



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

**Grado en Administración y Dirección de
Empresas**

**Inversión pasiva vs inversión
activa**

Presentado por:

Pablo Rodríguez de la Iglesia

Tutelado por:

Eleuterio Vallelado González

Valladolid, 16 de Julio de 2021

Resumen

El objetivo del trabajo es estudiar las teorías del mercado eficiente para entender el sentido de la gestión activa y gestión pasiva. Centrándonos en los fondos de inversión como instrumento financiero para estas estrategias.

Para llevar a cabo este estudio se hace un análisis de las ventajas y desventajas que conlleva cada estrategia de inversión, asimismo se recopilarán diferentes estudios donde se comparan las rentabilidades históricas entre las diferentes estrategias. Toda esta información nos hará llegar a la conclusión que la inversión pasiva en fondos de inversión es más acertada en el largo plazo.

Palabras clave: Inversión pasiva, Inversión activa, fondos de inversión, indexación.

Código JEL: G11, G12, G23, G29

Abstract

The objective of this paper is to study the theories of the efficient market to understand the meaning of active management and passive management. Focusing on investment funds as a financial instrument for these strategies.

To carry out a study of this, an analysis of the advantages and disadvantages that each investment strategy entails is made, different studies will also be compiled where the historical returns between the different strategies are compared. All this information will lead us to the conclusion that passive investment in mutual funds is more successful in the long term.

Keywords: Passive investment, Active investment, investment funds, indexation.

JEL Code: G11, G12, G23, G29

CONTENIDO

1. Introducción.....	5
2. La teoría de los mercados eficientes.....	5
3. Evolución histórica de los fondos de inversión.....	9
4. Fondos de inversión. Estructura de los fondos y su gestión. Gestoras de fondos, comisiones, benchmarks, rentabilidad y riesgo.....	10
5. Los índices de referencia de los fondos de inversión.....	13
6. Gestión activa vs gestión pasiva.....	16
6.1. Gestión Pasiva.....	16
6.2. Gestión Activa.....	17
6.3 Comparación histórica de rentabilidades de fondos activos vs fondos pasivos.....	21
7. Gestión pasiva: el caso de los fondos Vanguard.....	24
8. Conclusiones.....	28
9. Bibliografía.....	30

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Hipótesis de eficiencia de mercado.....	7
Gráfico 2: Evolución de los activos bajo gestión de Vanguard.....	10
Gráfico 3: Mayores gestoras de activos (en miles de millones de dólares). Datos a 06/20/2020.....	11
Gráfico 4: Riesgo no sistemático y sistemático.....	13
Gráfico 5: índice Dow Jones e Índice S&P500.....	14
Gráfico 6: Índices MSCI.....	15
Gráfico 7: Índice MSCI World.....	15
Gráfico 8: Iceberg representativo de los datos ofrecidos por Plexus.....	20
Gráfico 9. Flujos netos acumulados renta variable pasivos y activos globales. (en billones de dólares).....	22
Gráfico 10: Comparación del desempeño de la renta variable internacional. 20 años (01/01/2001 – 12/31/2020).....	23
Gráfico 11: Tasa de Gastos: Vanguard contra la industria.....	24
Gráfico 12. Cuota de mercado aerolíneas de bajo coste.....	27
Gráfico 13. Cuota de mercado de fondos activos y pasivos en todo el mundo de 2011 a 2020.....	28

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Porcentaje de fondos de inversión que no batan a su índice de referencia.....	23
Tabla 2. Desempeño competitivo de los fondos Vanguard.....	25

1. INTRODUCCIÓN

Históricamente los fondos de inversión se han usado como instrumento de inversión colectiva donde se utilizaba una gestión activa y el gestor decidía que activos iban a formar parte de su cartera, pero cada vez la gestión pasiva va ganando más popularidad lo que hace que resulte interesante una comparación entre las diferentes estrategias de inversión.

Respecto a la motivación del trabajo viene dada por la necesidad de entender por qué hay una disparidad en la decisión entre qué estrategia de las dos elegir y por otro lado si la inversión pasiva es realmente más rentable y por consiguiente una opción más adecuada.

Por ello este trabajo tiene como objeto el análisis de las ventajas o desventajas que aporta cada estrategia de inversión, asimismo también la investigación de diferentes estudios de comparaciones históricas de rentabilidad entre fondos activos y pasivos. Los resultados obtenidos nos muestran como la ventaja más significativa para los fondos pasivos son los bajos costes y por otro lado, los altos costes es la desventaja que mas perjudica a los fondos activos. También observamos como históricamente las rentabilidades de los fondos pasivos son superiores en el largo plazo que la de los fondos activos.

Y para llevar a cabo dicha investigación se introducirá la teoría de los mercados eficientes de la mano de Eugene Fama, a continuación, el concepto de fondos de inversión como carteras de acciones diversificadas (Markowitz, 1952) y sus características más importantes como: comisiones, rentabilidad y riesgo. Una vez definidos los fondos de inversión y sus características pasamos a la comparación entre gestión activa y gestión pasiva. Dentro de esta comparación trataremos tanto las características de cada gestión como su comparación de rentabilidades históricas con diferentes estudios relevantes como los de Jensen (1967), Malkiel (1995) y Carhart (1997). Finalmente analizamos el caso Vanguard, cuya gestora es pionera en ofrecer fondos de gestión pasiva. Dónde podremos observar el aumento de la cuota de mercado y ver similitudes con otras empresas donde predomina la filosofía de bajos costes.

2. TEORÍA DEL MERCADO EFICIENTE:

A continuación, expondré la teoría del mercado eficiente la cual permitirá entender por qué los inversores se decantan por una gestión pasiva o activa.

Fama publicó en 1970 "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". En este estudio se postula que los inversores valoran los activos por su valor intrínseco, en el sentido del precio de equilibrio. Por lo que

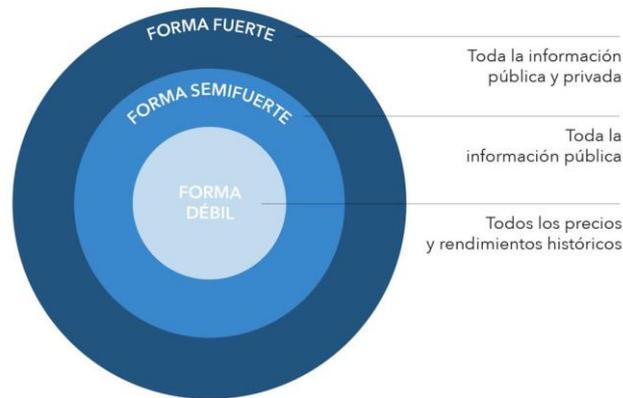
dicho valor intrínseco puede ser influido por nueva información que llegue al mercado y por consiguiente ser modificado.

Fama (1970) expone que un mercado de valores es eficiente cuando la competencia entre los inversores que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su valor intrínseco. Esto afirma que los precios de los títulos que se negocian en los mercados financieros eficientes reflejan toda la información que está disponible y ajustan rápidamente toda la información que se supone que es accesible y gratuita.

Partiendo de la hipótesis de que los activos muestran su valor intrínseco y están perfectamente valorados en ese instante los inversores obtendrán un rendimiento adecuado al riesgo asumido. Pero Aragonés y Mascareñas (1994) afirman que, si en un mercado eficiente se produjese una disparidad entre el precio de mercado de un título y su valor intrínseco, esta “ineficiencia temporal” produciría una rápida ganancia sólo a los inversores más “avisados”.

Fama (1965) realiza dos afirmaciones acerca de los precios de los activos: Los precios actuales cambiarán rápidamente para ajustarse al nuevo valor intrínseco derivado de la nueva información; y el tiempo que transcurre entre dos ajustes sucesivos de precios (o entre dos informaciones sucesivas) de un mismo título es una variable aleatoria independiente. Respecto a la eficiencia del mercado, Fama (1970) la dividió en tres niveles dónde correspondían cada uno a una hipótesis de eficiencia: Débil, semi-fuerte y fuerte. En la hipótesis débil partimos de la afirmación que cada título refleja totalmente la información contenida en la serie histórica de precios. Por lo tanto, los inversores no pueden obtener rentabilidades superiores estudiando dichas series (como podría ser con el análisis técnico analizando patrones de precio). Su segunda hipótesis es la hipótesis semi-fuerte. En este caso los precios reflejan completamente la información pasada y a mayores toda la información hecha pública acerca de la empresa o de su entorno. (estados contables, dividendos, noticias espontáneas...etc.). Esta hipótesis anula el análisis fundamental como herramienta para conseguir mayores retornos en las inversiones. Por último, en la hipótesis fuerte se parte de supuesto que los precios reflejan absolutamente toda la información ya sea pasada, pública o privada. Con lo cual, “batir al mercado” menos que sea por azar, será imposible (gráfico 1).

Gráfico 1. Hipótesis de eficiencia de mercado.



Fuente: www.ig.com

Aunque los mercados financieros parecen comportarse eficientemente, se han encontrado algunas anomalías repetidas, que al ser de gran magnitud y persistentes han sido estudiadas. Estas anomalías podrían ser aprovechadas por la gestión activa para conseguir rentabilidades superiores a la media. A continuación, pasaremos a analizarlas:

Una de las anomalías ampliamente estudiada es el efecto fin de semana. En la cual encontramos cómo la rentabilidad media diaria de un mercado bursátil no es la misma para todos los días de la semana, en concreto se observó como los lunes había retornos menores y los de los viernes significativamente mayores. French (1980) fue el primero en hablar sobre este efecto, pero acto seguido varios investigadores mostraron evidencias de este suceso e intentaron explicar las razones que había detrás. Keim y Stambaugh (1984) y Gibbons y Hess (1981) confirmaron que la rentabilidad de los mercados financieros era superior los viernes, pero inferior los lunes. Las razones se podrían encontrar en patrones de comercio de instituciones y particulares explicaba Maberly (1990).

Otra de las anomalías detectada es el efecto tamaño. Respecto al efecto tamaño, encontramos una anomalía en aquellas compañías que tienen una capitalización más baja ya que suelen producir mayores rendimientos que los indicados por el CAPM¹. Banz (1981) fue uno de los primeros en analizar dicha anomalía mostrando que el efecto tamaño tenía una gran significación estadística y una importante relevancia empírica llegando a ser, incluso, igual a la significación de la β ². Debido a que Banz compuso las carteras objeto del estudio de tal manera que todas tuviesen la misma β , estos resultados sugieren que el CAPM está mal especificado y que la ecuación del rendimiento debería contener un factor adicional que estuviera fuertemente correlacionado

¹ CAPM significa capital asset pricing mode que es el modelo de valoración de activos financieros.

² El coeficiente beta (β) de una acción mide el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción respecto a la rentabilidad promedio del mercado.

con la empresa. Diversos estudios han confirmado la presencia de dicho efecto tamaño, por ejemplo, Reinganum (1981, 1982), Roll (1981), Edmister (1983), etc. Estos estudios han descubierto que el riesgo de las empresas de menor tamaño estaba subestimado dado que los títulos de dichas compañías se negocian con una menor frecuencia que los de las grandes, es decir, se detectó la existencia de primas de liquidez. Por otro lado, Roll (1983) y, Blume y Stambaugh (1983) han demostrado que el método utilizado para formar las carteras en los estudios acerca de los mercados de valores sobreestima los rendimientos de las empresas de menor tamaño. Si se miden correctamente el riesgo y el rendimiento de las empresas de menor tamaño, el efecto tamaño disminuye en un 50%. Otra interpretación del efecto tamaño en el mes de enero es la que exponen Arbel y Strebel (1983). Suponen que las empresas de menor tamaño tienden a ser olvidadas por los operadores institucionales debido a que la información sobre tales compañías está menos disponible. Por esta razón, esta deficiencia en la información hace más arriesgado invertir en dichas empresas por lo que se exige un rendimiento esperado más alto. Arbel (1985) midió la deficiencia de la información utilizando el coeficiente de variación de los beneficios previstos por los analistas. El coeficiente de correlación entre el coeficiente de variación y el rendimiento total fue del 0,676 bastante alto y estadísticamente significativo. Amihud y Mendelson (1986 y 1991) opinan que los inversores exigirán una tasa de rendimiento superior por invertir en títulos menos líquidos que acarrear mayores costes de transacción. De hecho, los diferenciales entre los precios comprador y vendedor de dichos títulos pueden valer más de un 5% del precio de mercado de estos. En todo caso, esta teoría no explica por qué los rendimientos anormales de las pequeñas empresas se concentran en el mes de enero. Si bien es cierto que los costes de transacción sobre dichos títulos contrarrestarán cualquier oportunidad de obtener un beneficio anormal.

Autores como Keim (1983) combinan esta última anomalía del efecto tamaño con otra anomalía denominada efecto enero. En su artículo "Size-related anomalies and stock return seasonality" observa como en aquellas empresas de menor tamaño el efecto de esta anomalía es mayor dando lugar a diferencias más grandes entre los rendimientos de enero con respecto al resto de meses. En concreto, observa como durante los últimos días del mes de diciembre la cotización de las acciones tiende a bajar y en el periodo comprendido entre el último día de diciembre y los cinco primeros días de negociación del mes de enero las cotizaciones suben de forma extraordinaria. Una posible explicación a esta anomalía es una motivación de ahorro fiscal, donde los inversores venden aquellos títulos en pérdidas al final del año fiscal para obtener minusvalías y posteriormente recomprarlos al comienzo del año siguiente. Debido al gran volumen de inversores que realizarían esta práctica subiría la cotización de las acciones en cuestión.

Tras estudiar estas anomalías llegamos a la conclusión de que aquellos inversores que creen que los mercados financieros son eficientes realizarán una inversión pasiva, su mejor estimación de los precios futuros de los activos son los precios que se observan en el mercado hoy. Si bien es cierto, que toda

estrategia de inversión que inicialmente comience batiendo al mercado será rápidamente contrarrestada por el resto de los inversores debido a la fuerte competencia existente en el mercado. Sólo la consecución de una mejor información que el resto de los competidores (información privilegiada incluida) puede dar una ligera superioridad a la gestión de las carteras realizada por profesionales.

3. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

El interés de los individuos por invertir sus ahorros en los mercados financieros se puede materializar a través de los fondos de inversión. Para encontrar el origen de los fondos de inversión tenemos que remontarnos a finales del siglo XVIII donde surgió la primera instrucción de inversión colectiva.

El primer fondo de inversión - nació en las Provincias Unidas de los Países Bajos en el año 1774, el fundador de este fondo fue Van Ketwich, el cual pretendía que los pequeños inversores pudiesen diversificar sus activos en épocas de crisis como la que se vivió en los Países Bajos entre los años 1772 y 1773. El nombre de este fondo fue Eendragt Maakt Magt cuyo significado es: "La unión hace la fuerza." (Rouwenhorst, 2004)

Más tarde en Londres en 1868 surgió otro fondo de inversión, *Foreign and Colonial Government* el cual sirvió como inspiración a otros gestores para crear más fondos de inversión. (Rouwenhorst, 2004)

Por otro lado, en Estados Unidos durante la década del 1890 empiezan a surgir los primeros fondos de inversión colectiva. En este periodo el escocés Robert Fleming creó el primer fondo invirtiendo en bonos de ferrocarriles de EE. UU. Este fondo más tarde adquirió el nombre de *First Scottish American Investment Trust*.

La mayoría de los primeros fondos de inversión de EE. UU. eran fondos de renta fija, pero esto cambió en 1924 cuando Massachusetts Investors Trust se convirtió en el primer fondo de inversión estadounidense con capitalización abierta. La característica principal de la capitalización abierta es que permite la emisión continua y reembolso de acciones por parte de la sociedad de inversión a un precio proporcional al valor de la cartera de inversión subyacente. (Rouwenhorst, 2004)

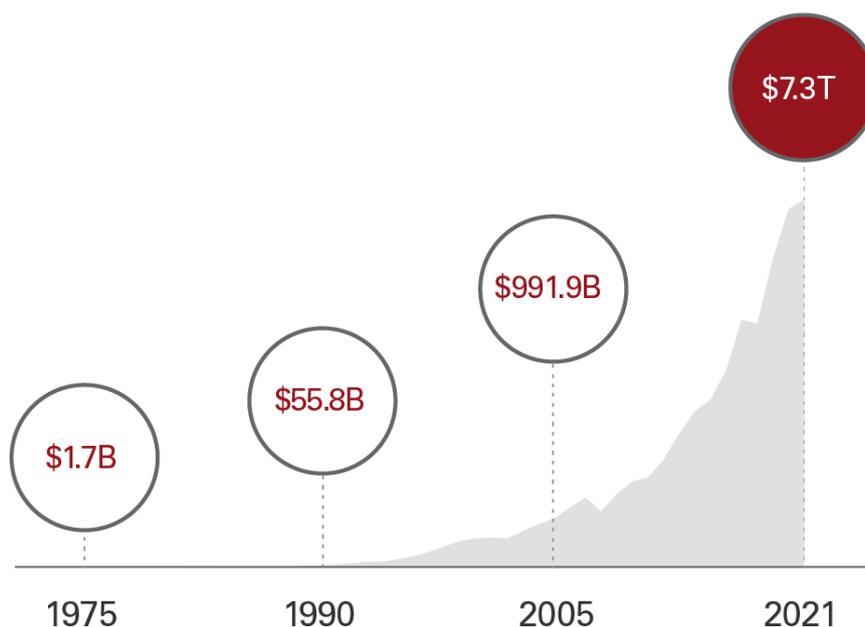
La capitalización abierta hoy en día es el modelo dominante para la organización de fondos de inversión, por lo que podemos afirmar que fue una importante innovación que perdura en el presente.

Por otro lado, el primer fondo de gestión pasiva fue The Vanguard Group, el cual fue fundado en 1975, por John C. Bogle. Este fondo de gestión pasiva o indexado facilitó las inversiones a pequeños inversores ofreciéndoles altas

rentabilidades a bajo coste. Vanguard actualmente gestiona 190 fondos en Estados Unidos y otros 220 instrumentos financieros adicionales en el exterior.

Pero el éxito de Vanguard llegó de forma paulatina, encontramos una relación directa entre los costes de gestión y el volumen de activo ya que según iba evolucionando su magnitud de activos bajo gestión (gráfico 2) podían reducir constantemente su índice de gastos de fondos promedio ponderado por activos del 0,68% en 1975 al 0,35% en 1990 (y finalmente al 0,09% en 2020). Como podemos observar en el gráfico 2, el crecimiento de activos bajo gestión de Vanguard fue lento, pero a partir del año 1990 empezó a experimentar un crecimiento exponencial donde pasó de gestionar 47020 millones de euros (55800 millones de dólares) a gestionar actualmente 6.15 billones de euro (7.3 billones de dólares).

Gráfico 2: Evolución de los activos bajo gestión de Vanguard.



*February 28, 2021

Fuente: www.vanguard.com

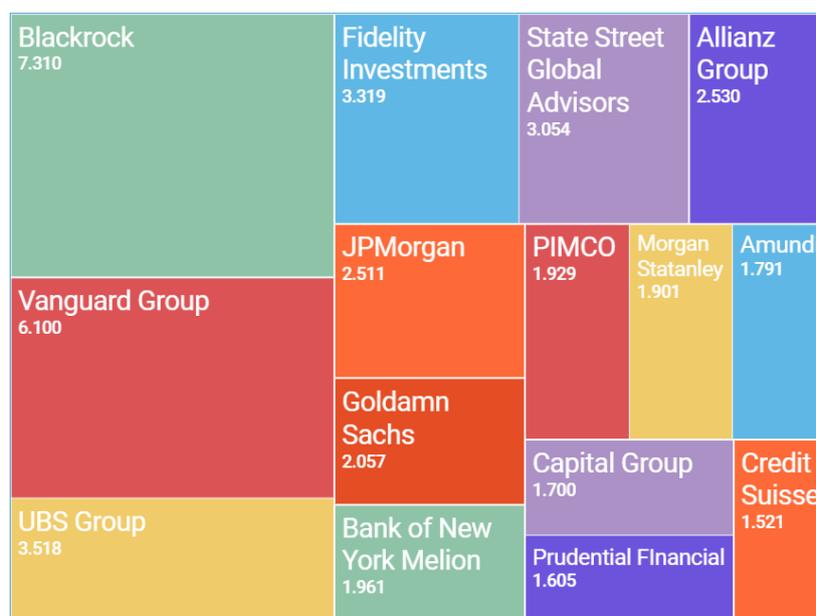
4. FONDOS DE INVERSIÓN. ESTRUCTURA DE LOS FONDOS Y SU GESTIÓN. COMISIONES, RENTABILIDAD, BENCHMARKS Y RIESGO

La CNMV clasifica a los fondos de Inversión como ICC (instituciones de inversión colectiva), los cuales constan de un patrimonio formado por diferentes aportaciones de un número variable de inversores, denominados partícipes. Este fondo lo crea una entidad denominada gestora que será la encargada de

invertir de forma conjunta esas aportaciones en diferentes activos financieros. De esta forma cada partícipe es propietario de una parte del patrimonio del fondo, en proporción al valor de sus aportaciones. Estos fondos de inversión estarán formados por carteras diversificadas de activos lo que permitirá reducir el riesgo al invertir y mejorar el rendimiento de las inversiones. (Markowitz, 1952). Markowitz en su artículo “Portofolio Selection” expone la importancia de tener en cuenta el riesgo a la par que la rentabilidad y demostró el efecto de dilución del riesgo que tenía la diversificación de activos.

Las principales gestoras por nivel de activos de gestión son las mostradas en el gráfico 3, donde podemos apreciar las 15 más grandes del mundo. De esas 15, 4 ofrecen fondos de gestión pasiva: Vanguard Group, Fidelity Investments, Amundi y Prudential Financial.

Gráfico 3: Mayores gestoras de activos (en miles de millones de dólares). Datos a 06/20/2020.



Fuente: www.advratings.com

Estas gestoras están expuestas a diferentes comisiones que según la CNMV se clasificarían en tres tipos: comisiones de gestión y depósito, que son aquellas que cobra la gestora y el depositario, respectivamente. Estas comisiones son implícitas, es decir, ya está deducidas del valor liquidativo ya que se cargan directamente al fondo de inversión. También hay comisiones de suscripción y reembolso, estas pueden ser a favor de la gestora o del propio fondo (descuento a favor del fondo). Son explícitas ya que se cargan al partícipe en el momento en el que se realiza la suscripción o el reembolso. Y por último también son comunes comisiones por cambiar la inversión de un

compartimiento a otro dentro del mismo fondo y vienen recogidos en el concepto de TER³ como gastos totales sobre el patrimonio del fondo. Estos gastos a parte de las comisiones de gestión y depósito, incluye las tasas de registro en la CNMV, los costes de servicios exteriores (auditoría), los gastos administrativos y los impuestos.

Con el objetivo de entender los fondos de inversión se explicarán a continuación las características más importantes de estos instrumentos financieros.

La rentabilidad será una de las características fundamental del análisis de los fondos y para ello tendremos que entender el concepto de valor liquidativo el cual es el precio al que el inversor paga las participaciones que adquiere del fondo de inversión que escoja. Este valor liquidativo oscilará según la evolución de los valores que componen el patrimonio. Para calcular el valor liquidativo diario se divide el patrimonio del fondo entre el número de participaciones en circulación.

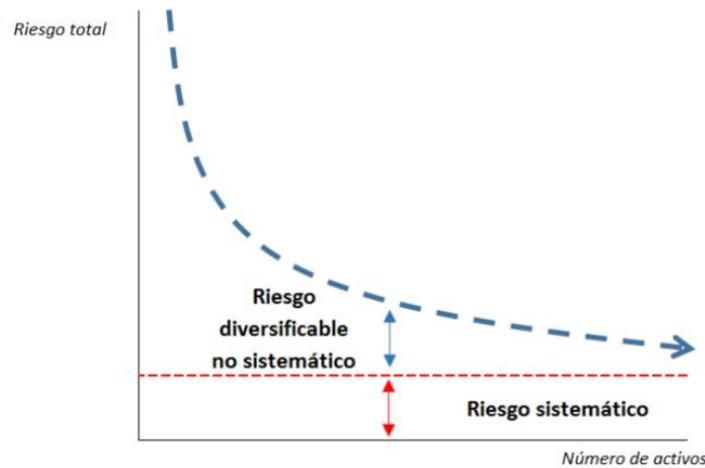
Por lo tanto, para calcular la rentabilidad de la inversión realizada por un individuo en el fondo se obtendrá con la variación del valor liquidativo entre la fecha de compra (suscripción) y la venta (reembolso). Se trata de la rentabilidad obtenida durante la permanencia en el fondo. Se hallará con la siguiente fórmula:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{valor liquidativo final} - \text{valor liquidativo inicial}}{\text{valor liquidativo inicial}} \times 100$$

Además de la rentabilidad, los fondos de inversión están expuestos a un riesgo. Esto da lugar a un binomio rentabilidad-riesgo, lo que mayores perspectivas de rentabilidad supondrá mayor riesgo. Para tratar la rentabilidad y el riesgo de las carteras Sharpe (1964) propuso el “modelo de mercado” que fue el resultado de un proceso de simplificación del modelo pionero de Markowitz. La idea de Sharpe responde a que no todo riesgo es diversificable y por lo tanto no se puede eliminar al completo. El riesgo lo divide en dos tipos (gráfico 4): sistemático o no diversificable y el específico o diversificable. El primero no se puede diversificar porque no depende del fondo de inversión, sino de otros factores macroeconómicos. Mientras que el riesgo específico podrá ser reducido o eliminado mediante diversificación al estar ligado al activo.

³ El TER es el ratio de gastos totales del fondo, medido a través del porcentaje que implican los gastos totales soportados por el fondo en relación con su patrimonio medio, desde el principio del año natural hasta la fecha.

Gráfico 4: Riesgo no sistemático y sistemático.



Fuente: Economipedia

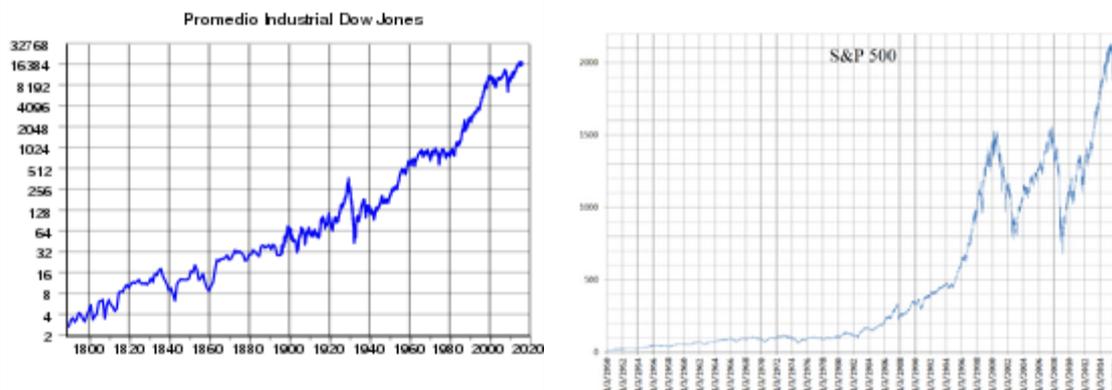
Esta rentabilidad obtenida normalmente es comparada con uno o varios *benchmarks*, los cuales serán usados como puntos de referencia para medir el mayor o menor éxito en la gestión del fondo. Si la diferencia resulta ser positiva (exceso de rentabilidad) indica que la gestión ha sido buena. Mientras que una diferencia negativa, indica que el gestor no ha conseguido mejorar el resultado del mercado para activos equivalentes. Por ejemplo, un fondo de renta variable española se comparará contra el Ibex 35 (su benchmark), y un fondo de renta variable europea se medirá contra el Eurostoxx 50 (su benchmark). Algunos fondos más especializados se miden con otros índices o benchmarks más específicos, así un fondo de biotecnología se deberá medir con su índice de referencia, en este caso el FTSE Global Health, por ejemplo.

5. LOS ÍNDICES BURSÁTILES: CARTERAS DIVERSIFICADAS QUE SIRVEN DE REFERENCIA A LOS FONDOS DE INVERSIÓN

En 1884 surgió el primer índice bursátil que permitió compararlo con los resultados obtenidos por los fondos de inversión. Este primer índice fue *el Dow Jones Railroad Average* creado por Charles Henry Dow, el cual mide el desempeño de las 30 mayores sociedades anónimas que cotizan en el mercado bursátil de Estados Unidos. Mas adelante en el siglo XX se creó el S&P500 por la empresa Standard & Poor's que se componía de 233 empresas. En 1957 se añaden más compañías hasta llegar a 500 compañías. Este índice está compuesto en la actualidad por las 500 empresas con mayor capitalización de Estados

Unidos y dicho índice está ponderado según la capitalización de cada empresa (gráfico 5).

Gráfico 5: índice Dow Jones e Índice S&P500



Fuente: www.wikipedia.com

A nivel mundial también se han ido creando índices, en Europa podemos encontrar el Dow Jones EURO STOXX 50, representa las 50 empresas más grandes de Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y España. Cada país tiene su propio índice: en Alemania el DAX, en España el IBEX35, Francia el CAC 40...etc.

Hay otros índices como el Nikkei 225 que representa los 225 valores más líquidos que cotizan en la bolsa de Tokio, pero en este caso no se crea el índice ponderando por capitalización, sino que se crea según su precio.

También podemos encontrar los índices MSCI que pertenecen a la empresa MSCI inc., estos índices reflejan de forma representativa la evolución de los mercados más importantes del mundo. En la actualidad, se utilizan como referencia para muchos fondos para evaluar el rendimiento de la mayor parte de fondos de gestión activa. Entre ellos uno de los más importantes es el MSCI World (gráfico 6) que está creado para tener una imagen de los mercados financieros a nivel mundial, formado por más de 1500 empresas de 23 países desarrollados. El MSCI Emerging Markets refleja la nueva realidad de los mercados emergentes y está compuesto por 1100 empresas de 26 países emergentes en su gran mayoría mercado chino, coreano y taiwanés. Por último, encontraríamos el MSCI ACWI, es similar al MSCI World, aunque va un paso más allá. En su composición se incluyen no solo acciones de países desarrollados, sino también de economías emergentes. Es decir, es una mezcla entre el MSCI World y MSCI Emerging Markets (gráfico 7).

Gráfico 6: Índices MSCI

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (USD)
(APR 2006 – APR 2021)



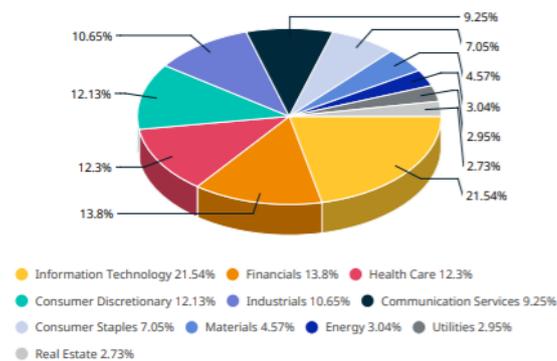
ANNUAL PERFORMANCE (%)

Year	MSCI World	MSCI Emerging Markets	MSCI ACWI
2020	16.50	18.69	16.82
2019	28.40	18.88	27.30
2018	-8.20	-14.24	-8.93
2017	23.07	37.75	24.62
2016	8.15	11.60	8.48
2015	-0.32	-14.60	-1.84
2014	5.50	-1.82	4.71
2013	27.37	-2.27	23.44
2012	16.54	18.63	16.80
2011	-5.02	-18.17	-6.86
2010	12.34	19.20	13.21
2009	30.79	79.02	35.41
2008	-40.33	-53.18	-41.85
2007	9.57	39.82	12.18

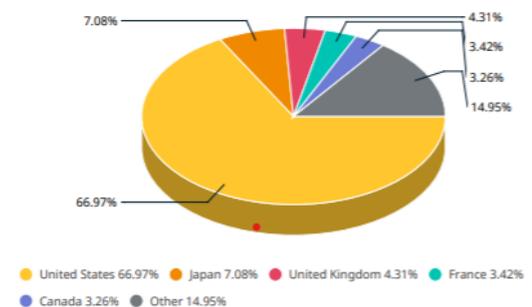
Fuente: MSCI Inc.

Gráfico 7: Índice MSCI World.

SECTOR WEIGHTS



COUNTRY WEIGHTS



Fuente: MSCI Inc.

Gracias a estos benchmarks podremos evaluar como de buena o mala ha sido la gestión de los fondos, para ello utilizaremos medidas de performance como la beta de un fondo que mide la variabilidad de la rentabilidad de dicho fondo en comparación con la variabilidad de la rentabilidad de su índice de referencia.

$$\beta \text{ beta} = \frac{\text{cov}(x,y)}{\sigma_y^2}$$

$\text{cov}(x,y) = \text{Covarianza}$

$\sigma_y^2 = \text{Varianza del índice de referencia}$

Podemos interpretar los valores de beta de la siguiente manera: si beta es igual a 1 el fondo de inversión se va a comportar igual que el índice de referencia, si la beta es mayor que 1 el fondo muestra una mayor variabilidad que el índice de referencia y por lo tanto su riesgo es mayor en relación a los movimientos del mercado, mientras que, si la beta es menor que 1 el fondo de inversión será menos volátil que el índice de referencia, por consiguiente, su riesgo será menor.

6. GESTIÓN ACTIVA VS GESTIÓN PASIVA

Vamos a analizar en que consiste la gestión activa y gestión pasiva de carteras de inversión y a continuación estudiaremos las ventajas y desventajas de cada estrategia.

6.1 GESTIÓN PASIVA

Mateu (2021) en su diccionario económico que publica el periódico Expansión se describe la gestión pasiva como un tipo de inversión donde se replica la composición y ponderación de los valores de un índice bursátil. De esta forma el fondo de inversión obtendrá la rentabilidad del mercado o índice de referencia, ya que se supone que los índices representan a un mercado. La filosofía que subyace en estos fondos es la hipótesis de que el mercado es eficiente, y según la cual nadie es capaz de superar o batir la rentabilidad obtenida por el mercado; por tanto, no es necesaria realizar una determinada gestión activa de la cartera de valores, sino que simplemente basta con representar al mercado por medio de un índice.

Ventajas y desventajas de la gestión pasiva:

En la inversión pasiva las comisiones y costes de transacción son menores que en la gestión activa, ya que en este escenario no se requiere gestores especializados ni analistas. En este sentido basta con que los programas automaticen el cálculo de los gastos que implica la inversión y adecúen los

activos de la cartera en función del comportamiento del índice. A la vez otra característica positiva que poseen es la transparencia, en relación con la teoría de los mercados eficientes de Fama (1970), toda la información que pueda influir en el mercado está disponible por consiguiente el inversor puede saber en cada momento la situación de su inversión con solo mirar el índice que marca la estrategia.

Pero también podemos encontrar desventajas en esta estrategia de inversión, por ejemplo, cuando nos enfrentamos a bajadas del índice el gestor no puede adoptar ninguna estrategia para que el fondo no sufra la caída también, ya que no pueden alterar la composición de su cartera. Esto puede crear rechazo en aquellos inversores que no quieran soportar una gran volatilidad en sus inversiones.

Como comentábamos anteriormente la cartera de inversión no se podrá modificar y esta adoptará todas las empresas del índice, aquellas compañías que tengan una capitalización mayor tendrán mayor peso en el fondo inversión indexado. Incluso compañías que tenga una proyección de futuro desfavorable no nos podremos deshacer de ellas ya que forman parte del índice. Por lo tanto, repercutirá en una sobre ponderación de activos en cartera, por consiguiente, no nos permitirá diversificar según el riesgo que evalúan los inversores asociados a cada valor. (Markowitz, 1952).

6.2 GESTION ACTIVA

Gestión activa se define como aquella administración de carteras que pretende conseguir un rendimiento superior al de los índices ya que se parte de la hipótesis que el mercado es ineficiente y gracias a un estudio del mercado podremos encontrar aquellos activos infravalorados y poder obtener mayor rentabilidad que el mercado.

En los fondos activos la sociedad gestora puede modificar la composición de la cartera, porcentajes invertidos en cada uno de los activos financieros, sectores y mercados. Para ello el gestor empleará diferentes estrategias las cuales se van a desarrollar posteriormente:

En primer lugar, el *asset allocation* consiste en elegir en qué activos se va a invertir para poder gestionar esta combinación en función de los objetivos previstos, dentro del periodo de tiempo y el riesgo que se está dispuesto a asumir. Cada activo tiene sus propias características en términos de rentabilidad y riesgo por este motivo la evolución resultará diferente para cada uno de ellos, ya que mientras está aumentando el valor de un activo, otro puede estar disminuyendo o permanecer constante. El *security selection* será el proceso posterior al *asset allocation* donde el gestor determinará en qué valores realizará la inversión concretamente, los gestores para calcular la rentabilidad

obtenida a través del *security selection* multiplican los pesos de los activos por la diferencia de rendimientos de cada clase de activos. Por otro lado, también se puede seleccionar activos mediante una adecuación temporal denominada *market timing*. Para esta toma de decisiones se puede usar tanto datos macroeconómicos como de análisis técnico. El gestor a través de estas herramientas podrá anticiparse a movimientos que se pueden producir en el mercado.

Brinson, Singer y Beebower (1991) explican que gran parte del exceso de rentabilidad (91,5%) de las carteras de inversión se debe a la asignación de activos (*asset allocation*). El resto del rendimiento viene dado por *el security selection* (5,6%) y por *el market timing* (1,8%).

En cuanto al binomio rentabilidad riesgo el gestor organizará su cartera de inversión en referencia a su rentabilidad y a la aversión al riesgo, lo que le conduce a diversificar su cartera entre varios activos. (Markowitz, 1952)

Los gestores de fondos por otro lado intentarán no desviarse de su Benchmark e incluso superarlo. Para ello tendrá que generar Alpha. Entendemos por Alpha el coeficiente que compara su rentabilidad con el índice de referencia o Benchmark. El exceso de rentabilidad del fondo respecto a la rentabilidad del índice de referencia (mercado) es el alfa de un fondo de inversión.

El coeficiente Alpha de Jensen (1969) se calcula restando el rendimiento promedio de la acción del rendimiento promedio del índice al que pertenece la acción en función de la volatilidad medida por la Beta durante el mismo período de estos dos factores. Un valor Alpha positivo de 1 significa que la tasa de retorno del fondo es un 1% más alta que la rentabilidad calculada por todo el mercado, y significa que el administrador y su equipo han agregado valor a la cartera con sus propias habilidades. Alfa -1 significa que el rendimiento del fondo es un 1% más bajo que el rendimiento del mercado, por lo que el rendimiento del administrador y de su equipo no es tan bueno como su índice de referencia

Los gestores para analizar los activos que van a incorporar a su cartera de gestión suelen usar dos métodos: análisis fundamental y análisis técnico:

En el análisis fundamental los analistas estudian factores como: la evolución de la economía y la evolución de la economía dentro de la empresa, con la finalidad de determinar el valor intrínseco de esta compañía. Se busca ese valor intrínseco de la empresa ya que sus decisiones de inversión estarán condicionadas por la relación que hay entre el precio de mercado y el valor intrínseco que calcule el analista.

Si el valor intrínseco es superior al precio de mercado la decisión será invertir, pero por el otro lado si el valor intrínseco es inferior al precio de mercado será desinvertir o no adquirir dicho activo.

Para estos procesos de análisis se incurre en dos metodologías que son el Top-Down y el Bottom-up.

En el Top-down se realiza un análisis que va desde los aspectos más generales hasta los más particulares. Iniciamos nuestro estudio partiendo de variables macroeconómicas descendiendo hacia variables más específicas que pertenecen a microeconomía. Mientras que el análisis Botton-up la metodología es al contrario que en el Top-down, ya que se busca empezar por los problemas más pequeños, que conjuntamente solucionarán problemas más grandes dentro de la empresa. Tras realizar nuestro estudio podremos encontrar aquellas empresas que tienen buenos fundamentales y están infravaloradas.

Por otro lado, existe el análisis técnico que, según la CNMV, es un método para el análisis bursátil destinado a facilitar la toma de decisiones. Este análisis se centra en cuándo invertir y se denomina *timing market*. A diferencia del análisis fundamental, no tiene en cuenta los datos internos de las compañías o los indicadores macroeconómicos generales. Este análisis puede subdividirse en dos categorías análisis de grafico o en sentido estricto. El primero analiza exclusivamente la información de los gráficos a través de figuras geométricas mientras que en el último emplea indicadores calculados en función de diferentes variables características del comportamiento de los valores analizados.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS

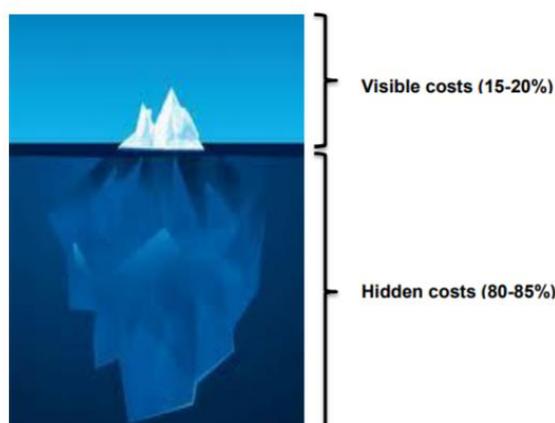
Cómo hemos comentado anteriormente los gestores aplicarán diferentes métodos de análisis para obtener la información necesaria y elegir en qué valores invertir. Estos gestores tendrán como objetivo batir a su índice de referencia y si no obtienen resultados positivos pueden modificar su estrategia de inversión, lo cual es una ventaja a favor frente a la gestión pasiva donde no se podía hacer modificaciones en su cartera que replicaba un índice. Para gestionar el riesgo los inversores podrán mediante un comportamiento racional escoger la combinación óptima de rentabilidad-riesgo en sus inversiones para alcanzar el equilibrio (Markowitz, 1952). Faber (2011) al analizar como los “cisnes negros” afectan a las rentabilidades afirma que los inversores pueden prepararse frente a estas anomalías y protegerse. A la conclusión que llega es que el “market timing” es posible y beneficioso para el inversor.

Por consiguiente, estos gestores tendrán la posibilidad de obtener mayores rentabilidades que el mercado. Diferentes estudios han demostrado que en ciertos intervalos de tiempo los gestores han obtenido mayor rentabilidad que el mercado. Así, Gruber (1996) realizó un estudio de diez años que demostraba resultados positivos. En el período comprendido entre 1984 y 1995, se evaluaron 270 fondos de inversión estadounidenses, donde los fondos gestionados activamente en conjunto tenían rendimientos más altos que el rendimiento del mercado, por otro lado, Carhart (1997) realizó otro estudio de

treinta años (1962-1993) evaluando más de 1800 fondos de inversión. Los resultados mostraron que el 10% batieron a su índice de referencia.

Otra gran desventaja que tienen los fondos de inversión activos son los elevados costes que se pueden dividir en dos tipos: costes visibles (explícitos) y costes ocultos (implícitos). Uno de los primeros estudios que calculó los costes ocultos es el de Keim y Madhavan (1998) los cuales llegaron a la conclusión que el comprador siempre asume muchos más costes que las gestoras de fondos. Por su parte, el Grupo Plexus (2005) proporcionó el porcentaje que correspondía a cada tipo de costes. Plexus mostró en forma de iceberg (gráfico 8) como los costes visibles (comisiones, impuestos, gastos de custodia y depósito) representaban el 18% de los gastos totales mientras el 82% restante pertenecía a los costes de demora, de exposición al mercado o costes de transacciones en fondos subyacentes (Blake, 2014).

Gráfico 8: Iceberg representativo de los datos ofrecidos por Plexus



www.institutoasteco.com

En cuanto a los costes de negociación y gestión, podemos observar cómo dichos costes pueden afectar de forma significativa a la rentabilidad de los fondos. En el estudio de Shukla (2004) se muestra como inversores activos pueden superar los índices pasivos, pero no lo logran después de comisiones debido a los costes, ya que aquellos fondos que consiguen un exceso de rentabilidad cobran comisiones más altas a sus accionistas. Los resultados del estudio sugieren que los beneficios de la gestión activa no van a parar a los accionistas de los fondos de inversión sino a sus gestores. (Shukla, 2004).

Y por último encontraríamos otra desventaja en la toma de decisiones del gestor de fondos de gestión activa, donde existe el riesgo de que este se equivoque en su análisis y pueda afectar de forma negativa al fondo.

Simon (1955) ha analizado el comportamiento de los agentes en el mercado (en este caso el gestor del fondo), donde determina al agente como un ser sin plena racionalidad, en el sentido económico. Este individuo por consiguiente comete errores gracias a la presencia de sesgos cognitivos y procesos heurísticos, también porque no dispone de toda la información que ofrece el mercado. De esto se deduce que el comportamiento del ser humano en contextos de toma de decisiones se basa en creencias, costumbres, sentimientos y demás sesgos cognitivos, lo cual hace que el agente modifique el análisis de toma de decisiones.

6.3 COMPARACIÓN HISTÓRICA DE RENTABILIDADES DE FONDOS ACTIVOS VS FONDOS PASIVOS.

La mayor parte de la literatura sugiere que la gestión activa muestra un rendimiento inferior en comparación con los fondos pasivos. Entre ellos podemos encontrar el que publicó Michael C, Jensen en el año 1967 en su artículo "The Performance Of Mutual Funds In The period 1945-1964" en cual mostró el desempeño de 115 fondos de inversión, los cuales en promedio no fueron capaces de predecir los precios de los valores lo suficientemente bien como para superar una estrategia "buy the market and hold policy". Por otro lado, afirma que hay muy poca evidencia de que un gestor de fondos activos pueda hacerlo significativamente mejor por mera casualidad. También es importante tener en cuenta que estas conclusiones son válidas incluso cuando calculamos los rendimientos de los fondos antes de costes de gestión. (Jensen,1967)

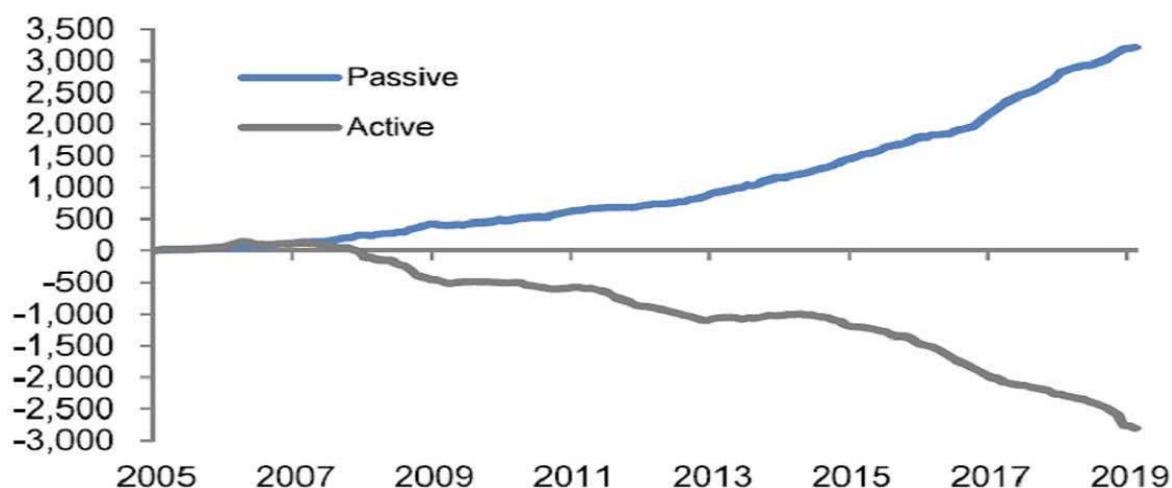
Otro estudio que comparaba el rendimiento de los fondos de gestión activa respecto del S&P500 y Wilshire 500 fue el que realizó Malkiel (1995) donde evaluó todos los fondos estadounidenses entre 1971 y 1991 lo que le permitió estudiar con mayor precisión el desempeño y el alcance del sesgo de supervivencia⁴. Se llegó a la conclusión que en promedio los fondos de gestión activa habían tenido rendimientos inferiores que los índices.

Carhart (1997) realizó un estudio de 30 años (1962-1993) examinando el comportamiento de más de 1800 fondos de inversión. Los resultados mostraron que sólo el primer decil de todos los fondos gestionados activamente obtenía rendimientos lo suficientemente altos para cubrir los costes de gestión. En defensa de la gestión activa, Grinblatt (1995) demostraron como aquellos gestores que usaban una estrategia "momentum", que consiste en comprar valores con elevados rendimientos a corto plazo y vender aquellos con peores resultados en el mismo periodo, obtuvieron mejores rentabilidades.

⁴ En las finanzas, el sesgo de supervivencia es la tendencia a excluir de los estudios de rendimiento a las compañías fracasadas porque ya no existen.

En adición, Lance (2017) indica que actualmente gran parte de los inversores optan por desarrollar una estrategia de inversión pasiva como consecuencia de los altos costes que caracteriza a la gestión activa, junto a los datos históricos de que el porcentaje de gestores activos que batan a su índice de referencia es significativamente bajo. En el gráfico siguiente se muestra la rotación de inversores activos hacia la inversión pasiva.

Gráfico 9. Flujos netos acumulados renta variable pasivos y activos globales. (en billones de dólares)



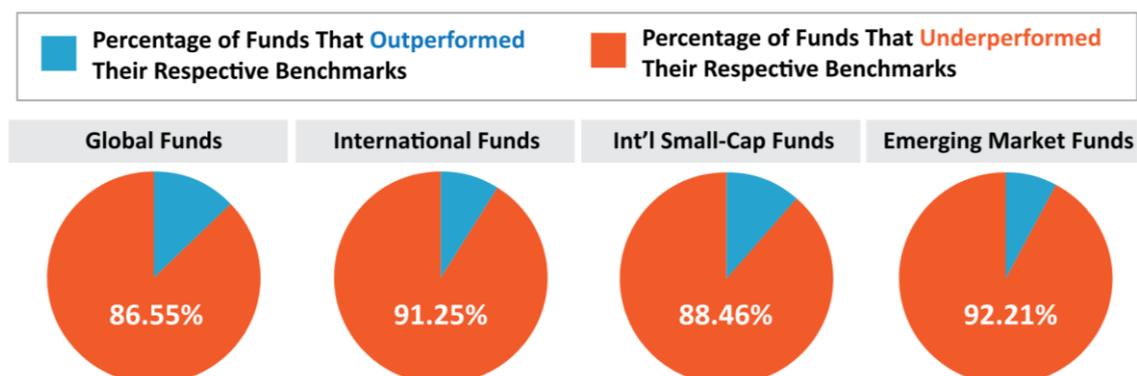
Fuente: J.P Morgan Quantitative and Derivatives Strategy, EPFR.

Por otra parte, se puede obtener más datos históricos para contribuir a este debate de gestión activa vs gestión pasiva, una de las plataformas a la que se puede acudir es SPIVA⁵ la cual prepara diferentes informes desde S&P Global donde recoge el desempeño de los fondos activos y los compara con el de su índice de referencia o benchmark.

El gráfico 10 muestra el porcentaje de fondos de acciones internacionales de renta variable que obtuvieron rentabilidades inferiores a su benchmark en un periodo de 20 años. (01/01/2001-12/31/2020). En este caso se desglosa en cuatro gráficos circulares. El primero de fondos globales, segundo de fondos internaciones sin contar estadounidenses, el tercero fondos de acciones de gran capitalización y el cuarto fondos que invierten en países emergentes. Volvemos a observar cómo en aquellos fondos de renta variable activos independientes de sus características hay una gran mayoría que no consiguen retornos mejores que su mercado de referencia.

⁵ S&P Index versus Active

Gráfico 10: Comparación del desempeño de la renta variable internacional. 20 años (01/01/2001 – 12/31/2020)



Fuente: S&P Global – Informes SPIVA

También S&P nos proporciona datos a nivel geográfico de aquellos fondos de renta variable que tuvieron un peor rendimiento que su benchmark en los últimos 1, 3 y 5 años. (Tabla 1)

Como podemos observar en la tabla 1, el número de fondos de renta variable activos que baten a su índice de referencia es muy bajo, pero además sacamos la conclusión de que cuanto más grande es el horizonte temporal más complicado se les hace a los gestores obtener mejores retornos que el mercado.

Tabla 1. Porcentaje de fondos de inversión que no baten a su índice de referencia.

	1 año	2 años	5 años
Estados Unidos	60.33%	69.71%	72.27%
Canadá	87.5%	91.07%	98.63%
México	69.39%	66%	80%
Europa	37.27%	59.76%	75.17%
Japón	54%	67.84%	69.53%
India	80.65%	88.14%	57.95%

Fuente: S&P Global - SPIVA

7. GESTIÓN PASIVA: EL CASO DE LOS FONDOS VANGUARD

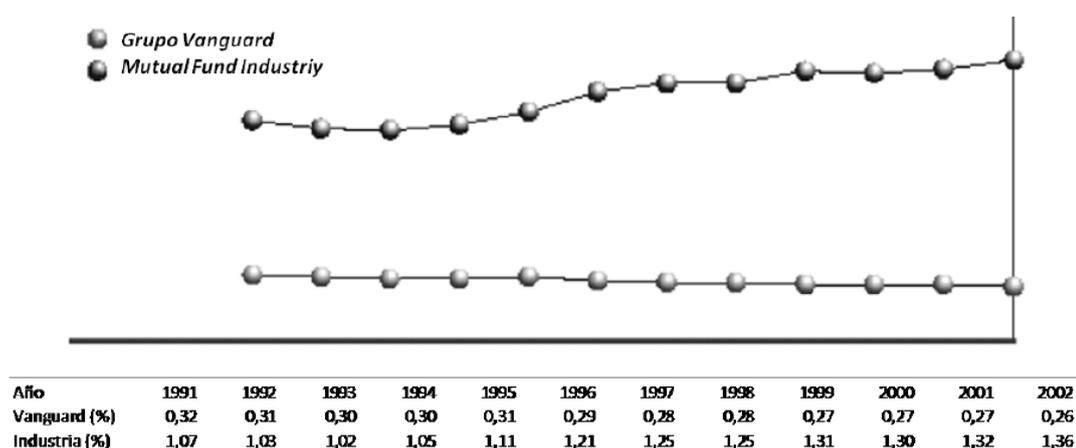
A continuación, en este apartado analizaremos la evolución de Vanguard mediante la filosofía que han seguido y como llegó a ser un caso de éxito. A la vez compararemos este modelo de negocio con la línea aérea low cost Ryanair.

Vanguard en la actualidad como hemos comentado anteriormente es la segunda gestora por nivel de activos bajo gestión a nivel mundial y para posicionarse en dicho lugar ha tenido que seguir un modelo de negocio disruptivo centrándose en sus clientes y en los costes.

Para contextualizar su evolución nos remontamos a 1975 cuando fue fundada. Vanguard empezó en 1975 a ofertar sus servicios a clientes interesados en fondos de inversión de bajo costo y a largo plazo. Los fondos Vanguard no tenían cargos⁶ y los compraban directamente los inversionistas. En 2002, los 118 fondos de inversión de Vanguard representaban el 10% de todos los activos en fondos en Estados Unidos (557.000 millones de dólares) y atraían 38.000 millones de dólares en flujos netos (Quelch y Knoop 2003).

Vanguard se vanagloriaba de tener la tasa de gastos más baja de la industria (definida como: los costes de operación como porcentaje del patrimonio neto medio). En 2002, los costes de Vanguard eran 0,26% para fondos de acciones y 0,17% para fondos en bonos, frente a los costes promedios de la industria de 1,36% y 1,11% respectivamente (véase gráfico 11).

Gráfico 11: Tasa de Gastos: Vanguard contra la industria.



Fuente: Comercialización en el Grupo Vanguard. (Quelch 2004)

⁶ Cargos se refiere a la tarifa adicional que cobran algunos fondos de inversión para pagar la promoción, distribución, gastos comerciales y algunas veces comisiones de intermediarios.

Mientras que, en 2003, durante un periodo de un año, el 58% de los fondos Vanguard de renta variable ofrecían retornos por encima del resto de fondos del mercado, en un periodo de diez años el porcentaje se incrementó a un 76% de los fondos Vanguard de renta variable que ofrecieron mejores retornos que su competencia, por lo que se calificaron sus productos como de gran calidad al menor coste posible. (Tabla 2.)

Tabla 2. Desempeño competitivo de los fondos Vanguard

Desempeño competitivo de los fondos Vanguard						
Periodos terminados el 31 de diciembre de 2002						
	<i>Un año</i>		<i>Cinco años</i>		<i>Diez años</i>	
	Porcentaje superado	Número de fondos competidores en categoría	Porcentaje superado	Número de fondos competidores en categoría	Porcentaje superado	Número de fondos competidores en categoría
Fondos de mercado de dinero	100	1196	100	841	100	465
Fondos de bonos	81	2321	96	1522	95	592
Fondos balanceados	80	908	90	546	100	138
Fondos de acciones	58	7624	64	3221	76	809

Fuente: Comercialización en el Grupo Vanguard. (Quelch 2004)

La marca Vanguard disfrutaba de una buena reputación la cual había forjado en un mercado cada vez más competitivo y de gran volumen, a pesar de tener un gasto extremadamente bajo en publicidad y no contar con un modelo de negocio de ventas a gran escala gastaba alrededor de 20 centavos por cada 10.000 dólares invertidos de nuevos clientes. (Quelch y Knoop, 2003).

Vanguard se refería a si misma como una “organización mutua de fondos mutuos”, lo que quería decir que era propiedad de sus clientes. El Grupo Vanguard era propiedad de Fondos Vanguard que a su vez era propiedad de los accionistas. Su director general Jhon J. Brennan lo explicaba “Tener a nuestros clientes/dueños como nuestro único punto de enfoque nos hace más eficaces, mas disciplinados y mas comprometidos de lo que otras instituciones financieras pueden ser”. (Quelch, Knoop 2003)

La compañía definió unos principios, que son los siguientes: “Administramos nuestros fondos con prudencia, con orientación de largo plazo y objetivos claramente definidos”. Donde podemos observar que su estrategia va a tener un horizonte largoplazista. “Nuestra meta es otorgar retornos sobre la inversión que exceden los de nuestros competidores en el largo plazo.” El objetivo último de los fondos Vanguard siempre va a ser que el cliente obtenga rentabilidad. “Proveemos información precisa y cándida a nuestros inversionistas y discutimos de manera preponderante los riesgos y costes de invertir, así como las recompensas” con esto deja claro lo importante que es para ellos ser transparentes tanto en los riesgos como en los costes que van a soportar sus clientes. “Evitamos la publicidad que se basa en rentabilidades pasadas, que pueda dar una mala guía a nuestros inversionistas” ya que rentabilidades pasadas no aseguran rentabilidades futuras es otra manera más de ser transparentes y

“sabemos que la complacencia es mortal e involucramos a toda nuestra tripulación en esfuerzos para continuamente mejorar lo que hacemos”. Por último, observamos como la experiencia de sus usuarios es algo primordial y se centraron en cubrir sus necesidades. Todos estos principios fueron clave para la prosperidad de la empresa, lo que les permitió escalar su número de clientes y forjar un modelo de negocio muy rentable.

Para Brennan el enfoque y disciplina eran muy importantes, explicaba: “Si vas a ser el proveedor de alto valor, debes aplicar disciplina. En siete años Vanguard eliminó 320 millones de dólares de los gastos anuales de accionistas y disminuyó su tasa de gastos en un 17%”. Como podemos observar uno de los focos principales del director general eran los costes lo cual habían identificado que era su reclamo para atraer inversionistas.

En 2003 Vanguard tenía alrededor de 4,7 millones de clientes y los dividía en grupos: clientes núcleo, con hasta 250.000 dólares bajo gestión los cuales tendían a llamar por servicios de asesoría y eran atendidos por llamadas de atención al cliente. Clientes Voyager, con un capital mayor de 250.000 hasta un millón de dólares los cuales eran atendidos por un grupo de 5 asesores y obtenían algunos descuentos a mayores. Y por último los Flagship los cuales poseían más de un millón bajo gestión y gozaban de privilegios como 20% en tarifas y servicios gratuitos de planificación financiera.

Una vez analizados sus clientes y la rentabilidad que le aportaba cada uno, se dieron cuenta que un cliente de alto coste sería, por ejemplo, alguien que llamaba tres veces al año y tenía solo 1.000 dólares con Vanguard. Pero aquel cliente con baja actividad (que raramente llamaba) era un cliente de bajo coste, lo cual en contraste era más rentable. Los clientes que dependían de esta asesoría se correspondían con el 25% de clientes del grupo con menos de un millón bajo gestión y un 90% de los clientes que pertenecían a la categoría de más de un millón de dólares. Jim Norris, el responsable de las operaciones de Vanguard fuera de Estados Unidos, explicaba que “jugaban bien en todos los segmentos, pero que su gran crecimiento venía de la mano de inversores independientes. En los clientes con menos de 1.000.000 bajo gestión estaba su mercado rentable, el cual lo lideraba junto Fidelity y American Funds”. (Quelch y Knoop, 2003).

Actualmente, según datos obtenidos de la web de Vanguard Group la compañía opera con más de 30 millones de clientes y tienes más de 7000 millones de dólares (5927 millones de euros) bajo gestión, esta gran evolución tiene explicación en su filosofía empresarial en la cual predomina que el cliente es lo primero, bajos costes y humildad.

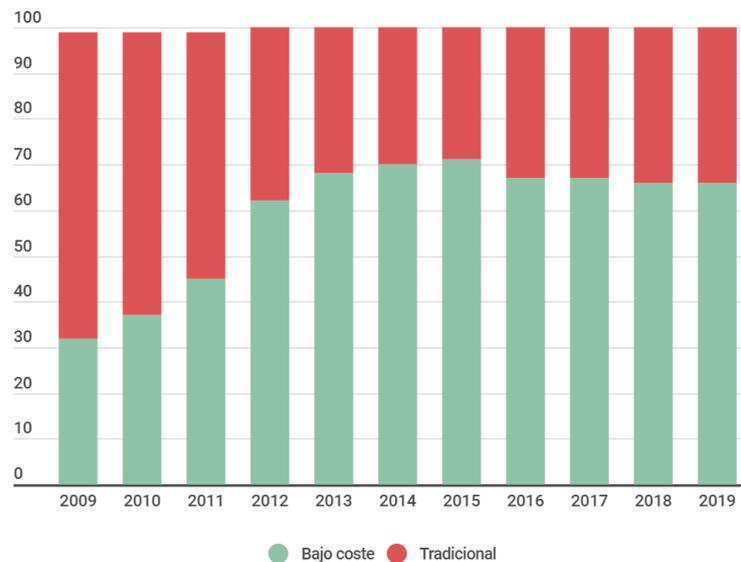
Esta filosofía de bajos costes también se puede encontrar en el sector de las aerolíneas low cost, por ejemplo, en Ryanair liderada por su CEO O’Leary han diseñado un proceso de optimización de gastos exhaustivo hasta el punto de controlar el número de refresco, sándwiches y bolsas de frutos secos para no generar sobrecostes a la compañía. Esta estrategia de bajo coste captó un nuevo segmento de mercado de pasajeros. Además, se ha hecho dueña de

una gran parte de la cuota de mercado gracias a su capacidad de optimización de costes, aventajando en número de pasajeros y de ingresos a la competencia.

A continuación analizaremos la evolución de las cuotas de mercado tanto de los fondos de bajo coste (gestión pasiva) y las aerolíneas de bajo coste.

Respecto a las compañías aéreas podemos observar como en el intervalo de tiempo 2009-2019 las aerolíneas low cost han ido aumentando su cuota de mercado hasta ser las predominantes en la actualidad. Hasta el año 2013 la cuota de mercado de las compañías low cost aumentaba año tras año, pero en dicho año se llegó a un equilibrio en el mercado. (Gráfico 12)

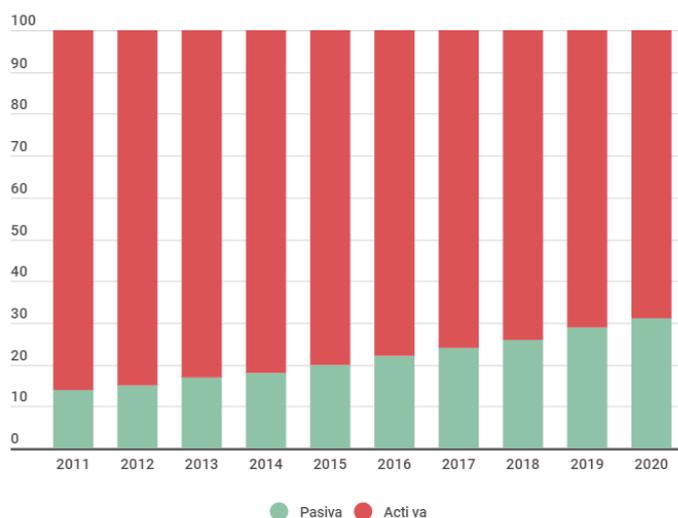
Gráfico 12. Cuota de mercado aerolíneas de bajo coste.



Fuente: www.farodevigo.es

Por otro lado, respecto a los fondos de inversión activos y pasivos, la cuota de mercado de los fondos activos es bastante superior a la de los fondos pasivos, pero la tendencia de los fondos pasivos mantiene un crecimiento anual ganando cada vez más terreno en el mercado. (Gráfico 13)

Gráfico 13. Cuota de mercado de fondos activos y pasivos en todo el mundo de 2011 a 2020



Fuente: www.statista.com

Tras observar estos datos podemos realizar un símil entre los fondos Vanguard y Ryanair ya que ambos llevan en su ADN la filosofía low cost. Mientras el vehículo que usa Vanguard son los fondos indexados con costes inferiores a su competencia, Ryanair ofrece viajar en avión con billetes a precios muy competitivos. Ambas compañías cubren las necesidades de sus clientes con el menor coste posible ayudándoles a llegar a su destino final, por un lado, Vanguard rentabilidad low cost y Ryanair transporte low cost.

8. CONCLUSIÓN

El objetivo de este trabajo ha sido estudiar por qué los inversores se decantan por una inversión pasiva o activa y a su vez llegar a la conclusión de que estrategia sería más apropiada. Tras analizar las teorías de mercado eficiente llegamos a la conclusión de que aquellos inversores que entiendan que el mercado no es eficiente intentarán batirlo, pero aquellos que creen que es eficiente usaran una estrategia en la que se indexen a un índice de referencia. A su vez estas estrategias poseen una serie de ventajas y desventajas que según el perfil inversor pueden también condicionar a la hora de elegir una de las dos estrategias.

Respecto a que estrategia sería más apropiada, dando por hecho que sería aquella que obtenga igual o mayor rentabilidad que su mercado de referencia, la literatura nos muestra cómo la mayoría de los fondos de gestión activa no han sido capaces de hacerlo mejor que la media del mercado de forma

sistemática. Los fondos activos se enfrentan a costes superiores que los de gestión pasiva, estos costes también influyen reduciendo la rentabilidad del fondo. Por consiguiente, aunque un grupo de fondos activos consigan mayores rentabilidades que su índice de referencia, antes de costes, la rentabilidad neta final que le llega al partícipe es menor que la del mercado. En conclusión, la gestión pasiva sería una buena opción de inversión a largo plazo en la que buscamos tener rentabilidades muy cercanas a las que ofrece el índice de referencia que trata de replicar el fondo sin arriesgaros a elegir un gestor el cual no sea capaz de hacerlo mejor que el mercado. Por otro lado, también llegamos a la conclusión de que los costes es un factor muy determinante que puede perjudicar de forma significativa al cliente. Aquellas empresas que mantienen una política de bajos costes pueden tener una ventaja competitiva frente a su competencia.

BIBLIOGRAFÍA.

- AMIHUD, Y. y MENDELSON, H. (1986): "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread". *Journal of Financial Economics*, 17, Págs: 223-250
- Aragonés, J. R. y Mascareñas, J. (1994): "La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital". *Análisis Financiero*. Nº 64. Págs.: 74-89
- BANZ, R. W. (1981): "The Relationship between Return and Market Value of Common Stock", *Journal of Financial Economics*, 9, Págs:3-18
- Bogle, John C. (2007): *Little Book Of Common Sense Investing*. Editorial: John Wiley & Sons, Inc., Nueva York.
- Faber, M, (2011). "Where the Black Swans Hide & the 10 Best Days Myth," *Cambria – Quantitative Research Monthly*, 4, Págs: 6-16
- Fahling, E. J., Steurer, E., & Sauer, S. (2019). Active vs. Passive Funds—An Empirical Analysis of the German Equity Market. *Journal of Financial Risk Management*, 8, Págs: 73-91.
- FAMA, E.F. (1965): "The Behavior of Stock Market Prices". *Journal of Business*, 38, Págs.: 55-59
- FAMA, E.F. (1970): "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work.". *The Journal of Finance* 25, Nº2, Págs: 382-382
- FRENCH, K. (1980): "Stock Returns and the Weekend Effect". *Journal of Financial*, 8. Págs: 55-70.
- Funds People. Isaac Tabor. César Molinas (2020) inversión activa e inversión pasiva: su coexistencia en la gestión de carteras. Disponible: <https://fundspeople.com/es/glosario/inversion-activa-e-inversion-pasiva-su-coexistencia-en-la-gestion-de-carteras/> Consulta: 11/02/2021
- GIBBONS, M. y HESS, P. (1981): "Day of the Week Effects and Asset Returns". *Journal of Business*, 54(4), Págs: 578-596
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1989). Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings. *The Journal of Business*, 62, Págs: 393-416.
- Jensen, M. C. (1968). *The performance of mutual fund in the period 1945-1964*. *The Journal Of Finance*. Nº 23, Págs 389-416
- Jensen. (1969) Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolios. *Journal of Business*, 42, Págs: 167-247
- Jeremy Siegel (1994) *Stocks for the Long Run*, Editorial: McGraw-Hill Education, New York.

Keim, D 1983 "Size-related Anomalies and Stock Return Seasonality" Journal of Financial Economics, 12, Págs: 13-32

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. The journal of finance. 7. Págs: 77-91.

Quelch, John A., and Carin-Isabel Knoop. (2003) "Marketing at The Vanguard Group." Harvard Business School Case 504-001,

REINGANUM, M. (1981): "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Values". Journal of Financial Economics 9, Págs: 19-46

REINGANUM, M. (1982): "A Direct Test of Roll's Conjecture on the Firm Size Effect". Journal of Finance 37 nº1, Págs 27-37

Rouwenhorst, K. Geert, (2004): *The Origins of Mutual Funds*. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=636146>.

Sharpe W. F (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. The journal of finance, 19 (3), Págs: 425-442. Disponible en: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

Shukla, R. (2004). The Value of Active Portfolio Management. Journal of Economics and Business, 56, Págs: 331-346. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2004.01.002>

Simon, H. (1955). A behavioural model of rational choice. The Quarterly Journal of Economics, 69, Págs: 99-118.

Web CNMV. Comisiones de los fondos. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/inversor/Fondos-Comisiones.aspx>

Web CNMV. Fondos de Inversión Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Fondos-Inversion.aspx>

Web Expansión. Diccionario económico: Fondo de gestión activa. Disponible en: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/fondo-de-gestion-activa.html>

Web Expansión. José Luis Mateu Gordon Diccionario económico. Gestión pasiva. Disponible en : <https://www.expansion.com/diccionario-economico/fondo-de-gestion-pasiva.html> Consulta: 16/06/2021

Web Expansión. Nicolás López (2013). Mercados eficientes y "animal spirits" Disponible: <https://www.expansion.com/blogs/el-inversor-consciente/2013/10/15/mercados-eficientes-y-animal-spirits.html>

Web Investopedia. Richard Best (2019). Asset allocation vs security selction. Disponible en: <https://www.investopedia.com/articles/financial-analysis/090316/asset-allocation-vs-security-selection-main-differences.asp>

Web MSCI. MSCI WORLD Disponible en: <https://www.msci.com/www/fact-sheet/msci-world-index/05830501>

Web Rankia. Analisis top down y bottom up. Disponible en:
<https://www.rankia.com/blog/analisis-ipsa/3617599-analisis-top-down-bottom-up-metodologia-ejemplos>

Web Rankia. Principios básicos del análisis fundamental. Disponible en:
<https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/2325458-principios-basicos-analisis-fundamental>

Web Vanguard. A remarkable history. Disponible en:
<https://about.vanguard.com/who-we-are/a-remarkable-history/#>

Web Wikipedia. Dow Jones Disponible:
https://es.wikipedia.org/wiki/Promedio_Industrial_Dow_Jones#:~:text=El%20debut%20del%20%C3%ADndice%20ocurri%C3%B3,la%20cantidad%20de%20acciones%20existentes

Web Wikipedia. The Vanguard Group. Disponible en:
https://es.wikipedia.org/wiki/The_Vanguard_Group