

VARIANZA



Gestión activa o pasiva: una aproximación patrimonial

Los fundamentalistas de la indexación argumentan que el proceso inversor debe estar completa y absolutamente basado en la gestión pasiva, construyendo carteras que sigan fielmente a uno o varios índices predeterminados.

¿Es esto razonable?

Para una entidad como VARIANZA, con un carácter eminentemente patrimonialista en su estilo de inversión, esto es difícilmente asumible. Cuanto menos es debatible, y en todo caso requiere de una explicación o definición de los elementos que conforman el proceso inversor y también de a qué llamamos gestión activa o pasiva.

En nuestra opinión, la gestión pasiva al 100% de todo el proceso inversor no es posible, ni recomendable. En las siguientes líneas tratamos de explicar por qué.

El auge de la gestión pasiva en los últimos años está basado en las teorías de la eficiencia de los mercados y en la creencia, y en muchos casos evidencia, de que la mayoría de los gestores no consiguen batir a sus índices de referencia de manera consistente. Es por ello por lo que se crean fondos o vehículos de inversión con el mandato de replicar un determinado índice de referencia. Estos son los “fondos de gestión pasiva”, también llamados fondos indexados. Tenemos por tanto un activo financiero representado por un índice y un fondo

indexado que lo replica, con costes mínimos para el inversor.

De esta cuasi-definición aparecen inmediatamente al menos tres preguntas:

1. ¿Es lo mismo la gestión pasiva que fondos de gestión pasiva? No. El concepto de gestión patrimonial, como veremos más adelante, abarca mucho más que la mera selección de un producto pasivo para un determinado mercado. Así, podemos decir que es posible gestionar una cartera activamente usando fondos indexados.
2. ¿Es cualquier índice que imaginemos susceptible de ser replicado por un fondo? Sí y no. Por un lado, sí, porque teóricamente cualquier grupo de activos financieros que seleccionemos puede configurar un índice, que a su vez puede ser replicado por un fondo. Pero, por otro lado, no, porque el índice puede estar compuesto por activos financieros no negociables, virtuales, poco líquidos o con altos costes para ser replicados. Un ejemplo es el *high yield*, donde uno de los mayores ETF indexados ha sido incapaz de acercarse al comportamiento del índice en cada uno de los últimos 8 años, y acumula una diferencia de rendimiento desfavorable de un 1,7% anual en el periodo 2007-2022 (periodo que incluye amplias distorsiones tras las crisis de 2008)¹. En general, puede haber varios motivos técnicos que impidan una réplica exacta del activo financiero, por lo que

¹ Datos de Bloomberg de evolución del ETF JNK US comparados con el índice High Yield Total Return Invex Value Unhedged USD desde diciembre 2007 hasta el 30 de septiembre de 2022

VARIANZA

de por sí el resultado sería más costoso, con más fricción y por tanto “imperfectamente indexado”.

3. ¿Vale cualquier índice? Pues depende de la estrategia patrimonial del cliente. ¿Se puede invertir en un fondo pasivo relacionado con la biotecnología en África? La respuesta es susceptible de variar según quien responda. Habrá quien construya una estrategia de inversión temática con segmentación regional y sectorial que determine que uno de los bloques clave designados a la inversión sea este, y una vez decidido puede también concluir que la mejor opción de inversión para ello es a través de un fondo índice. Pero surgen nuevas preguntas:

- o ¿Tiene el segmento de la biotecnología africana representatividad suficiente como para que forme parte clave de mi patrimonio? El análisis de representatividad debería tener en cuenta no sólo expectativas de rentabilidad/riesgo, sino también otros aspectos claves como la correlación, el encaje con el resto de mis bloques patrimoniales, o hasta los más mundanos conceptos como si realmente hay suficientes compañías biotecnológicas en África como para que la inversión sea relevante, líquida y diversificada.
- o ¿Qué técnica de optimización patrimonial uso para determinar que ese bloque es el adecuado? Cualquier análisis puede estar basado en distintas técnicas o herramientas de distribución de activos con resultados totalmente dispares. Para gustos sobre cómo distribuir mi patrimonio están, además de Markowitz, los colores...

En cualquier caso, todas las preguntas anteriores deben responderse con decisiones previas que son “Activas”. Irónicamente, la decisión de seleccionar un fondo pasivo frente a otro activo es activa de por sí.

En VARIANZA presumimos de ser dinámicos y eclécticos. Ello es así por nuestra convicción de que:

1. Los mercados tienden a oscilar entre extremos relacionados con el binomio euforia-pánico.
2. Las condiciones de mercado varían sustancialmente a lo largo del tiempo. Mercados altamente correlacionados dejan de estarlo, valoraciones de distintos activos financieros pasan de ser aberrantes a convertirse en atractivas, etc.
3. No hay recetas mágicas: las estrategias o estilos de inversión que funcionan durante un tiempo dejan de hacerlo en otro contexto, a veces de manera poco comprensible o previsible.

Aunque todos estos cambios no necesariamente ocurren de la noche a la mañana, y se consolidan incluso en tendencias anuales, consideramos que es clave estar alerta para evitar caer en euforias persiguiendo tendencias absurdas, o inversiones sin sentido patrimonial (por ejemplo, con expectativas de rentabilidad negativas). En conclusión, nuestro objetivo es maximizar la adaptabilidad de las carteras al contexto de mercado, dotándolas siempre de un sentido patrimonial de largo plazo.

VARIANZA



Desde nuestro punto de vista, el diseño e implementación de una estrategia patrimonial sólida requiere de dos pasos básicos que, una vez más, chocan frontalmente con los defensores a ultranza de la gestión pasiva cuando se analizan en detalle:

- o La Distribución de Activos Estratégica (en adelante, DAE), es una decisión activa por sí misma. Requiere de la definición previa de una política de inversión que determinará parámetros de riesgo y restricciones, de una segmentación en bloques de activos y una optimización de los porcentajes de cada bloque para maximizar el binomio rentabilidad/riesgo. Es una decisión activa porque en definitiva requiere aceptar unos activos en detrimento de otros.
- o La Distribución de Activos Táctica (en adelante, DAT) es también una decisión activa. Implica desviar los porcentajes de cada uno de los activos fijados en la DAE en función de las condiciones de mercado. Los fundamentalistas de la gestión pasiva argumentan que esto es el llamado “*market timing*”, que no aporta valor y por tanto mejor eliminarlo del proceso. Pero, por ejemplo, ¿tiene sentido mantener fijo el porcentaje de inversión definido en la DAE en bonos soberanos europeos cuando estos ofrecían rentabilidades a vencimiento negativas? Creemos que no. Incluso en el caso de eliminar la DAT, sería necesario definir una política de rebalanceo de carteras, ya que estas, con el propio movimiento de los mercados, se desvían de los porcentajes definidos en la DAE. Y ¿cada cuánto rebalanceamos? Otra decisión activa...

- o La implementación de las decisiones de la DAE y la DAT únicamente a través de instrumentos indexados se antoja muy difícil y poco realista por varios motivos:

- Los gestores “activos” aportan valor en determinados ciclos de tiempo largos. Aunque existe una extensa literatura a favor de la gestión pasiva, también existen otras, igual de extensas, que prueban que en determinados ciclos y mercados la gestión activa es exitosa. Aquí algún ejemplo²:
- Algunos tipos de activos definidos en mi DAE pueden ser, por definición, no indexables. Por ejemplo, está ampliamente asumido que una cartera robusta debe contar con inversiones o estrategias alternativas, tales como Hedge Funds, Capital Riesgo, Materias Primas, Infraestructuras u otros. Todas estas clases de activos tienden a ser poco líquidas y desde luego poco replicables a través de índices.
- Falta de producto invertible. Pese al auge de la indexación y la amplia gama de producto existente, para algunos mercados o tipos de activos, puede no existir un producto indexado disponible. Así, por ejemplo, siguiendo nuestro ejemplo de unas líneas más arriba, en el caso de tener a la biotecnología africana como bloque esencial a asignar parte del patrimonio, no encontramos, que nos conste, y a pesar de su pujanza reciente³, un producto indexado disponible para la inversión. Un ejemplo menos anecdótico podría ser el mercado de renta variable emergente frontera,

²https://www.rathbones.com/sites/default/files/literature/pdfs/rathbones_active_vs_passive_investing_james_pettit_investment_report_full_website.pdf

³<https://www.comunicabiotec.org/2021/05/25/afrika-impulsa-investigacion-biotecnologica-vanguardia/>

VARIANZA



compuesto por países denominados emergentes, en un estadio de desarrollo más atrasado que otros. Este mercado, a nuestros ojos muy interesante y que tiene sentido incluir en el DAE, no dispone de fondos índices relevantes en los que se pueda invertir.

- Puede haber ciertos mercados poco representados en los índices. O, al contrario, excesivamente representados. Un ejemplo claro relacionado con el punto anterior es la renta variable de países emergentes. Los principales índices emergentes cuentan con un peso de prácticamente el 40% en China. En donde cinco países agregan casi el 80% de los índices⁴, y dentro de ellos Asia representa más del 80%. ¿Qué hay del resto de países y áreas? ¿no son suficientemente representativos? ¿no tienen suficiente expectativa de rentabilidad/riesgo o espacio en una cartera global? La inversión en cualquier fondo indexado a estos mercados resulta en un sesgo claro hacia un grupo reducido de emergentes, consolidando por tanto una concentración por países y regiones que no necesariamente es óptima.
- Los índices pueden estar concentrados en una inversión no deseada. Uno de los ejemplos más obvios es la composición del principal índice de la renta variable norteamericana, el S&P500. A cierre de 2021, previo a la corrección de 2022, de las quinientas compañías que lo componían, las diez primeras pesaban un 28%, con el sector tecnológico a la cabeza con casi un 27%. Es decir, invertir de manera indexada

en el S&P500 implicaba adoptar un sesgo a unas pocas grandes compañías tecnológicas y, por ende, renunciar a contemplar la idea de que el sector está en uno de los momentos de mayor sobrevaloración de su historia (comparable al año 2000 en el momento previo al pinchazo de la burbuja tecnológica). También a la idea de que el peso total de un único sector cuando llega a niveles extremos (resultado de un comportamiento excepcional multianual) tiende a revertir a la media en los años posteriores. El ejemplo más reciente es el 22% de peso del sector financiero norteamericano en 2007 y hoy reducido al 11%⁵.

- Sería muy presuntuoso por nuestra parte declarar que podemos detectar el momento en el que la tendencia comienza a revertir. Como decíamos antes el “*market timing*” es muy complicado y las tendencias pueden prolongarse durante mucho tiempo. Pero sí podemos afirmar con contundencia que muchas veces es, en nuestra opinión, innecesario e imprudente adoptar una estrategia pasiva que asume la premisa implícita de que todo lo que sube continúa haciéndolo indefinidamente, independientemente de valoraciones y otras cuestiones.
- Hay mercados muy representados con poco sentido patrimonial. Por ejemplo, casi cualquier DAE asignará un porcentaje del patrimonio a la inversión en bonos emitidos por gobiernos. Igualmente, en el caso de una cartera denominada en euros, muy probablemente los bonos de gobiernos

⁴ China (36%, Taiwan 15%, India 13%, SK (11%) y Brasil (5%) suman prácticamente el 80% del índice MSCI Emerging Markets, fecha 30/06/2022

⁵ Datos de S&P y Bloomberg para fechas 31/12/2016 y 30/09/2022

VARIANZA



emitidos por países de la Eurozona. Existen múltiples índices bien contruidos, y numerosos fondos indexados eficientes y de bajo coste que los siguen. Pero con tipos de interés negativos durante varios años consecutivos⁶ ¿tenía sentido patrimonial bloquear rentabilidades de largo plazo negativas, por el mero hecho de haber renunciado a una DAT activa?

- **Cambios bruscos de régimen económico que no lo aconsejan.** El momento actual es un ejemplo claro. Durante los últimos 15 años hemos tonteado con un riesgo de deflación continuo, en gran parte como resultado de las secuelas producidas por la gran crisis financiera de 2008. La respuesta política ha sido siempre la misma: estímulos, liquidez y bajadas agresivas de tipos de interés. La pandemia Covid ha exacerbado esta práctica. Pero este período parece finalizar, la inflación muestra de nuevo su cara con furia por primera vez en cuarenta años y la respuesta ahora es la contraria: subidas agresivas de tipos. Las implicaciones en mercado son relevantes, las correlaciones entre activos (renta fija soberana-renta variable) cambian radicalmente, volviéndose positivas y sugiriendo una revisión de los modelos de la DAE⁷ con el objetivo de incrementar la exposición a activos que puedan proteger de la inflación, muchos de ellos activos reales y alternativos⁸ para los que no hay índices obvios, ni producto indexado disponible.

- **La transición hacia criterios de inversión sostenible y responsable (ISR) hace que, al menos de momento, la disponibilidad de producto indexado sea limitada.** Los índices ISR están en proceso de construcción, y esa construcción aún no está verificada, ni completamente adaptada a una normativa cambiante y difusa. ¿Qué es la ISR? ¿la que excluye ciertos sectores? ¿la que invierte en compañías de cualquier negocio que muestran mejoras en su evolución hacia políticas sostenibles? ¿la que invierte sólo en negocios que generan un impacto medible? ¿las que emiten bonos verdes?... En el momento actual, la decisión de inversión según criterios ISR requiere una decisión activa previa sobre qué estrategia adoptar.

En conclusión, en línea con el espíritu ecléctico, adaptativo y patrimonialista de VARIANZA, abogamos por una combinación de elementos de gestión activa y pasiva para conseguir optimizar la rentabilidad-riesgo de las carteras, minimizar su coste y mantener un sentido patrimonial de todas las inversiones en las que incurrimos. Este enfoque requiere, en nuestra opinión, adoptar una serie de decisiones activas a nivel DAE, DAT, y una óptima combinación de vehículos pasivos y activos que corrijan los sesgos y riesgos no deseados que se pueden obtener por defecto en una construcción de cartera totalmente indexada y automatizada.

Alberto Spagnolo

⁶ La yield del bono alemán a 10 años se ha mantenido en terreno negativo desde mediados de 2019 hasta finales del 2021, implicando un pago al gobierno alemán por custodiar parte de los activos de mi cartera. Previamente desde finales de 2015 hasta mediados 2019 ese "yield" ha oscilado desde el -0,2% (Agosto 2016) hasta el 0,78% (marzo 2018). Durante 2019 y 2020, hasta un 40% de la deuda soberana global ofrecía tipos de interés negativos

⁷ <https://www.aqr.com/Insights/Research/Alternative-Thinking/The-Stock-Bond-Correlation>

⁸ KKR <https://www.kkr.com/global-perspectives/publications/walk-dont-run-mid-year-update-2022>, exhibit 89.