

LA COLUMNA DE...



TOMÁS SÁNCHEZ V.
SOCIO, VALORIZA

La paradoja del mercado: ¿quién ponen el precio cuando nadie lo mira?

Los ETF han pasado de ser un vehículo de inversión nicho a un masificado con US\$ 15 mil millones en activos, aumentando 13% solo en 2024. Hoy, en EEUU más de la mitad de los activos en fondos de renta variable está en estrategias que replican índices y el saldo neto aumenta día a día. La tendencia se explica por bajos costos, eficiencia fiscal y resultados que, en promedio, superan en la mayoría de los casos a los fondos activos. Sin embargo, la victoria numérica de la gestión pasiva plantea un dilema: si cada vez hay menos profesionales analizando compañías y asignando capital de forma selectiva, ¿quién está poniendo precio a los riesgos endógenos -o premiando la buena gestión- de cada empresa?

Cuando un inversor compra un índice del S&P 500, el gestor no decide si Nvidia vale más o menos que Pfizer; simplemente, compra ambas en proporción a su peso. El

precio se mueve por flujo, no por juicio. A escala, ese comportamiento se traduce en que el mercado reacciona menos a los riesgos inherentes de cada empresa dado que el comprador pasivo es más inelástico (Morck, 2023). Así, los títulos con alta propiedad vía ETF exhiben hasta 25% más volatilidad intradía que sus comparables (Mousaw, 2017) y, a su vez, cuanto mayor es la tenencia pasiva, menor es la capacidad de la acción para anticipar sorpresas de resultados (Sammon, 2018). En otras palabras, en las compañías en las que se invierte más a través de mecanismos pasivos, se debilita su asignación de precios.

Por otro lado, un análisis de Goldman Sachs encuentra que las correlaciones entre acciones han caído -no subido- sugiriendo que los fundamentales siguen explicando la mayor parte de la variación. Además,

“Cuando la tarea de juzgar estrategia, gobierno corporativo y asignación de capital recae sobre un número menguante de analistas, la responsabilidad de arbitrar el valor implícito y el fair market value se ha encarecido en esfuerzo analítico”.

un estudio reciente ha demostrado cómo los mercados han aumentado su eficiencia macro, debido al incremento de inversiones pasivas (Clare, 2025).

Al debate abierto, falta sumar las implicancias en los gobiernos corporativos cuando pocos jugadores concentran hasta 25% de las grandes corporaciones. A su vez, la creciente presencia de algoritmos

quienes deciden en base a patrones, pero no fundamentales, ES otro pelo en esta sopa.

Para quienes valorizamos empresas el mensaje es claro: el precio de pantalla es un punto de partida cada vez menos certero sobre el valor económico. Validar múltiplos exige comparar con transacciones privadas, flujos descontados y métricas operativas, para genuinamente identificar la capacidad de generación de caja de una empresa, y, por ende, de crear valor. Esta es la base de cada múltiplo, ya que este no puede usarse como un input en sí mismo.

El mercado sigue siendo un gran agregador de información, pero la pasividad de la inversión ha diluido su mirada cualitativa. Cuando la tarea de juzgar estrategia, gobierno corporativo y asignación de capital recae sobre un número menguante de analistas, la responsabilidad de arbitrar el valor

implícito y el fair market value se ha encarecido en términos de esfuerzo analítico.

Quienes creemos en el mercado, necesitamos mantenernos vigilantes y activos para que siga cumpliendo su rol. No hay que confiarse, sino que escudriñarlo y cuestionarlo para asegurar que siga distribuyendo recursos en forma eficiente gracias a una correcta asignación de precios.