han entrado en la gestión pasiva se dirigieran al mismo tiempo hacia la puerta de salida? ¿Podrían estos fondos liquidar sus posiciones para atender estas demandas de reembolso sin que eso afectara al precio al que venderían sus valores?

Otro factor que ha favorecido el crecimiento relativo de la gestión pasiva sobre la activa ha sido el descubrimiento de fondos de gestión activa que realmente eran fondos indexados. En la jerga se les conoce como *closet indexers* o *falsos fondos de gestión activa*. La aparición de estos fondos ha tenido un gran impacto sobre la reputación del sector de la gestión activa, tanto es así, que la ESMA ya advirtió en el año 2016 sobre este tipo de prácticas⁵. A esto hay que unirle los pobres rendimientos que, en términos generales, ha proporcionado la gestión activa. No obstante, hay fondos de gestión activa que han batido consistentemente a sus índices y, por eso, a la hora de invertir en un fondo de inversión el proceso de selección es crítico, para evitar acabar suscribiendo un fondo con peor comportamiento que su *benchmark*.

Por último, una consideración importante a la hora de invertir en un fondo de gestión activa o pasiva es la creencia que el inversor tenga sobre la eficiencia del mercado. Si el inversor cree que el mercado es eficiente en un sentido fuerte, no tendrá sentido para él invertir en un fondo de gestión activa, ya que considerará que nadie es capaz de batir consistentemente al mercado, por lo que no tendría sentido pagar una comisión superior para ello. Si, por el contrario, el inversor cree que el mercado es eficiente en un sentido débil, para este tipo de inversor la gestión activa puede aportar retornos por encima del índice de referencia, si el trabajo que hace el gestor del fondo que seleccione es bueno.

En definitiva, con independencia de si los inversores invierten sus ahorros a través de fondos de gestión pasiva o activa, está claro que, al menos tienen algo en común, y es que, en ambos casos, invierten porque tienen la convicción de que la economía de la zona geográfica donde estén invirtiendo crecerá, lo que a su vez tenderá a generar retornos positivos a largo plazo.

Autoría de la imagen: freepik

[1] A efectos de aclarar conceptos, a continuación se aportan las definiciones de fondos de gestión activa y gestión pasiva, extraídas y adaptadas del portal www.edufinet.com:

- “Gestión pasiva: el gestor se limita a replicar la composición de la cartera con la de un determinado índice. Un gestor pasivo parte de la idea de que no se puede batir al mercado a medio y largo plazo.
- Gestión activa: se caracteriza por la búsqueda de crecimiento a medio y largo plazo mediante las decisiones de gestión. El gestor considera que con su contribución es posible batir la rentabilidad del mercado, o con similar rentabilidad ofrecer un riesgo menor, o ambos objetivos a la vez”.

[2] Bogle, J., *Common sense on mutual funds*, Wiley.

[3] Observatorio de Gestión Pasiva 2019 (2019), Finizens Research.

[4] Este proceso es el descrito en la paradoja de Grossman-Stiglitz, que viene a decir que si los mercados son eficientes y todos los inversores actúan en consecuencia, es decir, intentando no seleccionar valores ya que saben que es una tarea inútil (porque toda la información disponible está contenida en el precio), los precios dejarían de reflejar esa información, de lo que se deduce que, para que los mercados sean eficientes, deben existir inversores que consideren que los mismos son ineficientes.

[5] ESMA, *Supervisory work on potential closet index tracking*, 2016.