

El resurgimiento de la gestión activa: el retorno de la amplitud de mercado

La reciente disminución de la extrema concentración del mercado de renta variable debería brindar más oportunidades a los gestores activos hábiles para obtener rentabilidades superiores a las de un índice de referencia.

Tras un periodo donde la amplitud del mercado era muy reducida y de volatilidad relativamente baja, observamos que los inversores están reevaluando la exposición de sus carteras y el riesgo activo (ver glosario al final). Muchas estrategias de renta variable global con un elevado porcentaje de activos han tenido dificultades para obtener mejores resultados en los últimos años, y muchos inversores han empezado a reducir su riesgo activo o están considerando la posibilidad de hacerlo. Sin embargo, estamos empezando a ver cómo se amplían los motores del mercado. Esto sugiere que podríamos estar en la cúspide de un resurgimiento de la gestión activa y de un periodo más próspero para los que estén dispuestos a asumir riesgos activos.

La renta variable global es una clase de activos en la que los gestores activos han añadido valor históricamente (de media) al asumir un riesgo más activo. Si analizamos los periodos de 10, 15 y 20 años hasta el 31 de marzo de 2025, la mediana de los gestores de renta variable global de gran capitalización ha añadido en general entre un 0,5% y un 1% extra de rentabilidad. Los gestores del cuartil superior añadieron en general aproximadamente entre el 1,5% y el 2%, y el quinto percentil superior logró entre el 3% y el 4% extra de rentabilidad, de media, durante los mismos periodos. Los datos sugieren que los mejores gestores fueron capaces de ofrecer un extra de rentabilidad del 2%-4% anualizada a largo plazo. Estos resultados plantean la siguiente pregunta: ¿cuál es el nivel adecuado de riesgo activo para lograr estos resultados de forma sostenible?

Gráfico 1: ¿Se compensa a los inversores de renta variable global por su riesgo activo?

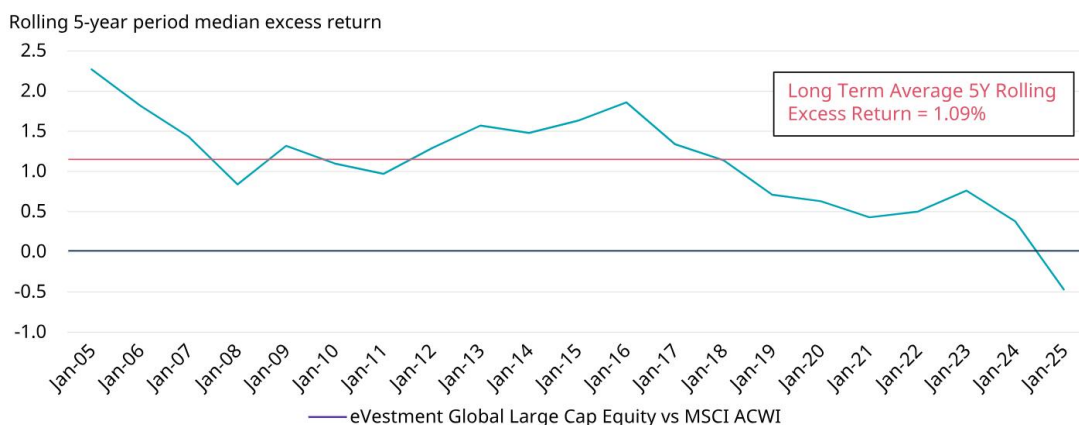
eVestment Global Large Cap Equity Universe (managers with missing data omitted)						
10Y Tracking Error vs MSCI ACWI	<2%	2-4%	4-6%	6-8%	>8%	Total
Number of strategies	12	97	152	105	52	418
Average 10Y annualized tracking error	1.68%	3.22%	4.98%	6.87%	10.02%	
Average Active Share (as of Q1 2025)	0.46%	0.73%	0.82%	0.87%	0.87%	
Percent with positive annualized 10Y excess alpha	100%	77%	59%	46%	40%	
Average 10Y annualized excess return	0.92%	0.73%	0.57%	-0.11%	0.56%	
Highest 10Y annualized excess return	1.67%	3.23%	4.98%	9.58%	13.32%	
Lowest 10Y annualized excess return	0.43%	-1.89%	-3.58%	-4.49%	-4.26%	
10Y Range of dispersion	1.24%	5.12%	8.56%	14.07%	17.58%	

Fuente: eVestment, a 31 de marzo de 2025, basado en el universo eVestment Global Large Cap Equity frente al MSCI All Country World Index (rentabilidad neta). Rentabilidad bruta de comisiones en USD. La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros y puede no repetirse.

Los datos de los últimos 10 años indican que, por término medio, las estrategias con tracking-error superiores al 6% no han compensado a los inversores por el riesgo. No sólo el extra de rentabilidad media anualizada ha sido menor, sino que la tasa de éxito, en términos de batir al índice de referencia, también ha sido inferior al 50%, con menos de la mitad de esos gestores registrando un extra de rentabilidad positivo durante el periodo anualizado de 10 años. Ciertamente, hubo algunos que tuvieron bastante éxito, generando un extra de rentabilidad del 10% o más a lo largo del periodo, pero la dispersión también fue la más alta y, por término medio, la mayoría fracasó. Curiosamente, aunque el tamaño de la muestra es menor, los gestores con menor tracking-error y controles de riesgo más estrictos obtuvieron los mejores resultados ajustados al riesgo, por término medio, durante el periodo. En general, los inversores más racionales no asignarían capital cuando los ratios de éxito fueran inferiores al 50%. A pesar de estos resultados, los inversores deberían tener cuidado a la hora de extrapolar demasiadas conclusiones de este último periodo de 10 años.

Las probabilidades han ido de forma consistente en contra de los gestores activos de renta variable global durante los últimos cinco años. Durante ese periodo, los extras de rentabilidad logrados se han situado por debajo de sus medias a largo plazo, y el periodo más reciente marca la primera vez en los 20 años de historia en el que hemos visto que el gestor mediano del grupo de gestores de renta variable mundial de gran capitalización no ha logrado generar rentabilidades superiores positivas (brutas de comisiones) durante el periodo móvil de cinco años.

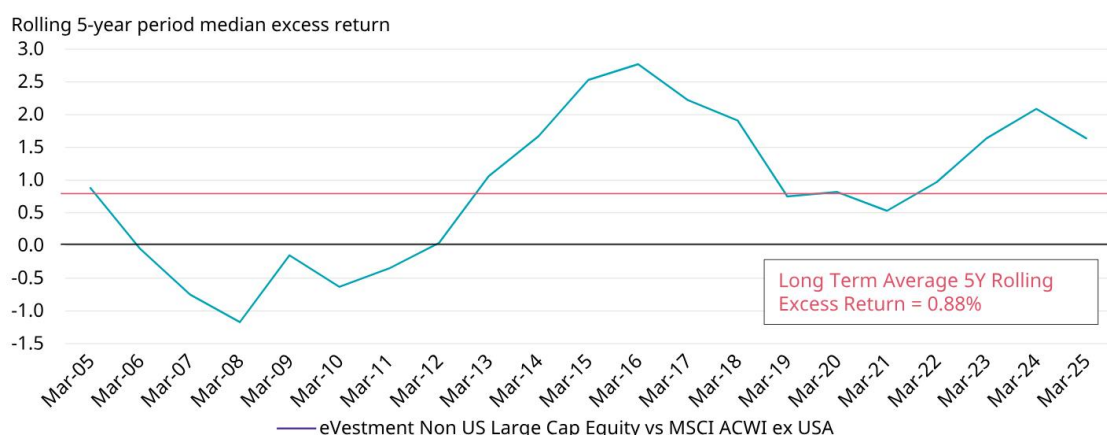
Gráfico 2: Los gestores de renta variable global de gran capitalización han tenido cada vez más dificultades para obtener rentabilidades superiores en los últimos años...



Fuente: eVestment, a 31 de marzo de 2025, basado en el universo eVestment Global Large Cap Equity frente al MSCI All Country World Index (rentabilidad neta). Los rendimientos se muestran brutos de comisiones en USD durante periodos renovables de 5 años con intervalos de 1 año. La media a largo plazo se calcula para un periodo de 20 años. La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros y puede no repetirse.

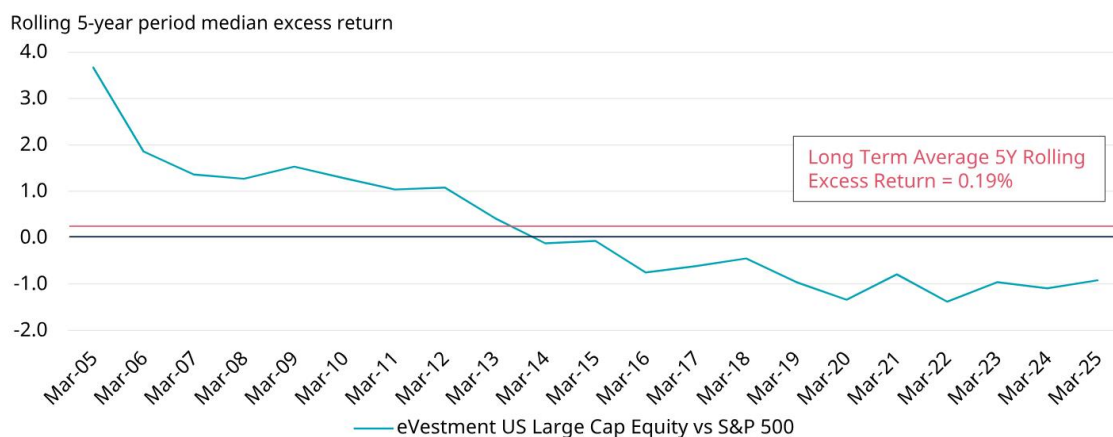
Aunque la tendencia sería suponer que los mercados son cada vez más eficientes y que la gestión activa en general sigue en declive, los mismos datos para el grupo homólogo de «renta variable global» sugieren que esta inflexión es probablemente una consecuencia de la estrechez del mercado estadounidense en los últimos años. De hecho, el extra de rentabilidad logrado por la mediana de los gestores de renta variable de alta capitalización no estadounidense en los últimos años ha estado muy por encima de su media de los últimos 20 años y no ha sido negativo desde el periodo en torno a la crisis financiera mundial de 2008-2009. Esto refleja la mayor amplitud del mercado de la que disfrutaban los gestores activos en esos mercados. Mientras tanto, dentro de la renta variable estadounidense de gran capitalización, los gestores activos han tenido dificultades durante mucho tiempo para generar un exceso de rentabilidad, y el gestor activo medio se ha quedado rezagado con respecto al índice en más de un 1% anualizado durante la última década.

Gráfico 3: ...mientras que los gestores de renta variable de gran capitalización no estadounidense han obtenido cada vez mejores resultados



Fuente: eVestment, a 31 de marzo de 2025, basado en el universo eVestment Non-US Large Cap Equity frente al MSCI All Country World ex USA Index (rentabilidad neta). Los rendimientos se muestran brutos de comisiones en USD durante periodos renovables de 5 años con intervalos de 1 año. La media a largo plazo se calcula para un periodo de 20 años. La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros y puede no repetirse.

Gráfico 4: Los gestores de renta variable de gran capitalización de EE.UU., por término medio, han tenido dificultades para obtener mejores resultados en la última década

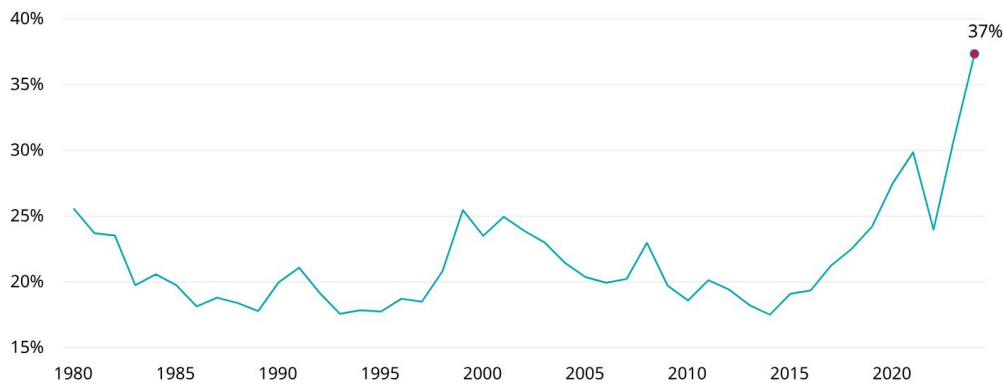


Fuente: eVestment a 31 de marzo de 2025 basado en el universo eVestment US Large Cap Equity frente al índice S&P500 (NR). Los rendimientos se muestran brutos de comisiones en USD durante periodos móviles de 5 años con intervalos de 1 año. La media a largo plazo se calcula para el periodo de 20 años.

La extrema concentración del índice S&P 500 (como se aprecia en el gráfico 5) y la escasa amplitud del mercado que impulsa las rentabilidades de la renta variable estadounidense han resultado ser todo un reto para los inversores activos en los últimos años. Con un grupo significativamente menor de valores de gran capitalización impulsando los mercados, los inversores activos no se han visto recompensados por desviarse significativamente del índice.

Esto también ha tenido un impacto más pronunciado en la renta variable global, ya que hemos visto crecer el peso del mercado estadounidense en el MSCI All Country World Index (ACWI) de aproximadamente el 52% al 66% en los últimos 10 años. El peso de los «7 magníficos» valores tecnológicos de EE.UU. en el MSCI ACWI es aproximadamente el mismo que el peso total de los ocho países siguientes. (Véase el Gráfico 6.). Esto plantea un mayor reto para los inversores activos si no tienen una exposición significativa a esas empresas. Pero, al mismo tiempo, esa mayor concentración presenta un mayor riesgo para la diversificación para los inversores pasivos, sobre todo si seguimos asistiendo a un cambio del liderazgo de mercado de esas empresas, como ya hemos visto a principios de 2025.

Gráfico 5: El peso de los 10 mayores valores del S&P 500 casi se ha duplicado con respecto a su media a largo plazo



Fuente: S&P. Las 10 principales emisiones anuales del índice S&P 500 por porcentaje del valor de mercado del índice entre 1980 y 2024. Los valores de mercado completos (no ajustados por flotación) se utilizan para la comparación histórica.

Gráfico 6: Las empresas estadounidenses de los «7 magníficos» tienen el mismo peso en el MSCI ACWI que los ocho mayores países juntos

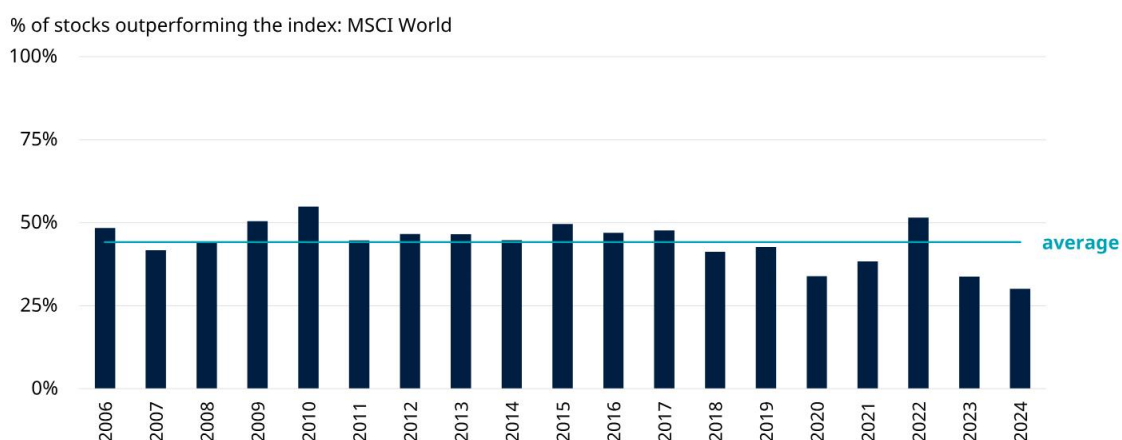


Fuente: LSEG Datastream, Schroders. A 31 de diciembre de 2024

El extra de rentabilidad a cinco años de los gestores de renta variable global (mostrado anteriormente en el Gráfico 2) ha variado con el tiempo, pero en general se ha acercado al +1%, lo que favorece estructuralmente la gestión activa. Si nos fijamos en las medidas de amplitud del mercado, los últimos cinco años han sido especialmente difíciles para los gestores activos de renta variable global. De hecho, el porcentaje de componentes del MSCI World Index que superaron al índice ha estado cerca de sus niveles más bajos en 20 años en cuatro de los últimos cinco años naturales (como se muestra en el Gráfico 7 a continuación).

La única excepción fue 2022, un año marcado por una importante rotación sectorial, de estilos y de factores, ya que la ralentización del crecimiento económico, las presiones inflacionistas y el endurecimiento de la política monetaria provocaron desinversiones masivas en casi todos los segmentos del mercado, excepto en el sector energético. En este contexto, quizá no sorprenda ver que estos años también han sido los más difíciles para los gestores activos a la hora de obtener rentabilidades superiores.

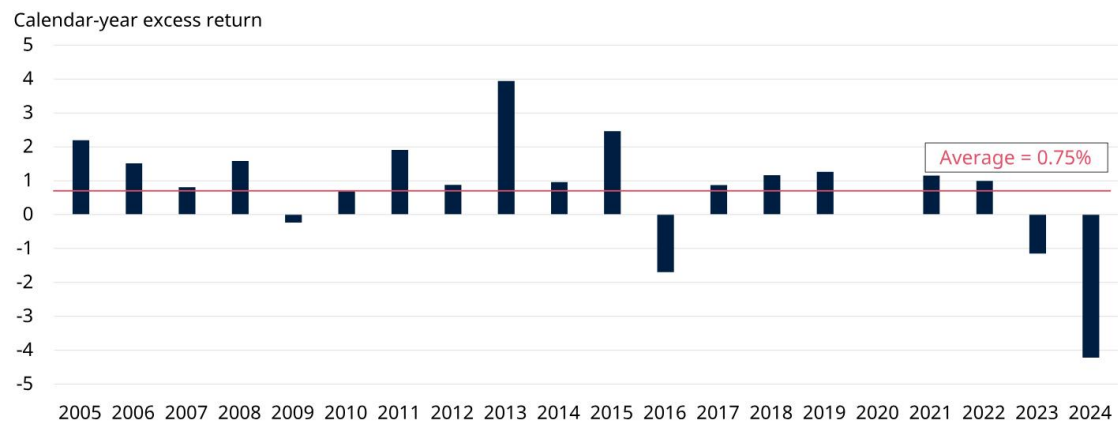
Gráfico 7: La amplitud del mercado de renta variable global ha sido la más baja de los últimos 20 años en cuatro de los cinco últimos años naturales.



Fuente: MSCI, Schroders, a 31 de diciembre de 2024. La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros y puede no repetirse.

El periodo de cinco años más reciente (Gráfico 8) pone de manifiesto que los gestores que han asumido un riesgo más activo han registrado, en general, tasas de éxito más bajas, y la rentabilidad por asumir ese riesgo también ha sido escasa. Sin embargo, si observamos el periodo anterior de 10 años, podemos ver que no sólo las tasas de éxito fueron bastante elevadas en general, sino que la rentabilidad de asumir un mayor riesgo activo también fue, por término medio, notablemente mejor. Aunque la volatilidad del mercado fue en general bastante baja durante ese periodo, la amplitud del mercado fue mayor. Ello creó un entorno más propicio para que los inversores activos aprovecharan las oportunidades de obtener resultados superiores.

Gráficos 8a y 8b: Mientras que el aumento del riesgo activo no ha recompensado en gran medida a los inversores en renta variable global en los últimos cinco años, fue notablemente mejor recompensado en la década anterior.



Los resultados pasados no son indicativos de resultados futuros y pueden no repetirse.

eVestment Global Large Cap Equity Universe (managers with missing data omitted)						
5Y Tracking Error vs MSCI ACWI	5-Year period ended Q1 2025					Total
	<2%	2-4%	4-6%	6-8%	>8%	
Number of strategies	19	115	185	138	147	604
Average 5Y annualized tracking error	1.59%	3.13%	5.02%	6.90%	10.39%	
Percent with positive annualized 5Y excess alpha	100%	68%	35%	33%	40%	
Average 5Y annualized excess return	1.46%	0.88%	-0.53%	-1.15%	-0.68%	
10Y Tracking Error vs MSCI ACWI	10-Year period ended Q4 2019					Total
	<2%	2-4%	4-6%	6-8%	>8%	
Number of strategies	12	94	88	43	16	253
Average 10Y annualized tracking error	1.65%	3.07%	4.87%	6.65%	9.58%	
Percent with positive annualized 10Y excess alpha	100%	84%	69%	63%	81%	
Average 10Y annualized excess return	1.37%	1.09%	1.36%	1.29%	4.15%	

Fuente: eVestment, a 31 de marzo de 2025, basado en el universo eVestment Global Large Cap Equity frente al MSCI All Country World Index (rentabilidad neta). Rentabilidad bruta de comisiones en USD. La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros y puede no repetirse.

La Ley Fundamental de la Gestión Activa, desarrollada por Richard Grinold y Ronald Kahn en 1999, expone que la rentabilidad activa óptima está determinada por dos factores: la habilidad del gestor y la amplitud de mercado. Esto implica que la capacidad de un gestor para generar alfa depende de lo bien que prevea y de cuántas inversiones independientes haga. Es importante evaluar la coherencia de la generación de alfa a lo largo del tiempo en diferentes condiciones de mercado para distinguir adecuadamente entre habilidad y suerte. También es importante tener en cuenta la amplitud. Un índice dominado por unos pocos grandes valores puede dificultar que los gestores activos demuestren el valor de su enfoque si no están expuestos a esos valores, aunque sus otras selecciones de valores sean sólidas.

Con la mejora de las expectativas relativas de las acciones no estadounidenses y la ampliación de los motores del crecimiento en la renta variable de EE.UU., las oportunidades activas para los inversores parecen aumentar. Varios indicadores técnicos también sugieren que el mercado está en transición hacia un periodo de mayor amplitud, una circunstancia que podría allanar el camino para que resurjan los beneficios de la gestión activa. Los datos indicarían que los gestores cualificados tienen más probabilidades de ser compensados por asumir riesgos activos en un periodo de mayor amplitud de mercado, y podríamos asistir a una mejora de las tasas de éxito en todo el espectro de riesgos. En un entorno de menor rentabilidad, el valor del alfa también puede ser bastante sustancial. **Mientras que la inversión pasiva ha ejercido más presión sobre la inversión activa para demostrar el valor por el coste asumido, ahora puede ser el momento para que los gestores activos recuerden a los inversores por qué merecen la prima.**

Nota final:

1. Fuente: eVestment, a 31 de marzo de 2025, bruto de comisiones en USD. Los datos evalúan el universo eVestment Global Large Cap Equity Universe frente al MSCI All Country World Index (ACWI) en los distintos periodos. Para el periodo de 10 años, el universo incluía 418 productos; para el periodo de 15 años, 241 productos; y para el periodo de 20 años, 120.

Glosario:

El riesgo activo (también conocido como error de seguimiento) es una medida utilizada en inversión para mostrar cuánto difieren las rentabilidades de un fondo de las de su índice de referencia. Indica en qué medida un fondo sigue (o no) a su índice de referencia. Un mayor riesgo activo significa que la rentabilidad del fondo difiere más del índice de referencia y que el gestor del fondo toma decisiones más independientes. Un riesgo activo más bajo significa que la rentabilidad del fondo es muy similar a la del índice de referencia y que el fondo no se desvía mucho del índice.

El porcentaje activo es una medida utilizada en la gestión de inversiones para cuantificar en qué medida las participaciones de una cartera difieren de su índice de referencia. Expresa, en porcentaje, en qué medida las ponderaciones de las inversiones del fondo se desvían de las del índice de referencia. Un active share elevado (cercano al 100%) significa que la cartera difiere mucho del índice de referencia, lo que indica una gestión más activa. Un porcentaje activo bajo (cercano al 0%) significa que la cartera sigue de cerca al índice, lo que sugiere un enfoque más pasivo.

El alfa se refiere a la diferencia entre la rentabilidad de una cartera y la de un índice de referencia. Un alfa positivo sugiere una rentabilidad superior, y un alfa negativo, una inferior.

Los «7 magníficos» son un grupo de siete grandes e influyentes empresas tecnológicas del mercado bursátil estadounidense. Los siete valores son Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta Platforms (Facebook), Microsoft, Nvidia y Tesla.

Tracking error es una medida de riesgo utilizada en la gestión de inversiones para cuantificar el grado en que una cartera sigue los resultados de su índice de referencia. Más concretamente, el tracking error es la desviación típica de la diferencia de rentabilidad entre una cartera y su índice de referencia durante un periodo determinado. Refleja el grado de gestión activa, ya que un error de seguimiento más elevado indica una mayor desviación con respecto al índice de referencia.

La volatilidad es una medida de cuánto sube y baja el precio de una inversión a lo largo del tiempo. Las inversiones con alta volatilidad pueden cambiar de valor rápidamente y en grandes cantidades, mientras que las inversiones con baja volatilidad tienden a tener cambios de precio más pequeños y constantes. La volatilidad da una idea de lo arriesgada o estable que puede ser una inversión.

John Chisholm, CFA, director de inversiones en renta variable global e internacional, y Bill Adams, director de inversiones, QEP (Productos cuantitativos de renta variable) y renta variable de mercados emergentes, de Schroders