

Inversión Indexada: ¿Una estrategia óptima de inversión o una estrategia desaconsejable?

Alex Fusté
Andbank

La inversión por indexación es algo relativamente reciente, aunque no lo parezca. El pionero en este campo fue el Vanguard 500 Index Fund, bajo la dirección de John Bogle en 1976, y diseñado para replicar el resultado del índice S&P, pero eso solo abrió un lento proceso por el cual la introducción de fondos indexados fue ganando popularidad de forma muy gradual. Ha sido en el amanecer de la década de 2020, es decir, en estos últimos cuatro años, cuando la adopción de fondos indexados ha experimentado una verdadera explosión, ascendiendo vertiginosamente como preferencia de inversión (ver tabla adjunta).

Década	Volumen aproximado de inversión indexada (USD Billones)
1970s	< 0.1
1980s	~0.1
1990s	> 1
2000s	> 2
2010s	> 4
2020s	> 10

Quieran o no, la inversión por indexación ha transformado el panorama financiero de manera inédita, alterando métricas ante las cuales, aún hoy, me resulta difícil no sorprenderme. La coexistencia de una economía estadounidense con un tamaño nominal de 25.5 billones de dólares al cierre de 2022 y un mercado de equity que ascendía a un valor nominal de 60 billones de dólares en ese período es un fenómeno que desafía ciertas comprensiones. La economía de Estados Unidos, siendo la más grande del mundo, ajustada por paridad de poder adquisitivo constituye un 17% del PIB mundial pero, en el ámbito de los índices, las acciones estadounidenses representan un 63% en el MSCI World Index y sospecho que, tras el excepcional rendimiento del mercado estadounidense en 2023, esta proporción se haya distorsionado aún más. Reconozco el formidable poder de las empresas estadounidenses pero, el contraste del 17 a 63%, no sé a ustedes, a mí me chirría como las rodillas de un viejo robot bailando salsa. Cosas de la indexación.

Las cifras se refieren solo a ETF. Fuente: Informes de la industria y análisis de mercado basados en datos de Morningstar, BlackRock, Vanguard, Artículos de WSJ, FT y Bloomberg.

¿La inversión indexada ofrece una alternativa de bajo coste que, a largo plazo, tiende a superar a la gestión activa?

No es mi intención causar alarma, pero la última vez que observé un escenario similar fue en 1989, cuando la economía de Japón representaba un 10% del PIB mundial y su mercado de acciones constituía un 50% del MSCI World, con los bancos japoneses solos ocupando un 25% del índice. Todos sabemos lo que tocaba hacer en 1989. Tranquilos. No hay motivo para el pánico. "Esta vez es diferente", como solíamos decir. Aquella fue una grave crisis bancaria, donde los bancos japoneses jugaron un rol fundamental en el inflado de la burbuja, extendiendo préstamos de manera agresiva para inversiones en bienes raíces y acciones, frecuentemente usando activos sobrevalorados como garantía. Pero todo esto es historia, y entiendo que el desarrollo del pasado les pueda importar menos que a un gato una clase de natación así que, dejemos a un lado la historia y pasemos al noble ejercicio de la predicción.

Como observador de la conducta, a diario me despierto con nuevos y grandes interrogantes, reflejo de los intrincados matices de los participantes del mercado. Es decir. Ustedes. Es probable que compartamos dudas, como por ejemplo, sobre la conveniencia de optar por estrategias indexadas frente a vehículos de gestión activa. Una opinión habitual, casi oficial, es que la inversión indexada ofrece una alternativa de bajo coste que, a largo plazo, tiende a superar a la gestión activa. Esta perspectiva despierta reflexiones internas que me impulsan a reevaluar la solidez de dicha percepción. Les comparto algunas consideraciones, dirigidas a explorar, en primer lugar, si la tendencia hacia la inversión indexada se mantendrá en el mediano plazo y, en segundo lugar, abordar de frente la cuestión de si la indexación constituye

la estrategia de inversión más acertada o, por el contrario, la menos aconsejable.

La tesis de los inversores sensibles e insensibles a la TIR como factor explicativo, y temporal, de la creciente práctica de la indexación.

En el mercado de deuda hay inversores sensatos, sensibles a la TIR, y otros no tan sensatos, e insensibles a la TIR (a menudo pertenecientes al ámbito institucional, como un banco central). Desde que en 2016 la TIR de gran parte de bonos globales empezara a coquetear con el umbral del 0%, y más aún durante la era más sombría de la represión financiera —o como prefiero denominarla, con cierto tono de humor negro, "la eutanasia del rentista"—, marcada por tasas de interés profundamente negativas entre 2019-2022; un número significativo de estos inversores sensatos optó por deshacerse de sus bonos occidentales en favor de alternativas como metales preciosos, bonos chinos, bitcoins o acciones.

La indexación parece tener un efecto favorable sobre el dólar

Dadas las limitaciones naturales para invertir en los tres primeros, había un fuerte sesgo hacia la renta variable, y así sucedió. Estos ex bonistas comenzaron a redirigir vastas sumas de capital hacia el MSCI World Index a un PER de 16 veces, lo que se traduce en una TIR implícita del 6.25%. Como podrán imaginar, el primer paso obligado para estos conversos fue convertir el 63% de su capital en dólares para, acto seguido, invertir esa misma cantidad en acciones estadounidenses. Permítanme abrir un paréntesis en este punto para destacar un nuevo principio de inversión: La indexación parece tener un efecto favorable sobre el dólar. No es casualidad que el dólar haya pasado de 1,25 en 2018 a 0,95 en septiembre de 2022, un

periodo que coincide con la actividad indexadora de nuestro "inversor sensato".

Como observación de interés añadiré que el mercado financiero global se divide, en un 52% por instrumentos de deuda y un 48% en acciones. Asumiendo que ningún inversor sensato conservaría su capital en bonos con rendimientos negativos, se deduce que a los 6 billones de dólares que ingresan de manera rutinaria al mercado de acciones cada año, debemos sumarle entre 4 y 5 billones adicionales procedentes del mercado de deuda, lo que nos llevó a un flujo entrante hacia el mercado de acciones de alrededor de 11 billones de dólares anuales durante el periodo que abarca desde el cuarto trimestre de 2018 hasta el primer trimestre de 2022. De esa cantidad, más de la mitad irían a fondos indexados, impulsados por la lógica del *"there is no alternative"*, lo que me hace suponer que los criterios de inversión no fueron precisamente los dictaminados por ningún mecanismo de descubrimiento del precio. Ello contribuyó a explicar la aceleración en la inversión por indexación a partir de esa época. ¿Un efecto inesperado de las políticas de tipos negativos?

Si los bancos centrales vuelven a situar las TIR reales en cero o territorio negativo, es legítimo pensar que la tendencia hacia la inversión indexada mantenga su ímpetu.

De todo esto infiero una primera respuesta a nuestras dudas: Si los bancos centrales vuelven a situar las TIR reales en cero o territorio negativo, es legítimo pensar que la tendencia hacia la inversión indexada mantenga su ímpetu. En tal sentido, las empresas consideradas "magníficas" seguirán siendo el destino de una parte mayoritaria del capital de los inversores, y continuarán beneficiándose de un acceso al capital prácticamente gratuito.

Un cambio en la concepción del riesgo, como elemento explicativo de la inversión por indexación.

El otro gran catalizador para el ascenso de la inversión indexada tiene que ver con el cambio en la definición del riesgo. Personalmente, sigo definiendo el riesgo como la posibilidad de perder dinero. Sin embargo, los clientes, inversores, banqueros, y por lo tanto gestores de cartera encargados de asignar el capital, han adoptado una nueva interpretación del riesgo, concebido ahora como la variabilidad en comparación con un índice de referencia —típico en las postrimerías de un importante ciclo alcista—. Lo que conduce a que los gestores de cartera se esfuercen por minimizar cualquier divergencia respecto al índice de referencia, no vaya a ser que el índice realice un *grand jeté* a lo Bolshoi y él se quede haciendo pasos de dos por dos. El desenlace ha sido un notable incremento en el volumen de la gestión indexada, consecuencia directa de un principio pintoresco que descansa en lo más profundo la sabiduría convencional y que establece lo siguiente: para la reputación, es preferible fracasar de manera convencional que triunfar de forma poco convencional. Curioso mundo, sin duda.

Una nueva interpretación del riesgo, concebido ahora como la variabilidad en comparación con un índice de referencia, conduce a que los gestores de cartera se esfuercen por minimizar cualquier divergencia respecto al índice de referencia

De lo observado en este punto infiero una nueva respuesta a nuestras dudas; algo por lo general reconocido entre mis colegas, aunque raramente verbalizado. Y es que será preciso enfrentarnos a un mercado bajista estructural para que se produzca un cambio en la actual concepción del riesgo. Solo bajo esas circuns-

tancias, la perspectiva de estar desindexados dejará de ser una preocupación para los inversores. En ese momento descubriremos que, así como la indexación fomenta más indexación, la desindexación impulsará a su vez la desindexación. Esto explica la verticalidad en los mercados, en ambos sentidos. Por el momento, ese punto de inflexión parece distante en el horizonte. Larga vida, pues, a la indexación.

¿Representa la indexación una estrategia de inversión óptima, o, desde una perspectiva fundamental, podría considerarse una táctica desaconsejable?

La validez de la indexación como método óptimo de inversión depende de si los activos en los que más inviertes (generalmente los más caros) mantienen su posición dominante durante un periodo extendido. Si esto se cumple, entonces la indexación se justifica lógicamente. Por el contrario, si los activos líderes pierden su preeminencia en el tiempo, la indexación se convierte en una estrategia poco fructífera a

largo plazo.

Para ilustrar esto propongo un ejercicio en el que identificaré los "*magnificent stocks*" de cada década, es decir, los 10 activos con mayor capitalización en cada periodo, y examinaré cuántos de estos valores lograron preservar su estatus de "magníficos" en la década subsiguiente, y si comparten características comunes como pertenencia a sectores afines o haber realizados absorciones de competidores más pequeños. A continuación, presento los resultados de este análisis en la tabla adjunta.

Solo dos de los diez activos de mayor capitalización de cada década mantienen su posición en el ranking de los más grandes en la década siguiente

Únicamente los sectores de la energía y la tecnología ofrecen el terreno fértil necesario para que un activo se mantenga "magnífico" por más de una década.

Los 10 valores de mayor capitalización en cada década

Sector Década	TMT	Energy & Mining	Utilities	Motor	Financial	Other	# Survivors	Survivors
1970'	IBM, AT&T	Mobil, Exxon, Shell, BP, Texaco	GE	GMC, Ford				
1980'	IBM, AT&T	Exxon, Standar Oil, Shell, Mobil, Schlumberger, Richfield	GE			Kodak	6	IBM, AT&T Exxon, Shell, Mobil GE
1990'	NTT, IBM	Exxon		Toyota	Bank of Tokyo, Ind Bank Japan, Sumitomo Bank, Fuji Bank, Daichi Bank, UFJ Bank		2	IBM Exxon
2000'	MSFT, NTT, Cisco, Intel, Lucent, DT	Exxon Mobil	GE			Walmart	1	NTT
2010'	MSFT, Apple	Petrochina, Exxon Mobil, BHP Billiton, Petrobras			Industrial & Commercial Bank China, China Constr. Bank, HSBC	Walmart	3	MSFT Exx. Mobil Walmart
2020'	Apple, MSFT, Amazon, Google, Alibaba, Facebook	Aramco			Berkshire, JPM	Johnson & Johnon	2	Apple, MSFT

Información elaborada por Andbank, a partir de fuentes como Forbes, Fortune, The Economist, Bloomberg, Datastream y recursos en línea.

Analizando la tabla provista, que abarca un período de estudio lo suficientemente extenso como para otorgarle credibilidad a nuestras observaciones, nos aventuramos a desenterrar algunas conclusiones adicionales a las ya expresadas:

1. A partir de los 80, solo dos de los diez activos de mayor capitalización de cada década mantienen su posición en el ranking de los más grandes en la década siguiente. Ocho de esos diez magníficos pierden su estatus y experimentan una disminución en su valor relativo, lo que sugiere una notable volatilidad en la permanencia dentro de este grupo élite. Aviso pues para los *indexers* de hoy.
2. Nuestro estudio revela que los escasos "magníficos" capaces de sostener su estatus a lo largo de la siguiente década tienden a concentrarse en los sectores de energía y tecnología. Parece ser que únicamente estas áreas ofrecen el terreno fértil necesario para que un activo se mantenga "magnífico" por más de una década. De tal modo, la búsqueda de campeones de largo plazo en sectores distintos a estos podría resultar poco fructífera. Esta tendencia subraya la importancia de estos sectores en la economía global y, al mismo tiempo, sugiere una reflexión sobre nuestra estrategia de inversión sectorial a largo plazo.
3. Hablar de "campeones de la década" implica reconocer que estos valores han mantenido una posición preponderante durante un número considerable de años dentro de esa década. Para facilitar nuestro análisis, vamos a suponer que este período de preeminencia se sitúa en los años centrales de la década, específicamente desde el tercer hasta el séptimo año, alcanzando el activo su máxima

representación en el índice hacia la mitad de la década. Esto implicaría que, en el quinto año de cada década, ocho de los diez títulos más grandes comienzan a ceder terreno en términos de valor relativo, y que otros ocho nuevos valores emergen para eventualmente convertirse en los nuevos "magníficos" de la década siguiente. Esta rotación subraya la dinámica de cambio constante e implica necesariamente que la estrategia óptima en los últimos 50 años habría consistido en desinvertir en ocho de los diez activos más grandes del mercado a partir del quinto año de cada década, aun sabiendo que posiblemente mantengan su estatus de "magníficos" durante dos o tres años más.

La estrategia óptima en los últimos 60 años ha consistido en desinvertir en ocho de los diez activos más grandes del mercado en el punto de máxima representación del valor.

Los que invertimos usando el mecanismo de descubrimiento del precio en vez de invertir en los títulos más caros, asignamos el capital en títulos con un amplio diferencial ROIC - coste del capital, y que muestren un ROIC marginal creciente. Aunque ello me desvíe del índice sé que estoy canalizando el capital hacia proyectos con mejores métricas que la mayoría de "magníficos", intentando encontrar al líder de la siguiente década, y comprándolo en una fase aún temprana. Pero para poder hacer esto debo desinvertir en los grandes títulos para financiar estas nuevas adquisiciones. Equivale a incorporar *Tracking Error* en mi gestión (el nuevo riesgo). Admitir que perderé contra un vehículo indexado durante un tiempo. No me atrae la idea de ser poco convencional, pero la perspectiva de fracasar siguiendo el camino convencional tampoco me resulta apetecible.

La conclusión final de los puntos anteriores es que, la mayoría de los magníficos de una década pierden su estatus en la siguiente; y que la estrategia óptima en los últimos 60 años ha consistido en desinvertir completamente en ocho de los diez activos más grandes del mercado a partir del quinto año de cada década. ¿Será esta vez diferente? Estamos evaluando las posibilidades de que los actuales colosos del mercado mantengan su dominio en la próxima década, así como estamos intentando identificar a los aspirantes que podrían desplazarlos de su posición privilegiada. Nuestros clientes con mandatos podrán apreciar este esfuerzo.

Reflexionando sobre la indexación a través de los prismas de la sabiduría financiera.

Me viene a la mente una advertencia proferida en su momento por Warren Buffett, quien sugirió que "la diferencia entre un inversor exitoso y un inversor realmente exitoso es que este último rechaza la mayoría de los proyectos". Entonces, surge la pregunta: ¿equivale la inversión indexada a decir no a la mayoría de los proyectos? Aunque no poseo una respuesta definitiva, me inclino a pensar que, en realidad, la indexación sería justo lo contrario. Desde la perspectiva de Buffett, la indexación podría interpretarse como la táctica de un inversor promedio. Un inversor vulgar.

La indexación frente al ejercicio del cuestionamiento constante en el arte de invertir

En mi trabajo tienes que cuestionarte siempre si estás haciendo lo correcto. Invertir de forma indexada parece sustraer esa deliberación de la ecuación. Ya he mencionado que hay dos procesos para asignar el capital. El primero se basa en el mecanismo de descubrimiento del precio. El segundo se basa en el criterio del peso. A mayor peso, mayor asignación. O según

como, cuanto más caro, más compro. Este es el principio que rige la indexación. No veo ahí ningún cuestionamiento de si estás haciendo lo correcto o no.

Hay algo realmente irónico en todo esto. Las cinco grandes gestoras del mundo manejan la mayor parte de los activos de *equity* del mercado y son gestores pasivos por naturaleza. Cuanto mayor es el valor de una compañía, más acciones de la misma compran en sus fondos o carteras. Lo llaman "*momentum buying*" y no se sonrojan al decirlo. Considérenlo así: gestionan con el menor costo posible y son recompensados generosamente por adoptar un enfoque sumamente básico en la administración del capital. Podría argumentarse que esta gestión es ineficaz, y lo hacen así precisamente porque no están manejando su propio dinero (ya que estoy persuadido por la idea de que la cartera de negociación de los bancos que están detrás de estas gestoras no sigue una estrategia de indexación).

Las cinco grandes gestoras del mundo manejan la mayor parte de los activos de equity del mercado y son gestores pasivos por naturaleza.

Todo esto es de lo más irónico porque, de forma casi perversa, estos grandes *indexers*, que absorben la mayor parte del capital bajo gestión, harán escalar aún más el precio de los valores más grandes, favoreciendo a los gestores pasivos, quienes batirán momentáneamente a los gestores activos que, casi con total seguridad, perderán mandatos en favor de los pasivos, que verán aumentados los AUMs en sus vehículos, exacerbando aún más el proceso de indexación. Llegados a este punto, me pregunto si los mercados no llevan ya demasiado tiempo siguiendo un patrón similar al que seguirían una manada de *lemmings*. La pregunta es re-

levante. Estos procesos de agrandamiento del mercado entrañan una realidad paralela: cuanto más grande seas como mercado, más frágil serás, y aun así, más capital absorberás. Así es como los mercados se convierten, en ocasiones, en los agujeros negros del cosmos financiero. Atraen la riqueza con una gravedad infinita y, en momentos críticos, dejan al inversor mirando al vacío, preguntándose dónde se fue toda aquella luz.

Hay algo que todos los mercados bajistas tienen en común. Suelen venir precedidos tras un largo proceso de *momentum buying*. Dejo pues ahí una nueva conclusión, esta vez, en forma de pregunta. ¿La indexación, llevada al extremo, alimenta la fragilidad sistémica?

¿Hacia dónde nos lleva la indexación?

Si los *indexers* del mundo continúan concentrando su capital hacia las empresas más grandes, llevando su coste de capital eventualmente a cero, les permitirá seguir absorbiendo competidores como un sommelier degusta vinos. Como Facebook con Instagram. Google con YouTube. Microsoft con LinkedIn. Apple con Beats. Verizon con Yahoo. Disney con 21st Century Fox, o Microsoft adquiriendo el derecho sobre el 75% de los resultados de Open Ai por la módica cifra de 10.000 millones. Total. El dinero le sale gratis. La indexación nos deja en más de esto. Gigantes sobrerrepresentados. Carteras más y más concentradas.

La conclusión final es que, la indexación promueve la indexación; de la misma forma que la desindexación acelerará la desindexación. El punto que separa ambos ciclos puede venir determinado por una acción regulatoria, una acción concertada de audaces especuladores bajistas con músculo, un nivel de exuberancia que haya alcanzado cotas suficientemente

irracionales, o cualquier hecho geopolítico que tenga una entidad suficiente. Alcanzado ese punto, el *bear market* será difícil de digerir para un inversor indexado, mientras que puede no ser dramático para el inversor que se rige por el mecanismo del descubrimiento del precio.