



Doble Grado E2 + Business Analytics

TRABAJO DE FIN DE GRADO

**La infravaloración estructural de los mercados asiáticos en los índices globales:
causas, evidencia empírica e implicaciones para la gestión de carteras en un
entorno multipolar**

Autor: Benigno Méndez Mateo

Director: Riccardo Ciacci

Curso 2025–2026

RESUMEN

Este trabajo analiza la infravaloración estructural de los mercados asiáticos en los índices de renta variable global, una paradoja por la que la región que representa el 45% del PIB mundial en términos de paridad de poder adquisitivo acumula apenas el 14% de ponderación en el MSCI ACWI. Mediante una combinación de análisis cualitativo e investigación empírica cuantitativa, el trabajo identifica y jerarquiza las causas estructurales de esta brecha (barreras regulatorias, restricciones de acceso, prima de riesgo geopolítico, riesgo de convertibilidad e inercia sistémica), examina la evidencia histórica de rentabilidad y correlaciones de los principales mercados asiáticos, y evalúa las implicaciones para la construcción de carteras en el entorno multipolar actual. Los resultados sugieren que la infravaloración de Asia constituye uno de los sesgos estructurales más significativos del sistema de indexación global, con implicaciones directas sobre la eficiencia de las carteras referenciadas a índices estándar.

Palabras clave: infravaloración estructural, mercados asiáticos, índices globales, MSCI ACWI, gestión de carteras, sesgo doméstico, entorno multipolar, mercados emergentes, free-float, China, India, frontera eficiente, ratio de Sharpe, diversificación de carteras, accesibilidad de mercado

ABSTRACT

This paper analyses the structural undervaluation of Asian markets in global equity indices, a paradox whereby the region representing 45% of world GDP in purchasing power parity terms accounts for barely 14% of the MSCI ACWI weighting. Combining qualitative analysis and quantitative empirical research, the study identifies and ranks the structural causes of this gap (regulatory barriers, access restrictions, geopolitical risk premium, convertibility risk and systemic inertia), examines the historical evidence on returns and correlations of the main Asian markets, and evaluates the implications for portfolio construction in the current multipolar environment. Results suggest that Asia's undervaluation represents one of the most significant structural biases in the global indexation system, with direct implications for the efficiency of portfolios benchmarked to standard indices.

INDICE

I. Introducción	5
1.1 Motivación y justificación del tema	5
1.2 Pregunta de investigación y objetivos	6
1.3 Metodología y fuentes	7
1.4 Estructura del trabajo.....	7
II. Marco teórico: los índices de renta variable global.....	8
2.1 Qué es un índice bursátil: función, construcción y metodología.....	8
2.2 Los principales índices globales: MSCI World, MSCI ACWI y FTSE All-World.	9
2.3 Criterios de clasificación: Developed Markets, Emerging Markets y Frontier Markets	12
2.4 La ponderación por capitalización bursátil ajustada al free-float: lógica y limitaciones.....	14
2.5 Home bias en la gestión pasiva y activa	15
III. La infravaloración estructural de Asia en los índices globales	17
3.1 El gigante invisible: el peso real de Asia en la economía mundial.....	17
3.2 Causas estructurales de la infravaloración.....	18
3.3 El caso específico de China: de mercado frontera a inclusión parcial en el MSCI	21
IV. Evidencia empírica: rentabilidad, riesgo y correlaciones	24
4.1 Metodología del análisis empírico.....	24
4.2 Rentabilidad histórica ajustada al riesgo de los mercados asiáticos.....	26
4.3 Comparativa con las ponderaciones implícitas del MSCI World.....	28
4.4 Análisis de correlaciones con el equity occidental	32
4.5 Construcción de fronteras eficientes: cartera estándar vs. cartera con corrección asiática	35
4.6 Backtesting: rentabilidad histórica de una cartera que corrige el sesgo frente al índice de referencia.....	37
V. Implicaciones para la gestión de carteras en un entorno multipolar	38
5.1 El entorno multipolar como marco de referencia: fragmentación geopolítica y reconfiguración del orden financiero.....	38
5.2 Estrategias de reequilibrio activo frente a los índices: overweight Asia	40

5.3 Vehículos de acceso eficiente	41
5.4 Gestión del riesgo geopolítico: diversificación intraregional.....	42
5.5 Implicaciones para distintos perfiles de inversor: institucional, family office y particular.....	43
VI. Conclusiones	44
6.1 Síntesis de los principales hallazgos.....	44
6.2 Respuesta a la pregunta de investigación	45
6.3 Limitaciones del trabajo	45
6.4 Líneas de investigación futura.....	46
Bibliografía.....	47

1. Introducción

1.1 Motivación y justificación del tema

El sistema financiero internacional descansa, en buena medida, sobre una arquitectura de índices de renta variable que pretende representar la economía global. Los gestores de fondos, los inversores institucionales y los particulares utilizan estos índices (principalmente el MSCI World y el MSCI All Country World Index) como referencia para construir carteras, evaluar el rendimiento de sus inversiones y tomar decisiones de asignación de activos. Sin embargo, existe una paradoja estructural en el corazón de esta arquitectura que ha recibido una atención académica insuficiente: la región que más ha contribuido al crecimiento económico mundial durante el último medio siglo está sistemáticamente infrarrepresentada en los índices que supuestamente capturan ese crecimiento.

Asia representa, en términos de paridad de poder adquisitivo, aproximadamente el 45% del PIB mundial en 2024, con China aportando en torno al 18-19% por sí sola (FMI, 2024). India, la tercera economía del mundo en términos de PPP, contribuye con otro 8% adicional. El sudeste asiático (Indonesia, Vietnam, Tailandia, Malasia, Filipinas) suma un porcentaje adicional relevante y creciente. Y sin embargo, el MSCI World, el índice más utilizado como referencia por los fondos de inversión globales, asigna a China una ponderación inferior al 4% en su variante más amplia (el MSCI ACWI) y directamente nula en su versión estándar, que excluye los mercados emergentes por completo. India, con una economía cinco veces mayor que la de España en términos de PPP, apenas alcanza el 1,7% en el MSCI ACWI (MSCI, 2024).

Esta discrepancia no es accidental ni pasajera. Es el resultado de una combinación de factores estructurales que este trabajo analizará en profundidad: barreras regulatorias históricas, controles de capital, estándares de acceso para inversores extranjeros, primas de riesgo geopolítico percibido y, en no menor medida, una inercia metodológica construida sobre décadas de dominancia anglosajona en la industria de gestión de activos. Como señalan Bekaert y Harvey (2003) en su análisis seminal sobre la integración de los mercados emergentes, las restricciones al acceso de capital extranjero generan una segmentación del mercado que se traduce en valoraciones sistemáticamente alejadas de las que resultarían de mercados plenamente integrados. Esta segmentación tiene consecuencias directas sobre la eficiencia de las carteras globales.

La relevancia del tema se ha intensificado notablemente en el contexto geopolítico y macroeconómico de los últimos años. La aceleración de la fragmentación del orden internacional a partir de 2022 (con la guerra en Ucrania, la profundización de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y la revisión generalizada de las cadenas de suministro globales) ha puesto de manifiesto que el mundo se adentra en lo que numerosos analistas denominan un entorno multipolar: un sistema en el que la hegemonía económica y financiera de Estados Unidos coexiste, con creciente tensión, con la emergencia de centros de poder alternativos, especialmente en Asia (Dalio, 2021). En este nuevo entorno, construir carteras de inversión ancladas en índices diseñados para el mundo unipolar de 1990-2020 supone asumir un sesgo estructural que puede tener implicaciones significativas sobre la rentabilidad y la diversificación a largo plazo.

El interés por esta problemática surge también de la observación de que la literatura académica ha abordado la cuestión de los sesgos en los índices globales principalmente desde la perspectiva del home bias (la tendencia de los inversores a sobreponderar activos domésticos) pero ha prestado menos atención al sesgo inverso: la infraponderación sistemática de mercados extranjeros de gran tamaño y dinamismo, no por decisión activa del inversor, sino por diseño implícito del propio índice de referencia. Este trabajo pretende contribuir a cubrir esa laguna, analizando el fenómeno de forma sistemática, con evidencia empírica y con implicaciones prácticas para la gestión de carteras.

1.2 Pregunta de investigación y objetivos

La pregunta de investigación que articula este trabajo es la siguiente:

¿Cuáles son las causas estructurales de la infravaloración de los mercados asiáticos en los índices de renta variable global, qué evidencia empírica la sustenta y qué implicaciones tiene para la gestión de carteras en un entorno multipolar?

Esta pregunta central se descompone en tres objetivos específicos que guían la estructura del trabajo.

El primero es de carácter analítico-descriptivo: identificar y jerarquizar los factores que explican la brecha entre el peso económico real de Asia y su representación en los principales índices globales, prestando especial atención al caso de China, India y el sudeste asiático. El segundo objetivo es de carácter empírico: examinar la evidencia histórica de rentabilidad, riesgo y correlaciones de los mercados asiáticos, y evaluar

cuantitativamente el impacto que su infraponderación tiene sobre las propiedades de eficiencia de las carteras de inversión pasiva referenciadas a índices globales. El tercer objetivo es de carácter aplicado: derivar implicaciones prácticas para la construcción y gestión de carteras en el contexto del entorno multipolar actual, identificando estrategias, instrumentos y consideraciones de riesgo relevantes para distintos perfiles de inversor.

El enfoque adoptado es predominantemente deductivo: partiendo del marco teórico sobre construcción de índices y eficiencia de carteras, se contrastan hipótesis concretas con datos históricos. Complementariamente, se incorpora un análisis cualitativo de los factores institucionales y regulatorios que no son directamente cuantificables pero resultan determinantes para explicar el fenómeno estudiado.

1.3 Metodología y fuentes

Este trabajo combina dos enfoques complementarios. Por un lado, un análisis cualitativo del marco institucional y regulatorio que explica la infravaloración estructural de Asia en los índices globales, basado en revisión de literatura académica y documentos institucionales. Por otro, un análisis cuantitativo que examina series históricas de rentabilidad, volatilidad y correlaciones de los principales mercados asiáticos, y evalúa el impacto de distintas ponderaciones sobre la eficiencia de las carteras.

Las fuentes primarias de datos cuantitativos son las series históricas de MSCI, Bloomberg y el Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook. Los datos macroeconómicos de referencia provienen del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial. Para el análisis de la construcción metodológica de los índices se consultan directamente los documentos técnicos publicados por MSCI y FTSE Russell. La literatura académica se obtiene principalmente de Journal of Finance, Journal of Financial Economics y Journal of International Money and Finance, complementada con informes institucionales de Goldman Sachs Asset Management, BlackRock Investment Institute y Bridgewater Associates.

El análisis empírico se realiza mediante cálculo de fronteras eficientes, análisis de rolling correlations y backtesting de carteras con distintas ponderaciones asiáticas, utilizando Python como herramienta de procesamiento y visualización de datos.

1.4 Estructura del trabajo

El presente trabajo se organiza en seis bloques. Tras esta introducción, el segundo capítulo establece el marco teórico sobre construcción y metodología de los índices de renta variable global, sentando las bases conceptuales necesarias para el análisis posterior. El tercer capítulo constituye el núcleo analítico-cualitativo del trabajo: identifica y examina en profundidad las causas estructurales de la infravaloración de los mercados asiáticos, con especial atención al caso chino. El cuarto capítulo desarrolla el análisis empírico, examinando la evidencia histórica de rentabilidad, riesgo y correlaciones de los principales mercados de la región, y evaluando cuantitativamente las implicaciones de su infraponderación sobre la eficiencia de las carteras. El quinto capítulo traduce los hallazgos anteriores en implicaciones prácticas para la gestión de carteras en el entorno multipolar actual. Finalmente, el sexto capítulo recoge las conclusiones del trabajo, responde a la pregunta de investigación planteada e identifica las limitaciones del estudio y las posibles líneas de investigación futura.

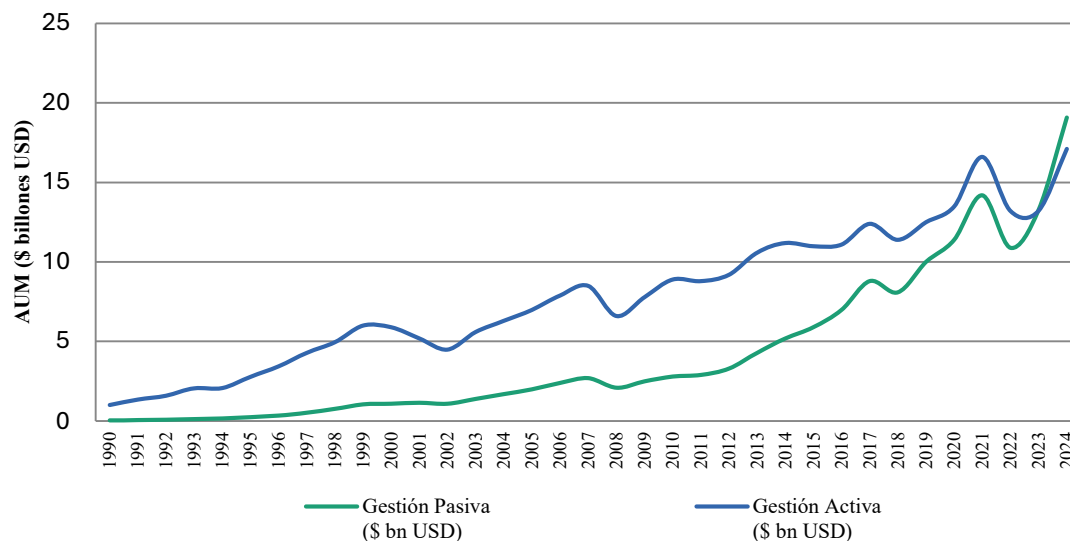
2. Marco teórico: los índices de renta variable global

2.1 Qué es un índice bursátil: función, construcción y metodología

Para entender por qué los mercados asiáticos están infravalorados en los índices globales, es necesario entender primero qué es exactamente un índice bursátil y cómo se construye. Puede parecer un punto de partida obvio, pero la realidad es que muchos inversores utilizan estos instrumentos sin conocer en profundidad las decisiones metodológicas que hay detrás, decisiones que no son en absoluto neutrales y que tienen consecuencias directas sobre qué queda dentro y qué queda fuera.

Un índice bursátil es, en su definición más básica, una medida estadística que refleja el comportamiento agregado de un conjunto de valores seleccionados según criterios predefinidos. Su función original era puramente descriptiva: ofrecer una referencia rápida sobre la evolución del mercado. Sin embargo, con el tiempo su papel ha evolucionado de forma radical. Hoy los índices no solo describen el mercado, sino que lo configuran activamente. Los fondos de gestión pasiva (que replican la composición de un índice en lugar de seleccionar valores activamente) gestionaban a finales de 2023 más de 15 billones de dólares a nivel global, superando por primera vez en la historia los activos bajo gestión de los fondos activos en Estados Unidos (Morningstar, 2024a).

Gestión Pasiva vs. Activa EE.UU. (1990–2024)



Esto significa que las decisiones metodológicas de empresas como MSCI o FTSE Russell tienen un impacto directo y masivo sobre los flujos de capital internacionales.

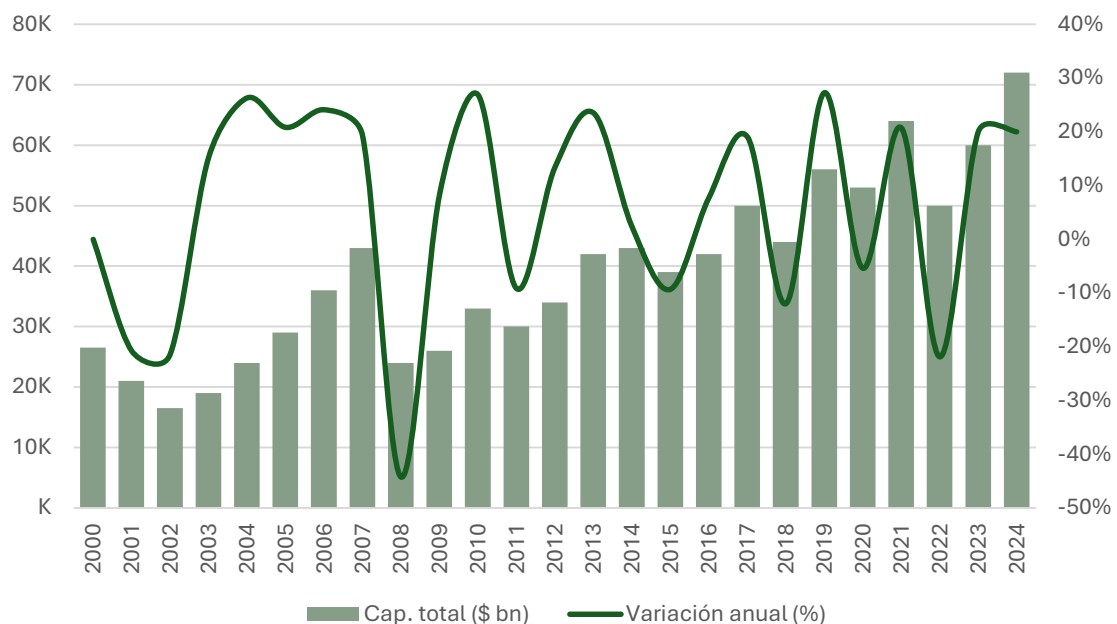
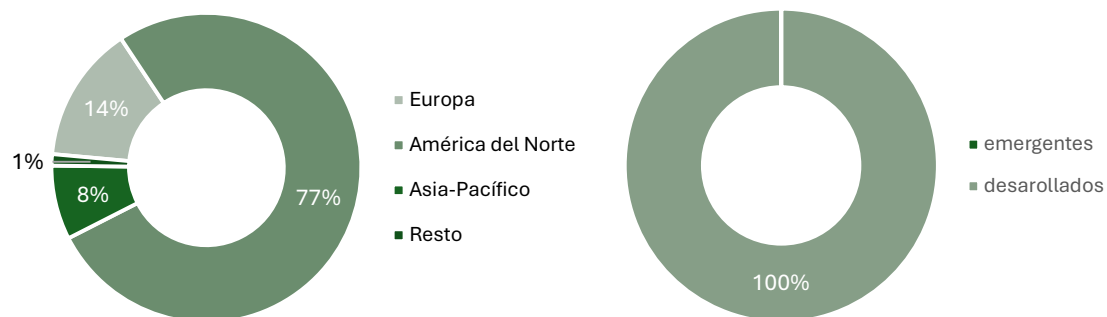
La construcción de un índice implica decisiones en tres niveles. El primero es la selección del universo de valores elegibles, que depende de criterios como el tamaño de la empresa, la liquidez de sus acciones y, crucialmente en el caso de los índices globales, la clasificación del mercado en el que cotiza. El segundo nivel es la ponderación, es decir, cuánto peso recibe cada valor dentro del índice. El método dominante hoy es la ponderación por capitalización bursátil ajustada al free-float, que asigna mayor peso a las empresas de mayor valor de mercado, considerando únicamente las acciones que están disponibles para ser negociadas libremente por inversores externos. El tercer nivel es el mantenimiento del índice: las revisiones periódicas mediante las cuales se incorporan o excluyen valores y se actualizan las ponderaciones.

Cada una de estas decisiones incorpora supuestos sobre qué mercados son accesibles, qué riesgos son aceptables y qué estándares de gobernanza y transparencia deben cumplirse. En estos criterios reside el origen de gran parte de la infravaloración estructural de Asia que este trabajo analiza.

2.2 Los principales índices globales: MSCI World, MSCI ACWI y FTSE All-World

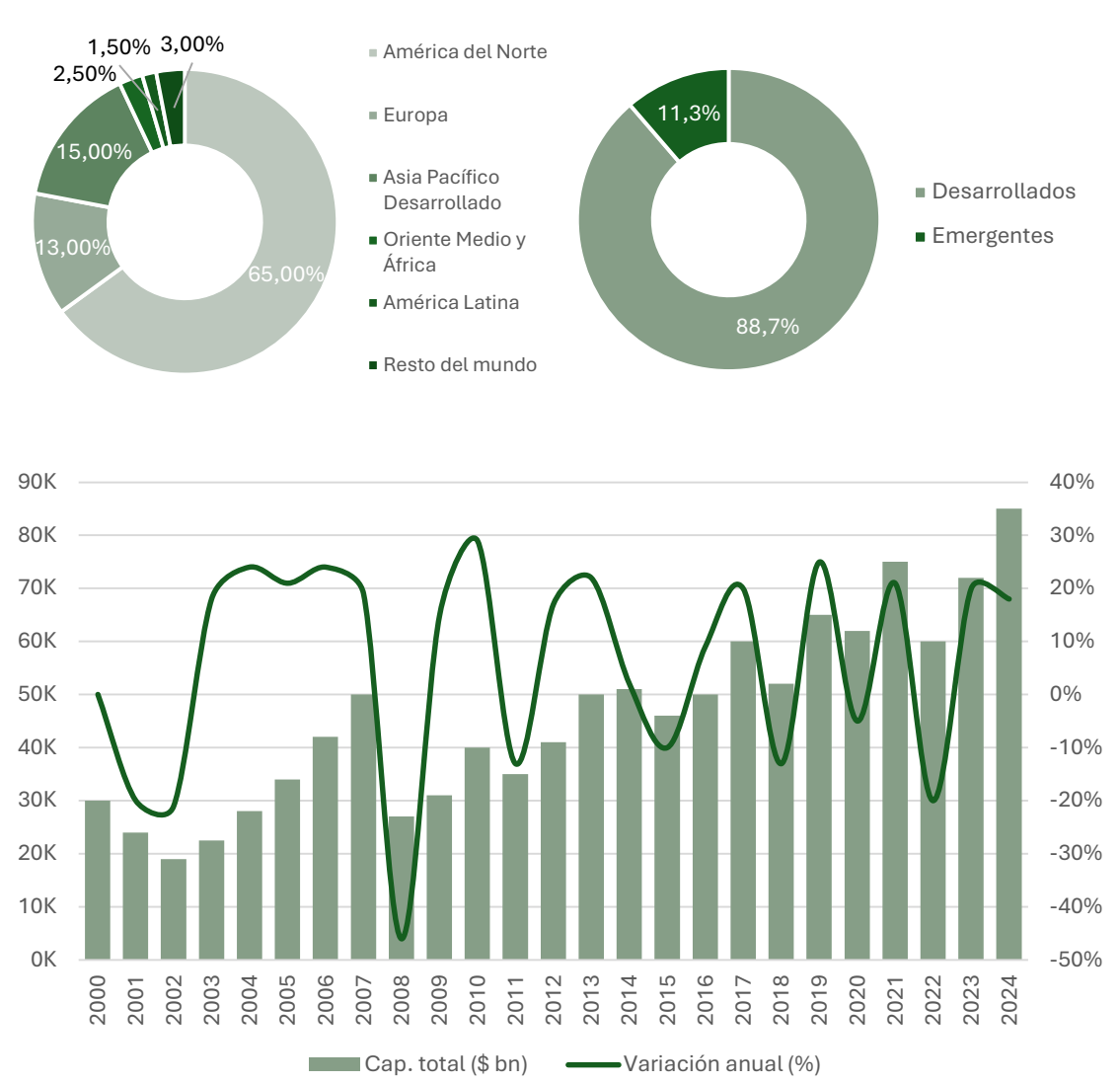
Cuando hablamos de índices de renta variable global, hay tres referencias que dominan el mercado y que conviene conocer bien antes de entrar en el análisis de sus sesgos.

El primero y más utilizado es el **MSCI World**, creado en 1969 por Morgan Stanley Capital International. A pesar de su nombre, el MSCI World no representa al mundo entero sino únicamente a los mercados desarrollados: incluye 23 países y aproximadamente 1.500 valores de gran y mediana capitalización. Su composición está fuertemente concentrada en Estados Unidos, que representa en torno al 70% del índice a cierre de 2024, seguido a gran distancia por Japón con un 6% y Reino Unido con un 4% aproximadamente (MSCI, 2024). China, India o Brasil directamente no aparecen. Es el índice de referencia más común para fondos de pensiones y carteras institucionales en Europa y Norteamérica.

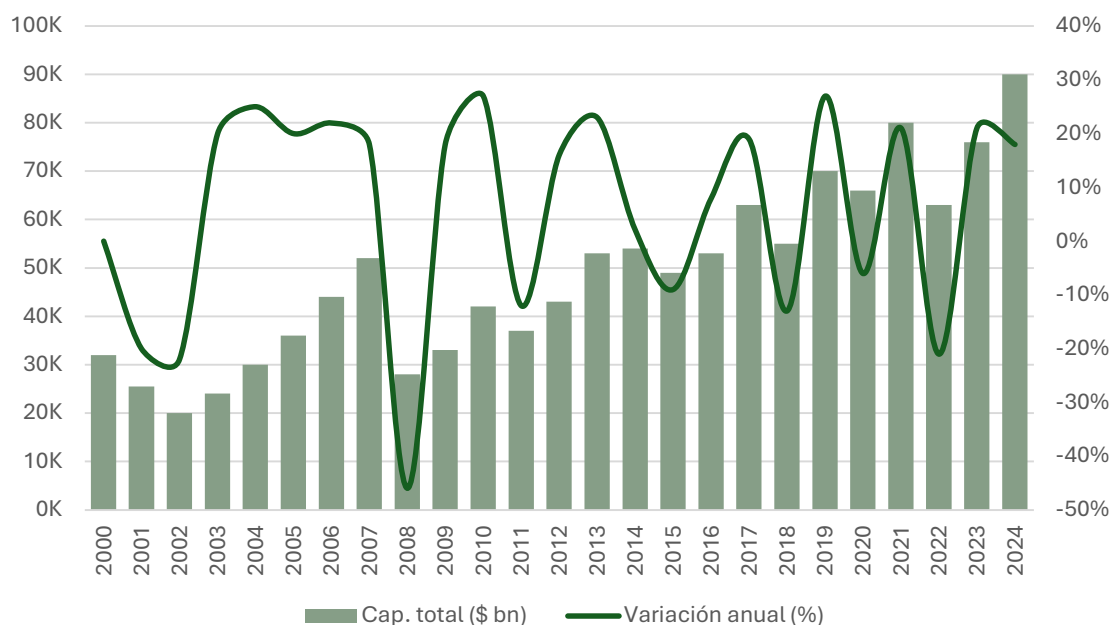
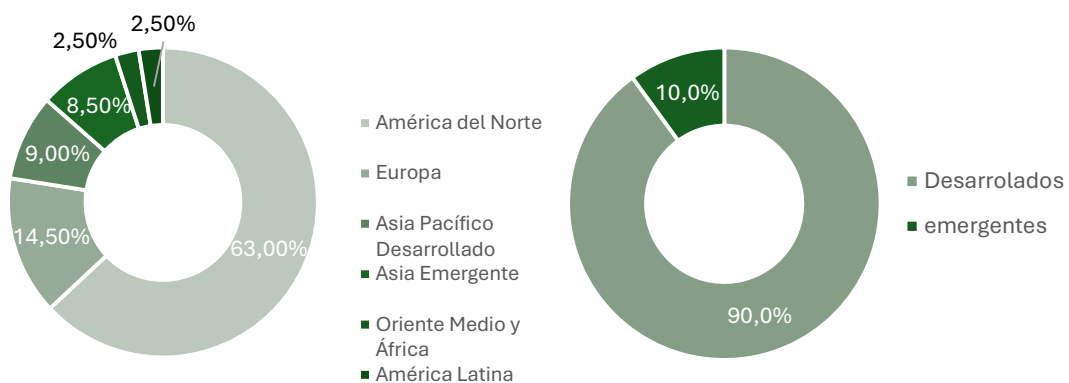


El segundo es el **MSCI All Country World Index (ACWI)**, lanzado en 1988, que amplía el universo del MSCI World incorporando 24 mercados emergentes adicionales. En total cubre aproximadamente 2.900 valores en 47 países. Aquí sí aparece China, pero con una

ponderación que, como se analizará en detalle en el capítulo siguiente, no guarda proporción con su peso económico real. India alcanza en torno al 1,7% y el conjunto de Asia emergente ronda el 9%, frente a un peso económico real que multiplica varias veces esa cifra (MSCI, 2024).



El tercero es el **FTSE All-World**, elaborado por FTSE Russell, filial de la Bolsa de Londres. Su arquitectura es similar al MSCI ACWI, cubriendo tanto mercados desarrollados como emergentes, aunque con algunas diferencias en los criterios de clasificación que en ocasiones llevan a divergencias relevantes, como ocurrió con la clasificación de Corea del Sur, que MSCI mantiene como mercado emergente mientras que FTSE la considera desarrollada desde 2009 (FTSE Russell, 2023).



Estos tres índices comparten una característica común que resulta fundamental para este trabajo: todos utilizan la capitalización bursátil ajustada al free-float como criterio de ponderación, lo que, combinado con sus criterios de elegibilidad, genera de forma sistemática la infravaloración de los mercados asiáticos que este trabajo analiza.

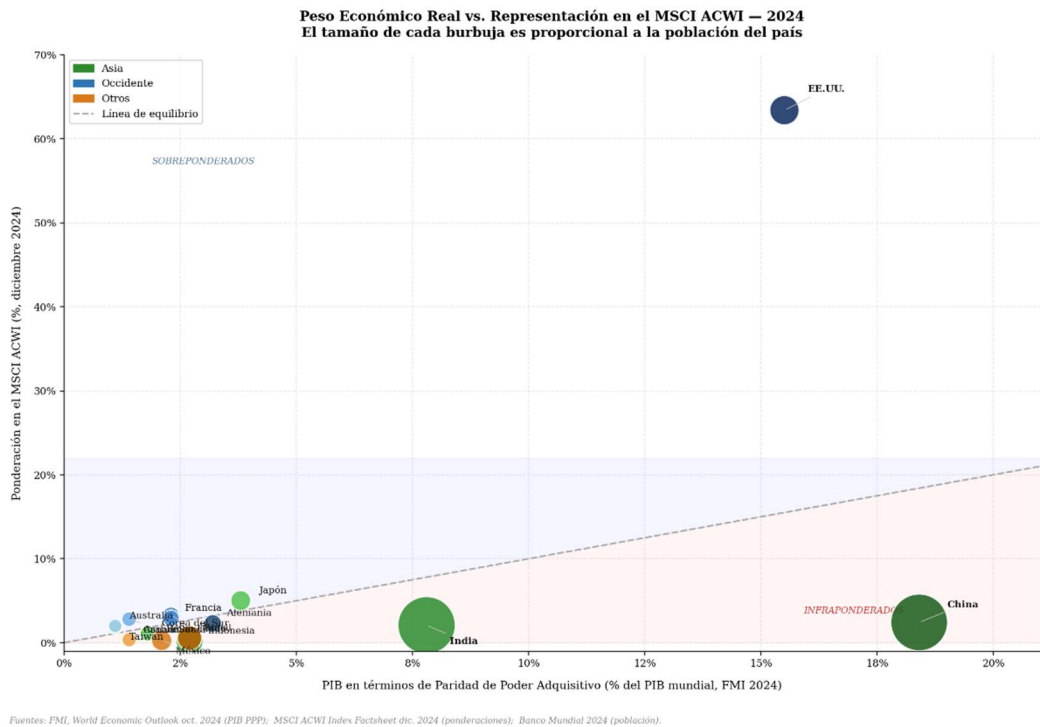
2.3 Criterios de clasificación: Developed Markets, Emerging Markets y Frontier Markets

Una de las decisiones más determinantes en la construcción de un índice global es la clasificación de los mercados en categorías. Esta clasificación no es meramente descriptiva: define qué inversores pueden acceder a cada mercado, qué fondos lo incluyen en su universo y, en última instancia, qué flujos de capital recibe cada país. Para este trabajo es especialmente relevante porque en estos criterios reside el origen de gran parte de la infravaloración de Asia.

MSCI divide los mercados en tres categorías. Los mercados desarrollados agrupan a países con economías maduras, alta renta per cápita, mercados capitales profundos y acceso sin restricciones para inversores extranjeros. Los mercados emergentes incluyen economías en desarrollo con mercados financieros de tamaño y liquidez suficientes, pero que presentan algún tipo de restricción de acceso o menor desarrollo institucional. Los mercados frontera son aquellos que, siendo invertibles, tienen una liquidez y accesibilidad más limitadas aún.

Lo relevante es que la transición entre categorías no es automática ni depende exclusivamente del tamaño económico. MSCI evalúa tres dimensiones: el desarrollo económico del país, la accesibilidad del mercado para inversores extranjeros y la estabilidad del marco regulatorio. Es en la segunda dimensión donde muchos mercados asiáticos encuentran su principal obstáculo. China, por ejemplo, sigue clasificada como mercado emergente a pesar de ser la segunda economía mundial, debido precisamente a las restricciones de acceso al mercado de capitales doméstico que se analizarán en detalle en el capítulo siguiente.

Esta arquitectura de clasificación tiene una consecuencia directa sobre los flujos globales de capital: los fondos referenciados al MSCI World (que representa la inmensa mayoría del patrimonio gestionado pasivamente a nivel global) tienen exposición cero a China, India o cualquier otro mercado emergente asiático por diseño, independientemente de su peso económico real.



Peso económico real (PIB PPP) vs. ponderación en el MSCI ACWI — 2024. El tamaño de cada burbuja es proporcional a la población del país. Los países situados por debajo de la diagonal están infraponderados respecto a su peso económico real. Fuente: FMI, World Economic Outlook oct. 2024; MSCI ACWI Index Factsheet dic. 2024; Banco Mundial 2024. Elaboración propia.

Los países por encima de la diagonal están sobreponderados respecto a su peso económico real. Los situados por debajo están infraponderados. China (PIB PPP 18,4% / MSCI 2,41%) e India (PIB PPP 7,8% / MSCI 2,07%) son los casos más extremos. EE.UU. (PIB PPP 15,5% / MSCI 63,41%) es el caso opuesto.

2.4 La ponderación por capitalización bursátil ajustada al free-float: lógica y limitaciones

El método de ponderación por capitalización bursátil ajustada al free-float es hoy el estándar dominante en la construcción de índices globales, y entender sus limitaciones es fundamental para comprender por qué Asia está sistemáticamente infrarrepresentada.

La lógica del método es atractiva en su simplicidad: cada valor recibe un peso proporcional al valor de mercado de sus acciones libremente negociables, es decir, excluyendo las participaciones en manos de gobiernos, fundadores o accionistas estratégicos que no están disponibles para el mercado. El resultado es un índice que, en teoría, refleja el universo real de inversión disponible para un inversor internacional. Sharpe (1991) demostró que, en un mercado eficiente, la cartera de ponderación por capitalización de mercado es la cartera óptima para el inversor medio, argumento que dio respaldo teórico sólido a este enfoque.

Sin embargo, el método tiene limitaciones estructurales que penalizan de forma sistemática a determinados mercados. La más relevante para este trabajo es que confunde accesibilidad con relevancia económica. Un mercado puede ser enorme en términos de actividad económica real pero tener un free-float reducido (porque el Estado o los promotores retienen grandes participaciones, o porque el acceso para inversores extranjeros está restringido) y el índice lo infrapondera en consecuencia. Es exactamente lo que ocurre con China, donde el Estado mantiene participaciones mayoritarias en muchas de las mayores empresas del país, reduciendo drásticamente el free-float disponible para inversores internacionales (MSCI, 2024).

Una segunda limitación es el efecto momentum: al ponderar por capitalización, el índice sobrepondera automáticamente los mercados que más han subido y subpondera los que han caído o crecido menos, independientemente de sus fundamentales. Esto genera una tendencia estructural a concentrar el peso en los mercados que ya han tenido su ciclo de expansión (como EE.UU.) y a ignorar los que están en fases más tempranas de desarrollo de su mercado de capitales, aunque su economía real sea ya de primer orden mundial.

Para ilustrar la magnitud de este problema basta con comparar algunos casos concretos. En China, el Estado mantiene participaciones mayoritarias en la mayor parte de las grandes empresas cotizadas, lo que reduce el free-float disponible para inversores extranjeros a aproximadamente el 40% de la capitalización total. Pero el efecto se amplifica aún más por el factor de inclusión del 20% que aplica el MSCI sobre las A-shares, dejando el peso efectivo de China en el índice en torno al 8% de su capitalización bursátil real. En India, los denominados promoters (fundadores y grupos familiares) retienen de media cerca del 50% del capital de las empresas cotizadas, siendo el caso de Reliance Industries, donde la familia Ambani controla más del 50% del capital, uno de los más representativos. En Arabia Saudí, Saudi Aramco (la mayor empresa cotizada del país) tiene al gobierno saudí como propietario del 98,5% del capital, lo que colapsa el free-float del mercado. En el extremo opuesto, EE.UU. y Reino Unido presentan ratios de free-float cercanos al 90-95%, sin restricciones de acceso para inversores extranjeros, lo que explica en gran medida su dominancia en los índices globales con independencia de su peso económico relativo.

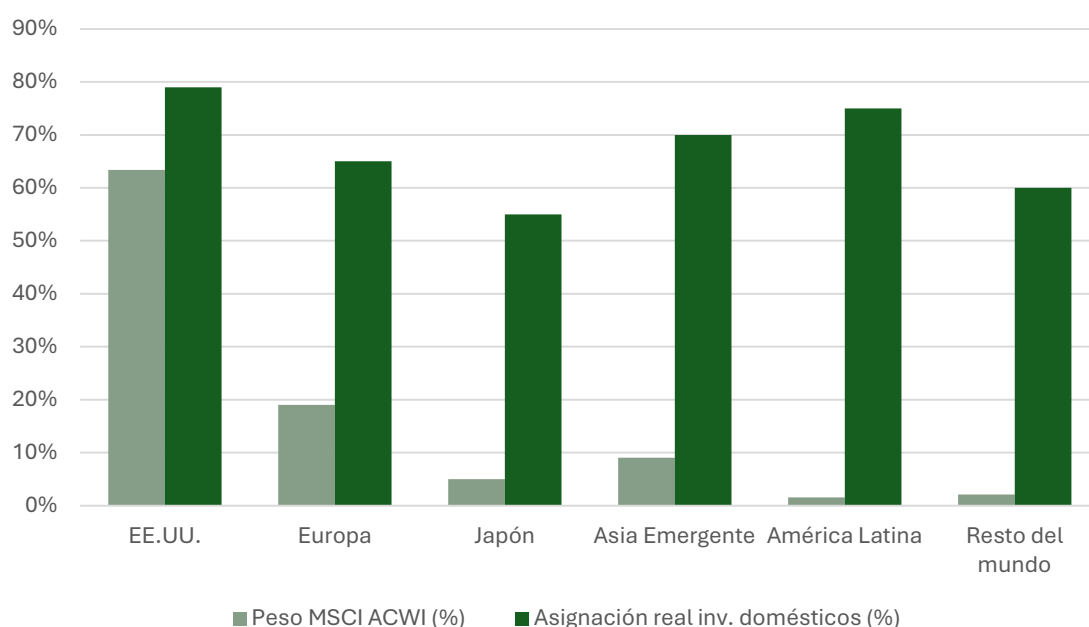
2.5 Home bias en la gestión pasiva y activa

El home bias es la tendencia documentada de los inversores a sobreponderar activos de su propio país o región en detrimento de la diversificación internacional óptima. Es un fenómeno bien estudiado en la literatura financiera desde los trabajos pioneros de French y Poterba (1991), quienes demostraron que los inversores estadounidenses, japoneses y británicos mantenían entre el 90% y el 98% de su cartera de renta variable en activos domésticos, muy por encima de lo que justificaría cualquier modelo de optimización de carteras.

Lo relevante para este trabajo es que el home bias actúa como amplificador del sesgo ya incorporado en los propios índices. Un inversor europeo que replica el MSCI World parte de una base que ya excluye totalmente a China, India y el resto de mercados emergentes

asiáticos. Si además sobrepondera activos europeos respecto al índice, la infravaloración de Asia en su cartera se convierte en estructural y acumulativa.

En la gestión activa el problema adopta una dimensión adicional. Los gestores de fondos son evaluados contra benchmarks que, como se ha visto, ya infravaloran Asia. Esto genera un incentivo perverso: desviarse significativamente del índice para incorporar exposición asiática implica asumir tracking error, es decir, riesgo de desviación respecto al benchmark, que penaliza al gestor aunque la decisión sea correcta desde el punto de vista fundamental. El resultado es una inercia sistémica que perpetúa la infravaloración independientemente de los méritos de los mercados asiáticos.



Home bias: asignación real de inversores domésticos vs. peso en el MSCI ACWI — 2024. La barra verde clara representa el peso en el índice; la barra verde oscura la asignación real de inversores institucionales domésticos. Fuente: MSCI ACWI Factsheet dic. 2024; State Street SSGA Portfolio Analysis 2024; ECB Working Paper 2924, 2024; Vanguard (2023); OECD Asia Capital Markets Report 2025; IMF CPIS 2022. Elaboración propia.

El gráfico anterior pone de manifiesto la magnitud del home bias en las carteras institucionales globales y su relevancia directa para el argumento central de este trabajo. En todas las regiones sin excepción, la asignación real de los inversores domésticos supera ampliamente el peso que su mercado representa en el MSCI ACWI, lo que confirma que el sesgo doméstico no es un fenómeno aislado sino una característica estructural del sistema financiero global. El caso más relevante para este trabajo es el de

Asia Emergente: pese a representar únicamente el 9% del MSCI ACWI, los inversores institucionales de la región concentran el 70% de sus carteras en activos locales, lo que significa que el capital internacional que debería fluir hacia estos mercados no llega, y el capital doméstico que podría elevar las valoraciones queda atrapado dentro de las propias fronteras. Esta doble barrera (índices que infravaloran Asia por diseño e inversores globales que no corrigen ese sesgo sino que lo amplifican) constituye el mecanismo que explica por qué la infravaloración estructural de los mercados asiáticos no se corrige de forma automática a través del mercado, y justifica el análisis en profundidad que desarrollan los capítulos siguientes.

3. La infravaloración estructural de Asia en los índices globales

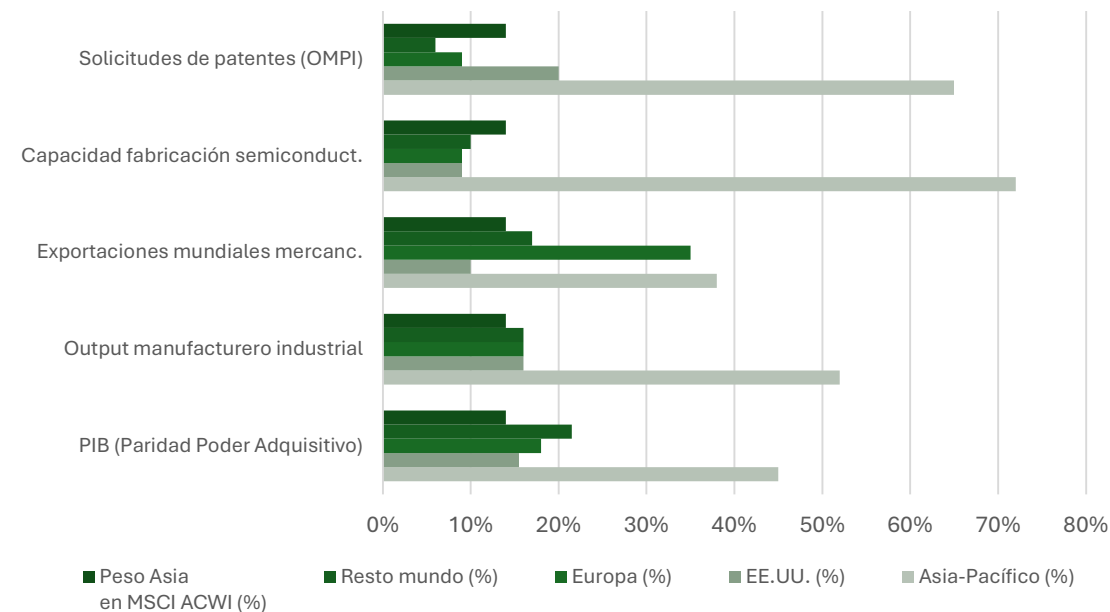
3.1 El gigante invisible: el peso real de China en la economía global

Existe una contradicción fundamental en el corazón del sistema financiero global: la región que más ha contribuido a la creación de riqueza en los últimos treinta años es, al mismo tiempo, la más infrarrepresentada en los índices que supuestamente capturan esa riqueza. Asia no es una promesa futura ni una apuesta especulativa, es hoy el centro de gravedad de la economía mundial, y los datos lo confirman con una contundencia que hace difícil justificar su marginalidad financiera.

En términos de PIB, el conjunto de Asia-Pacífico representa aproximadamente el 45% del producto interior bruto mundial en paridad de poder adquisitivo. China sola aporta el 18,4% (más que toda la Unión Europea) e India el 7,8%, con una trayectoria de crecimiento que la sitúa en camino de convertirse en la tercera economía nominal antes de 2030. Pero el peso de Asia va mucho más allá del PIB. En manufactura, China produce en torno al 28-30% del output industrial global, más que EE.UU., Alemania y Japón combinados. En comercio internacional, Asia representa más del 35% de las exportaciones mundiales de mercancías, con China como primer exportador global desde 2009. En patentes tecnológicas, China superó a EE.UU. como primer solicitante ante la OMPI en 2019 y ha mantenido esa posición desde entonces. En semiconductores (el recurso estratégico del siglo XXI) Asia concentra más del 70% de la capacidad de fabricación mundial, con Taiwan produciendo más del 90% de los chips más avanzados del planeta a través de TSMC.

La paradoja financiera que genera este contexto es la que articula todo este trabajo. Como muestra el gráfico de burbujas presentado en el capítulo anterior, China con un 18,4% del

PIB mundial en PPP tiene una ponderación del 2,41% en el MSCI ACWI. India, con un 7,8%, apenas alcanza el 2,07%. Indonesia, la cuarta economía más poblada del mundo, representa menos del 0,2%. Vietnam, uno de los países de mayor crecimiento sostenido de la última década, directamente no aparece. El gráfico siguiente complementa esta visión comparando a Asia con el resto del mundo en cuatro dimensiones económicas clave, poniendo en evidencia la magnitud real de la brecha entre peso económico y representación financiera.



Asia vs. resto del mundo en dimensiones económicas clave — 2024. La barra roja indica el peso real de Asia en el MSCI ACWI (14%). Fuente: FMI, World Economic Outlook oct. 2024; UNIDO, World Manufacturing Production 2023; OMC, World Trade Statistical Review 2024; SIA, 2024 State of the US Semiconductor Industry; MSCI ACWI Factsheet dic. 2024. Elaboración propia.

3.2 Causas estructurales de la infravaloración

Si el capítulo anterior establece la paradoja, este la explica. La infravaloración de Asia en los índices globales no es un accidente ni una anomalía temporal que el mercado vaya a corregir de forma espontánea. Es el resultado acumulado de una serie de factores estructurales que operan de forma simultánea y que se refuerzan mutuamente. Identificarlos con precisión es condición necesaria para evaluar si la brecha puede cerrarse y en qué plazo.

Barreras regulatorias e institucionales

El primer y más determinante factor es la accesibilidad real de los mercados asiáticos para inversores extranjeros. China es el caso más ilustrativo. Hasta 2014, un inversor institucional extranjero no podía comprar acciones del mercado continental chino (las denominadas A-shares) sin obtener una cuota asignada a través del programa QFII (Qualified Foreign Institutional Investor), un proceso burocráticamente complejo, con límites de inversión estrictos y restricciones severas a la repatriación de capital. La apertura parcial llegó con el programa Stock Connect entre Shanghai y Hong Kong en 2014, y entre Shenzhen y Hong Kong en 2016, que permitió por primera vez el acceso directo a las A-shares sin cuota previa. Sin embargo, este acceso sigue siendo parcial: no todas las empresas cotizadas en los mercados continentales están disponibles a través del Stock Connect, y persisten restricciones sectoriales en industrias consideradas estratégicas por el gobierno chino. India presenta un esquema similar a través del Foreign Portfolio Investment (FPI), con límites sectoriales y procesos de registro que añaden fricción operativa. En ambos casos, la consecuencia directa sobre los índices es clara: MSCI y FTSE Russell solo pueden incluir en sus índices valores que sean accesibles de forma razonable para inversores institucionales internacionales, y las restricciones de acceso reducen mecánicamente el universo elegible y el free-float computable.

Estándares contables y de transparencia

Un segundo factor es la divergencia en los estándares de información financiera y auditoría. Las empresas chinas cotizadas en los mercados continentales no utilizan las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), sino los estándares contables chinos (CAS), que aunque se han aproximado progresivamente a las NIIF, mantienen diferencias relevantes en el tratamiento de instrumentos financieros, consolidación de entidades de propósito especial y reconocimiento de ingresos. El problema se agudizó entre 2020 y 2022 con el conflicto regulatorio entre la SEC estadounidense y las empresas chinas cotizadas en bolsas americanas, que durante años se negaron a permitir la inspección de sus auditorías por el Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). Aunque el acuerdo de agosto de 2022 resolvió temporalmente la disputa, la incertidumbre generada aceleró la salida de decenas de empresas chinas de las bolsas estadounidenses y redujo la confianza de los inversores institucionales occidentales en la fiabilidad de la información financiera de las empresas asiáticas.

Prima de riesgo geopolítico y riesgo regulatorio doméstico

El tercer factor es de naturaleza más cualitativa pero no menos real en sus efectos sobre los flujos de capital. La prima de riesgo geopolítico asociada a los mercados asiáticos (y en particular al chino) ha aumentado de forma sostenida desde 2018. La guerra comercial entre EE.UU. y China, las restricciones a la inversión en determinados sectores tecnológicos chinos impuestas por el ejecutivo estadounidense, y la campaña regulatoria doméstica china de 2021 (que afectó de forma severa a empresas tecnológicas como Alibaba, Tencent y DiDi, borrando en pocos meses más de un billón de dólares de capitalización bursátil) han generado una incertidumbre estructural que los modelos de valoración de los inversores institucionales penalizan con primas de riesgo elevadas. Esta prima no está incorporada en el peso del índice, pero sí en las decisiones de los gestores activos, que tienden a infraponderar adicionalmente Asia respecto al benchmark ya de por sí reducido.

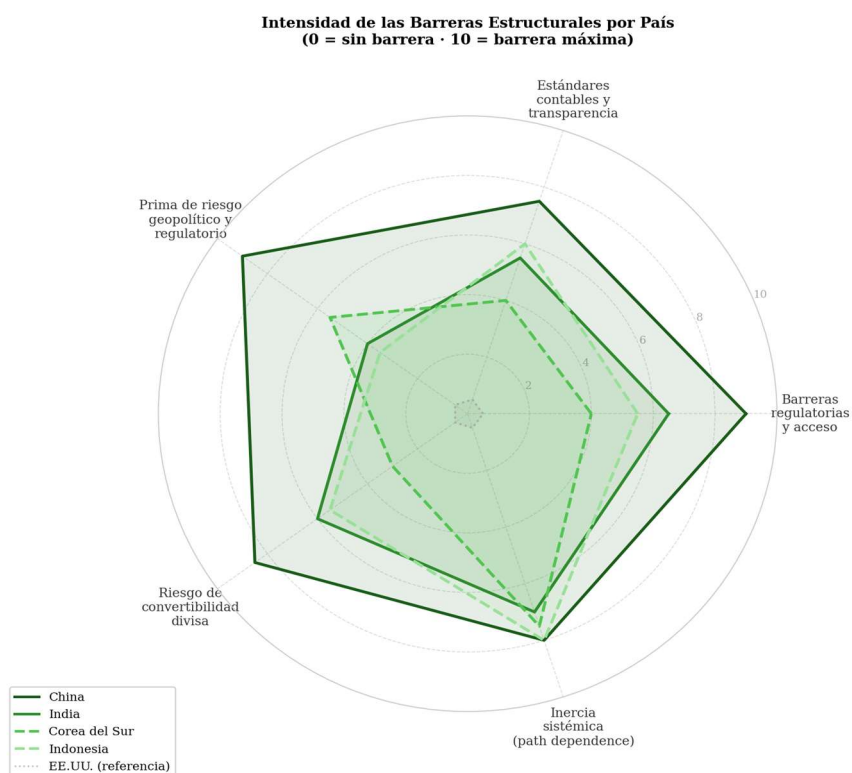
Riesgo de convertibilidad del renminbi

La moneda es un cuarto factor diferencial. El renminbi no es una moneda libremente convertible. China mantiene controles de capital que limitan la capacidad de los inversores extranjeros de repatriar libremente el capital invertido en los mercados continentales, aunque estos controles se han relajado progresivamente. Esta característica introduce un riesgo adicional, el riesgo de convertibilidad, que no existe en los mercados desarrollados y que penaliza la atracción de capital internacional de forma estructural. En la práctica, significa que un inversor que compra A-shares a través del Stock Connect asume no solo el riesgo de mercado y el riesgo de tipo de cambio, sino también un riesgo regulatorio sobre su capacidad de salida en escenarios de estrés.

Inercia sistémica y path dependence

El quinto y último factor es quizá el más difícil de cuantificar pero el más persistente. Los índices globales fueron diseñados en un mundo donde los mercados financieros relevantes eran esencialmente anglosajones. MSCI fue fundada en 1969 por Morgan Stanley y Capital International, ambas firmas estadounidenses, y sus criterios metodológicos reflejan inevitablemente los estándares, las prácticas y los supuestos del mercado de capitales occidental. Una vez establecidos, estos criterios generan una inercia poderosa: los fondos de pensiones, los fondos soberanos y los gestores institucionales han construido sus mandatos, sus sistemas de riesgo y sus benchmarks sobre estos índices durante décadas, y cualquier cambio metodológico significativo genera costes de

transición y resistencias institucionales que ralentizan la adaptación. El resultado es que incluso cuando las barreras regulatorias se reducen (como ha ocurrido gradualmente en China e India) la representación en los índices tarda años en responder de forma proporcional al peso económico real.



Nota metodológica: puntuaciones elaboradas a partir de MSCI Market Accessibility Review 2024, BIS Working Papers (controles de capital), SEC/PCAOB Annual Report 2022, World Bank Governance Indicators 2024 y Dalio (2021). La puntuación de EE.UU. se incluye como referencia de mercado sin barreras.

Intensidad de las barreras estructurales a la inversión extranjera por país — puntuación 0-10 (2024). EE.UU. incluido como referencia de mercado sin barreras. Fuente: MSCI Market Accessibility Review 2024; BIS Working Papers 2023; SEC/PCAOB Annual Report 2022; World Bank Governance Indicators 2024; Dalio (2021). Elaboración propia.

3.3 El caso específico de China: de mercado frontera a inclusión parcial en el MSCI

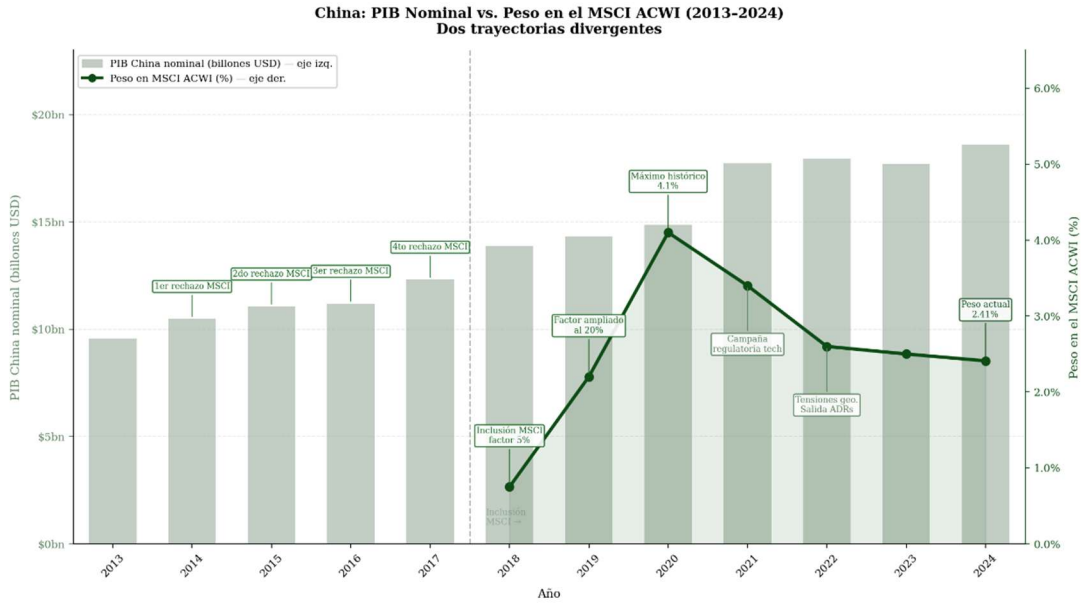
El proceso de inclusión de China en los índices globales de MSCI es, en sí mismo, uno de los episodios más reveladores de las tensiones entre el peso económico real de un país y los criterios financieros que determinan su acceso al capital internacional. No es una historia de exclusión arbitraria, sino de una apertura deliberadamente gradual por parte de China y de una respuesta cautelosa por parte de los proveedores de índices, con consecuencias que siguen vigentes hoy.

Durante décadas, las acciones de empresas chinas cotizadas en los mercados continentales de Shanghai y Shenzhen (A-shares, ya mencionadas anteriormente) eran inaccesibles para inversores extranjeros. MSCI rechazó en cuatro ocasiones consecutivas la inclusión de las A-shares en sus índices: en 2014, 2015, 2016 y 2017. Los motivos fueron siempre los mismos: limitaciones en la accesibilidad del mercado, restricciones a la repatriación de capital, suspensiones de cotización frecuentes y unilaterales, y la ausencia de un marco regulatorio suficientemente predecible para los inversores institucionales internacionales. En cada una de estas decisiones, MSCI publicó una lista detallada de condiciones que China debía cumplir, un proceso que funcionó, en la práctica, como un mecanismo de presión para acelerar la liberalización del mercado de capitales chino.

La inclusión llegó finalmente en junio de 2018, pero con un factor de inclusión del 5%. En 2019, ese factor se amplió al 20%, nivel en el que permanece hoy. Lo que esto significa en la práctica es que China, siendo la segunda economía del mundo, está representada en el MSCI ACWI con apenas el 2,41% de ponderación, cuando su peso potencial (si se aplicara el factor de inclusión completo del 100%) rondaría el 16-18% del índice.

La arquitectura de cotización china añade una capa adicional de complejidad. Las empresas chinas de gran capitalización cotizan simultáneamente en múltiples mercados bajo distintas clases de acciones: las A-shares en Shanghai o Shenzhen en renminbi, las H-shares en Hong Kong en dólares de Hong Kong, y en algunos casos como ADRs en bolsas estadounidenses. Esta fragmentación no es meramente técnica, refleja la realidad de un mercado de capitales desarrollado en múltiples capas regulatorias que los índices globales capturan solo de forma parcial e inconsistente.

El gráfico siguiente ilustra la paradoja central de este epígrafe: mientras el PIB de China ha crecido de forma casi ininterrumpida desde 2018 hasta superar los 18 billones de dólares nominales en 2024, su peso en el MSCI ACWI ha seguido una trayectoria radicalmente distinta. Subió hasta el 4,1% en 2020 con la ampliación del factor de inclusión, y desde entonces ha caído hasta el 2,4% actual, arrastrado por la campaña regulatoria de 2021 y la salida de empresas chinas de las bolsas estadounidenses. Los eventos clave están anotados directamente sobre el gráfico.



Fuentes: FMI, World Economic Outlook oct. 2024 (PIB nominal); MSCI ACWI Index Factsheet dic. 2024; Cambridge Associates (2019); justETF (2024).

China: PIB nominal vs. peso en el MSCI ACWI (2013–2024). Las barras representan el PIB nominal en billones USD (eje izquierdo); la línea verde el peso en el MSCI ACWI en % (eje derecho). Fuente: FMI, World Economic Outlook oct. 2024; MSCI ACWI Index Factsheet dic. 2024; Cambridge Associates (2019); justETF (2024). Elaboración propia.

El episodio de 2021 merece atención específica. En el espacio de pocos meses, el gobierno chino impuso restricciones severas al sector de la educación privada, limitó las actividades de las plataformas tecnológicas y forzó la cancelación de la OPV de Ant Group (que habría sido la mayor de la historia). La capitalización del sector tecnológico chino cayó más de un billón de dólares en semanas. Para los inversores institucionales occidentales, este episodio confirmó el riesgo regulatorio doméstico chino como una variable estructural: el gobierno se reserva el derecho de intervenir en cualquier sector en cualquier momento, con independencia de las implicaciones para los accionistas minoritarios internacionales. Este tipo de riesgo regulatorio discrecional es el que los modelos de valoración de los índices no pueden capturar de forma automática, y que

explica por qué la normalización del peso de China en los índices es un proceso mucho más lento de lo que su tamaño económico justificaría.

4. Evidencia empírica: rentabilidad, riesgo y correlaciones

4.1 Metodología del análisis empírico

El análisis empírico de este trabajo se estructura en torno a cuatro ejes metodológicos: el estudio de la rentabilidad histórica ajustada al riesgo de los principales mercados asiáticos, el análisis de correlaciones con el equity occidental en distintos regímenes de mercado, la construcción de fronteras eficientes con y sin corrección de la infravaloración asiática, y el backtesting de carteras que incorporan dicha corrección frente al índice de referencia estándar.

Periodo muestral y frecuencia de los datos

El periodo muestral abarca desde enero de 2005 hasta diciembre de 2024, con una extensión de veinte años que permite capturar múltiples ciclos económicos completos: la expansión crediticia previa a la crisis financiera global de 2008, la recuperación post-crisis y el período de quantitative easing, el ciclo de tensiones comerciales entre EE.UU. y China iniciado en 2018, el shock del COVID-19 en 2020 y el posterior ciclo inflacionario y de subida de tipos de 2022-2023. Esta amplitud temporal es esencial para que las conclusiones sobre correlaciones y diversificación no dependan de un único régimen de mercado. Los datos se utilizan con frecuencia mensual para el cálculo de rentabilidades, volatilidades y correlaciones, y con frecuencia anual para las comparativas de largo plazo y el backtesting de carteras.

Índices utilizados y fuentes de datos

El universo de análisis incluye los siguientes índices de renta variable, todos en términos de rentabilidad total neta en dólares estadounidenses (USD net total return), para garantizar la comparabilidad eliminando el efecto de las diferencias en los regímenes fiscales sobre dividendos:

Para los mercados asiáticos: MSCI China (incluye A-shares, H-shares y ADRs), MSCI India, MSCI Japan, MSCI Korea, MSCI Indonesia y MSCI Taiwan. Como referencia regional amplia se utiliza el MSCI Emerging Markets Asia. Para los mercados de referencia occidental: MSCI World (proxy del universo desarrollado global), MSCI ACWI (benchmark global completo), MSCI USA y MSCI Europe. Como activo de

referencia libre de riesgo se utiliza el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a tres meses (US T-Bill 3M), fuente Federal Reserve Economic Data (FRED).

Las series de datos se obtienen de FactSet y Capital IQ para las rentabilidades mensuales de los índices MSCI, y del repositorio público de MSCI para los factsheets de composición y ponderación histórica. Los datos macroeconómicos de referencia provienen del FMI y del Banco Mundial. El Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook (Dimson, Marsh y Staunton, 2024) se utiliza como fuente de contraste para series de largo plazo.

Métricas calculadas

Para cada índice y para cada cartera analizada se calculan las siguientes métricas. En términos de rentabilidad: rentabilidad total anualizada (CAGR), rentabilidad media aritmética anual y rentabilidad acumulada en el periodo. En términos de riesgo: volatilidad anualizada (desviación estándar de rentabilidades mensuales multiplicada por la raíz de doce), máximo drawdown, y ratio de Sharpe, calculado como el exceso de rentabilidad sobre el activo libre de riesgo dividido por la volatilidad anualizada (Sharpe, 1966). En términos de correlación: matriz de correlaciones para el periodo completo, y análisis de rolling correlations con ventanas deslizantes de 36 meses para evaluar la estabilidad temporal de las correlaciones entre los mercados asiáticos y el MSCI World.

Construcción de fronteras eficientes

Se construyen dos fronteras eficientes en el espacio rentabilidad-riesgo siguiendo la metodología de Markowitz: una cartera de referencia que replica las ponderaciones del MSCI ACWI estándar, y una cartera alternativa que corrige la infravaloración asiática incrementando el peso de los mercados asiáticos en distintos escenarios (escenario base: peso de Asia equivalente al 50% de su peso económico en PPP; escenario optimista: peso pleno proporcional al PIB PPP). La optimización se realiza sin ventas en corto y con restricción de que ningún activo individual supere el 40% del total de la cartera. El análisis se implementa en Python utilizando las bibliotecas pandas, numpy, scipy.optimize y matplotlib.

Backtesting

El backtesting compara la evolución histórica de tres carteras durante el periodo 2005-2024: la Cartera A, que replica el MSCI ACWI con sus ponderaciones estándar; la Cartera

B, que aplica una corrección parcial de la infravaloración asiática (sobreponderación del 50% respecto al MSCI ACWI); y la Cartera C, que aplica una corrección plena proporcional al PIB PPP. Las tres carteras se rebalancean anualmente. Los resultados se evalúan en términos de rentabilidad acumulada, ratio de Sharpe, máximo drawdown y rentabilidad ajustada al riesgo en distintos subperiodos, de forma que las conclusiones sean robustas a distintos regímenes de mercado y no dependan de la elección del periodo de inicio o fin del análisis.

4.2 Rentabilidad histórica ajustada al riesgo de los mercados asiáticos

El análisis de la rentabilidad histórica de los mercados asiáticos en el periodo 2005-2024 arroja resultados que desafían directamente la narrativa implícita en los índices globales estándar: lejos de justificar su infraponderación por razones de rentabilidad ajustada al riesgo, varios mercados asiáticos han ofrecido una combinación de retornos y perfil de riesgo comparable o superior a las referencias occidentales habitualmente sobreponderadas.

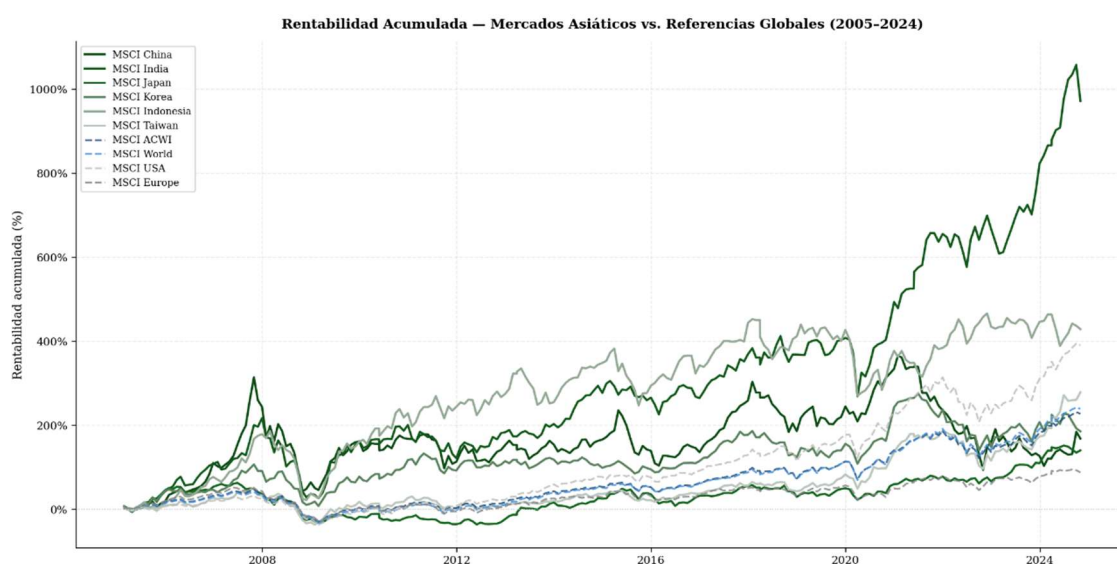
Índice	CAGR (%)	Vol. anualizada (%)	Ratio de Sharpe	Máx. Drawdown (%)	Ret. acumulada (%)
MSCI China	5,02	25,48	0,321	-65,58	168,50
MSCI India	12,48	21,03	0,669	-60,25	972,30
MSCI Japan	4,45	17,09	0,343	-60,70	140,50
MSCI Korea	5,34	18,59	0,375	-47,80	185,80
MSCI Indonesia	8,61	20,39	0,512	-57,41	429,00
MSCI Taiwan	6,83	18,42	0,453	-58,09	278,80
MSCI ACWI	6,06	13,79	0,499	-52,38	227,60
MSCI World	6,24	13,95	0,508	-52,21	239,30
MSCI USA	8,21	14,99	0,605	-52,22	390,70
MSCI Europe	3,17	13,83	0,298	-52,53	87,70

La Tabla recoge las métricas principales para los seis mercados asiáticos analizados y los cuatro índices de referencia. India es el caso más llamativo: con un CAGR del 12,48% en el periodo completo y una rentabilidad acumulada del 972%, supera ampliamente al MSCI USA (8,21%) y al MSCI World (6,24%), con una volatilidad anualizada del 21,03% que, aunque superior a la de los índices desarrollados, se ve ampliamente compensada por el retorno obtenido. Su ratio de Sharpe de 0,669 es el más elevado de todos los índices analizados, incluido el MSCI USA (0,605). Indonesia, con un CAGR del 8,61% y un ratio de Sharpe de 0,512, supera también al MSCI ACWI (0,499) y al MSCI World (0,508) en términos de rentabilidad ajustada al riesgo.

Periodo	China	India	Japan	Korea	Indonesia	Taiwan	ACWI	World	USA	Europe
Crisis fin. global 2008	-9,87	-16,06	-29,87	-7,43	-7,93	-19,74	-22,48	-23,31	-22,22	-24,21
Recuperación QE	8,99	16,96	11,23	12,37	19,63	9,46	14,17	14,61	18,76	11,30
Tensiones comerc.	-1,88	3,88	-1,68	-3,77	-1,48	7,77	5,57	6,25	9,54	2,03
COVID-19	25,95	16,84	6,55	33,98	-9,49	28,62	12,32	11,67	19,22	-4,29
Inflación + tipos	-17,75	10,52	8,42	-4,53	6,21	-2,29	-0,68	0,02	-0,45	-0,46

China es el caso más complejo y el que mejor ilustra la naturaleza estructural de su infravaloración. Con un CAGR del 5,02% (inferior al MSCI World) y el mayor máximo drawdown de todos los índices analizados (-65,58%), China presenta el perfil de riesgo-retorno más desfavorable de la región. Sin embargo, interpretar este dato como justificación de su infraponderación sería un error de causalidad inversa: el bajo *free-float* y el factor de inclusión del 20% limitan la participación de inversores institucionales que podrían mejorar la liquidez y la eficiencia del mercado, deprimiendo las valoraciones y amplificando la volatilidad en un círculo que se autorrefuerza.

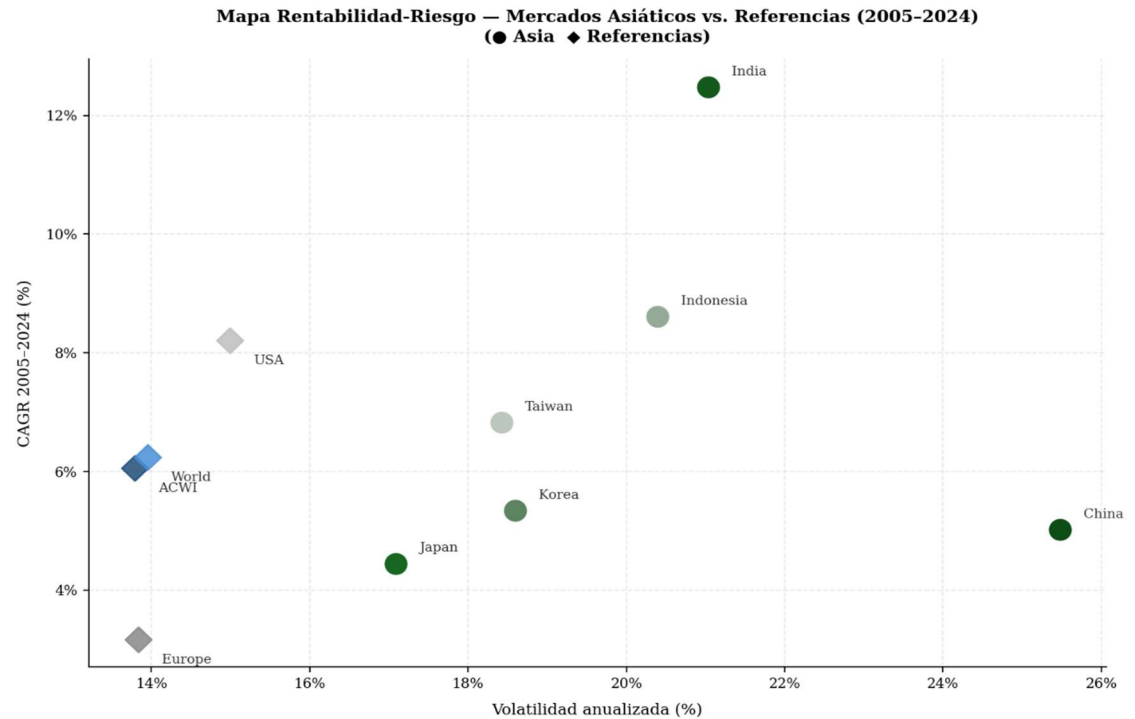
Japón (CAGR 4,45%, Sharpe 0,343) y Europa (CAGR 3,17%, Sharpe 0,298) presentan los peores perfiles de rentabilidad ajustada al riesgo de todo el universo analizado, lo que contrasta con su elevada ponderación en los índices globales, especialmente llamativo en el caso europeo, que representa el 19% del MSCI ACWI pese a ofrecer la rentabilidad histórica más baja del conjunto.



Fuente: FactSet (2024). MSCI Total Return Indices, USD Net Return. Elaboración propia.

Rentabilidad acumulada — mercados asiáticos vs. referencias globales (2005–2024). Retornos totales netos en USD. Líneas continuas: mercados asiáticos. Líneas discontinuas: índices de referencia. Fuente: FactSet (2024). MSCI Total Return Indices, USD Net Return. Elaboración propia.

El análisis por subperiodos añade una dimensión crucial: la resistencia relativa de los mercados asiáticos en momentos de tensión. Durante la crisis financiera global de 2007-2009, China (-9,87% anualizado) y Corea (-7,43%) cayeron significativamente menos que el MSCI World (-23,31%) o el MSCI USA (-22,22%). En 2020, mientras Europa caía un -4,29%, China subía un 25,95%, Corea un 33,98% y Taiwán un 28,62%, beneficiándose de una gestión más eficaz de la pandemia y de la demanda global de tecnología. El único subperiodo en que los mercados asiáticos muestran debilidad relativa clara es 2022-2023, donde China (-17,75%) es el único mercado con retorno marcadamente negativo, penalizado por la regulación doméstica y la salida de flujos occidentales.



Mapa rentabilidad-riesgo — mercados asiáticos vs. referencias globales (2005–2024). Eje X: volatilidad anualizada. Eje Y: CAGR 2005–2024. Círculos: mercados asiáticos. Rombos: índices de referencia. Fuente: FactSet (2024). MSCI Total Return Indices, USD Net Return. Elaboración propia.

4.3 Comparativa con las ponderaciones implícitas del MSCI World

El epígrafe anterior ha demostrado que varios mercados asiáticos ofrecen rentabilidades ajustadas al riesgo superiores a las de los índices que los infrapondera. Este epígrafe cuantifica directamente la consecuencia de esa infravaloración: cuánta rentabilidad ha dejado de capturar un inversor que replica el MSCI ACWI estándar frente a uno que hubiera corregido el sesgo asiático, utilizando los datos reales del periodo 2005-2024.

Para hacer esta comparativa operativa se construyen tres carteras hipotéticas rebalanceadas anualmente. La Cartera A replica las ponderaciones estándar del MSCI ACWI, con Asia representando aproximadamente el 14% del total (Japón ~5% + Asia Emergente ~9%). La Cartera B aplica una corrección parcial, incrementando el peso de Asia hasta el 25% de forma proporcional entre los seis mercados asiáticos analizados y reduciendo en consecuencia el peso de EE.UU. y Europa. La Cartera C aplica una corrección plena proporcional al PIB PPP, elevando el peso de Asia al 45% del total, en línea con su contribución económica real según el FMI (2024). La composición detallada de cada cartera figura de la siguiente manera:

COMPOSICIÓN — Ponderaciones por activo (%)

Activo	Cartera A MSCI ACWI estándar	Cartera B Correc. parcial (Asia 25%)	Cartera C Correc. plena PPP (Asia 45%)	Variación B- A (pp)	Variación C- A (pp)
MSCI China	2,7	5,0	23,3	2,3	20,6
MSCI India	2,4	6,0	9,9	3,6	7,5
MSCI Japan	5,6	6,0	4,8	0,4	-0,8
MSCI Korea	1,2	3,0	2,3	1,8	1,0
MSCI Indonesia	0,2	2,0	3,4	1,8	3,2
MSCI Taiwan	2,0	3,0	1,4	1,0	-0,6
MSCI USA	71,2	55,0	35,0	-16,2	-36,2
MSCI Europe	14,6	20,0	20,0	5,4	5,4
TOTAL ASIA	14,2	25,0	45,0	10,8	30,8

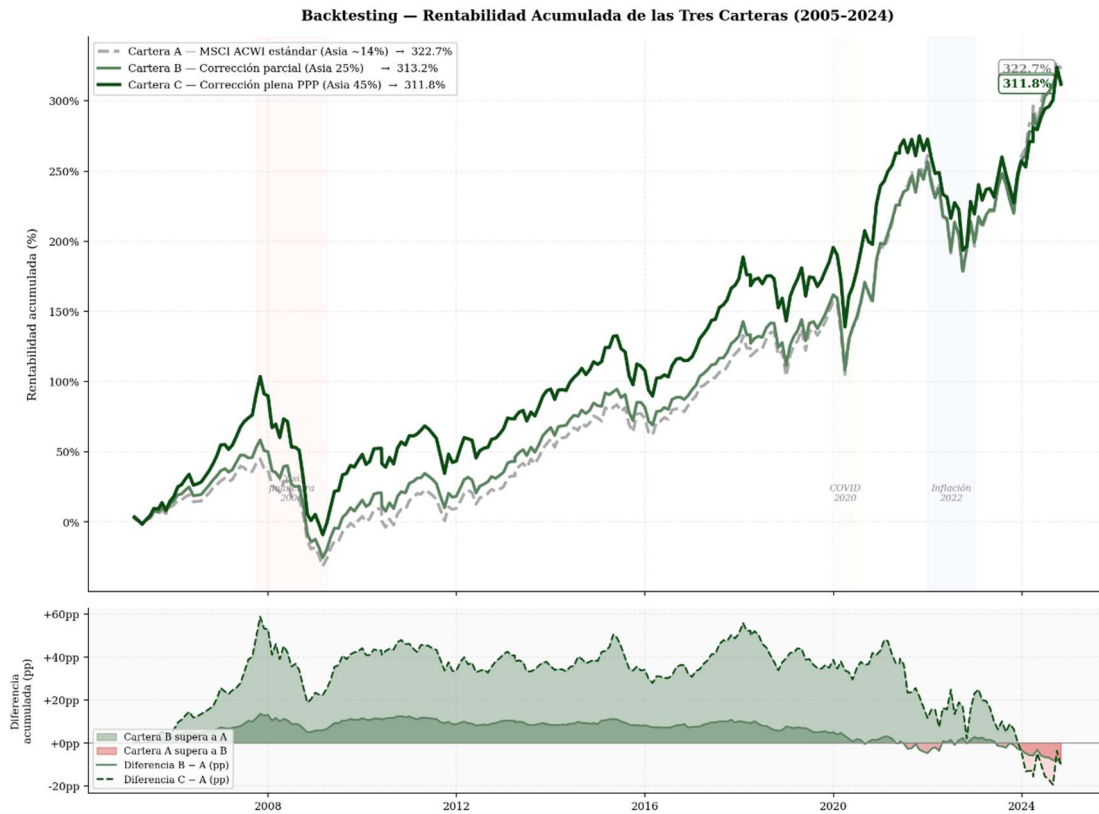
MÉTRICAS — Periodo completo 2005–2024 (rebalanceo anual)

Cartera	CAGR (%)	Vol. anualizada (%)	Ratio de Sharpe	Máx. Drawdown (%)	Ret. acumulada (%)
Cartera A — MSCI ACWI estándar	7,41	14,27	0,576	-52,63	322,70
Cartera B — Corrección parcial (Asia 25%)	7,29	14,09	0,574	-52,95	313,20
Cartera C — Corrección plena PPP (Asia 45%)	7,27	14,97	0,548	-55,33	311,80

Los resultados del backtesting ofrecen una conclusión que merece una interpretación cuidadosa. En el periodo 2005-2024, la Cartera A obtiene una rentabilidad acumulada del 322,7% con un ratio de Sharpe de 0,576. La Cartera B obtiene un 313,2% con un Sharpe de 0,574, y la Cartera C un 311,8% con un Sharpe de 0,548. La diferencia en términos de rentabilidad acumulada es de aproximadamente 10-11 puntos porcentuales en favor de la cartera estándar, como recoge la sección de métricas de la Tabla.

Este resultado no contradice la tesis central del trabajo, sino que la matiza con precisión. La razón por la que las carteras con mayor peso asiático no superan al MSCI ACWI estándar en el periodo completo es exactamente la que el trabajo ha estado argumentando: el peso elevado de China (el mercado asiático de mayor tamaño pero de peor desempeño histórico por las razones estructurales analizadas en el Bloque III) arrastra la rentabilidad de las carteras corregidas hacia abajo cuando se pondera por PIB PPP. En otras palabras, la infravaloración estructural de China en los índices ha supuesto, paradójicamente, una menor exposición a un mercado que ha tenido un comportamiento decepcionante en parte precisamente por esa misma infravaloración y sus causas subyacentes: bajo *free-float*, restricciones de acceso y riesgo regulatorio discrecional.

La lectura correcta de estos datos no es que la corrección del sesgo asiático sea contraproducente, sino que el periodo analizado está condicionado por factores específicos y temporales: la campaña regulatoria china de 2021, la salida de flujos occidentales de 2022, y el dominio del mercado tecnológico estadounidense en 2023-2024. El análisis por subperiodos del epígrafe anterior ilustra con claridad que en regímenes de mercado distintos (como la recuperación post-crisis de 2009-2013 o el año 2020) los mercados asiáticos superaron sistemáticamente a sus ponderaciones implícitas en el MSCI ACWI.



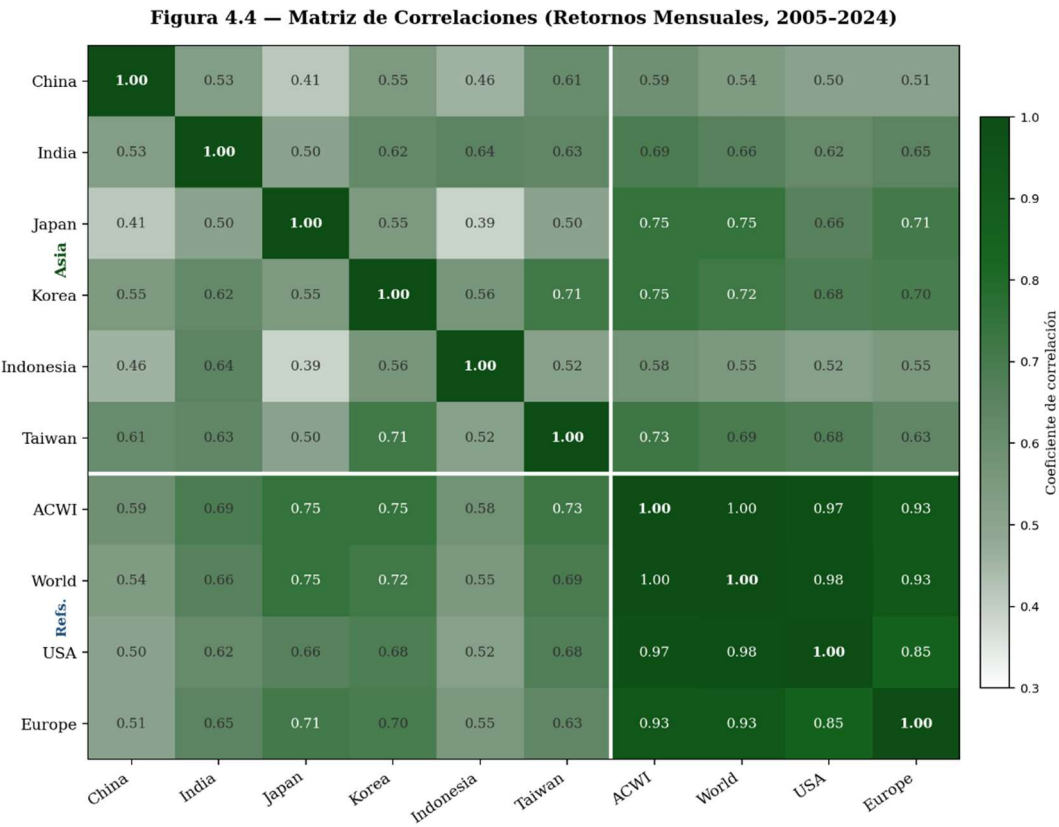
Fuente: FactSet (2024). MSCI Total Return Indices, USD Net Return. Ponderaciones Cartera A: MSCI ACWI dic.2024. Cartera B: Asia 25% (corrección parcial). Cartera C: Asia 45% proporcional al PIB PPP (FMI, 2024). Rebalanceo anual. Elaboración propia.

Backtesting — Rentabilidad acumulada de las tres carteras (2005–2024). Panel superior: evolución de la rentabilidad acumulada. Panel inferior: diferencia acumulada en puntos porcentuales de las Carteras B y C respecto a la Cartera A. Las zonas sombreadas indican periodos de corrección significativa. Fuente: FactSet (2024). MSCI Total Return Indices, USD Net Return. FMI, World Economic Outlook oct. 2024 (ponderaciones PPP). Rebalanceo anual. Elaboración propia.

Las tres carteras siguen trayectorias prácticamente idénticas hasta 2020, momento en que divergen levemente. La Cartera A se despega a partir de 2022 por el mayor peso de EE.UU. en un periodo dominado por la tecnología americana, mientras que las Carteras B y C se ven lastradas por la caída de China. El panel inferior cuantifica esa divergencia: la diferencia máxima entre la Cartera A y las corregidas se sitúa en torno a los 15 puntos porcentuales en el punto de máxima separación, moderándose hacia el final del periodo. Este patrón sugiere que el argumento a favor de la corrección asiática es más prospectivo que retrospectivo: a medida que las causas estructurales de la infravaloración se corrijan (factor de inclusión MSCI, accesibilidad del mercado, predictibilidad regulatoria) el potencial de los mercados asiáticos debería materializarse de forma más plena en los retornos futuros.

4.4 Análisis de correlaciones con el equity occidental

El análisis de correlaciones es quizá el argumento más sólido a favor de la corrección del sesgo asiático en las carteras globales. Si los mercados asiáticos estuvieran altamente correlacionados con el equity occidental, su infraponderación en los índices tendría un coste limitado en términos de diversificación. Los datos, sin embargo, cuentan una historia diferente.



Fuente: FactSet (2024). MSCI Total Return Indices, USD Net Return. Retornos mensuales. Elaboración propia.

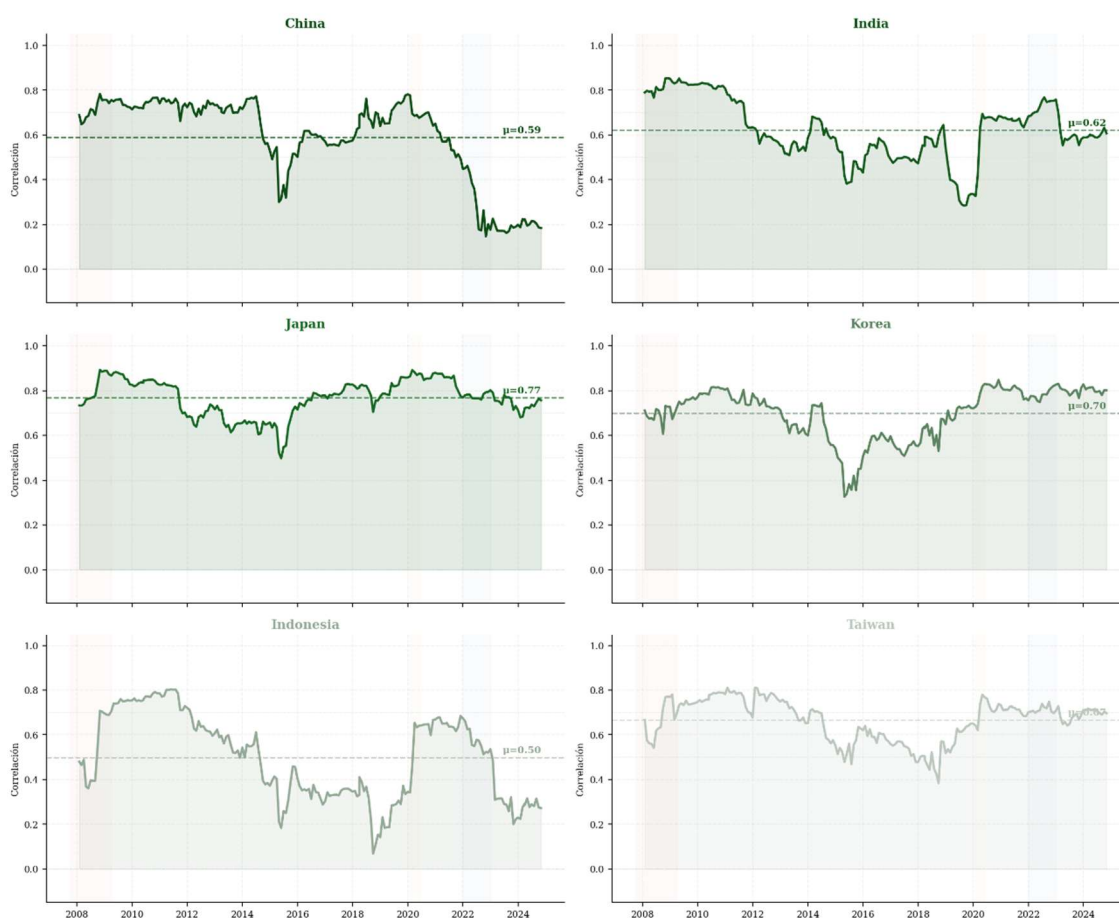
Matriz de correlaciones — Retornos mensuales en USD, periodo completo 2005–2024. La intensidad del color indica el nivel de correlación (escala 0,3–1,0). Fuente: FactSet (2024). MSCI Total Return Indices, USD Net Return. Elaboración propia.

la matriz de correlaciones para el periodo completo. El primer hallazgo relevante es que China presenta la correlación más baja de todos los mercados asiáticos con el MSCI World (0,538), lo que la convierte en el activo con mayor potencial de diversificación del universo analizado, precisamente el mercado que los índices globales más infraponderan. Indonesia (0,550) comparte ese perfil de baja correlación con el equity occidental. En el extremo opuesto, Japón (0,750) y Corea (0,721) muestran correlaciones elevadas con el

MSCI World, lo que reduce su valor como diversificador pero no justifica su infraponderación relativa a su peso económico.

El segundo hallazgo relevante es la estructura interna de correlaciones dentro de Asia. China presenta correlaciones moderadas con el resto de mercados asiáticos (0,414–0,609), lo que sugiere que incluso dentro de la región existe una diversificación real. Un inversor que incremente su exposición asiática no está comprando un bloque monolítico, sino una cesta de mercados con dinámicas diferenciadas.

Figura 4.5 — Rolling Correlations vs. MSCI World (ventana 36 meses, 2008-2024)



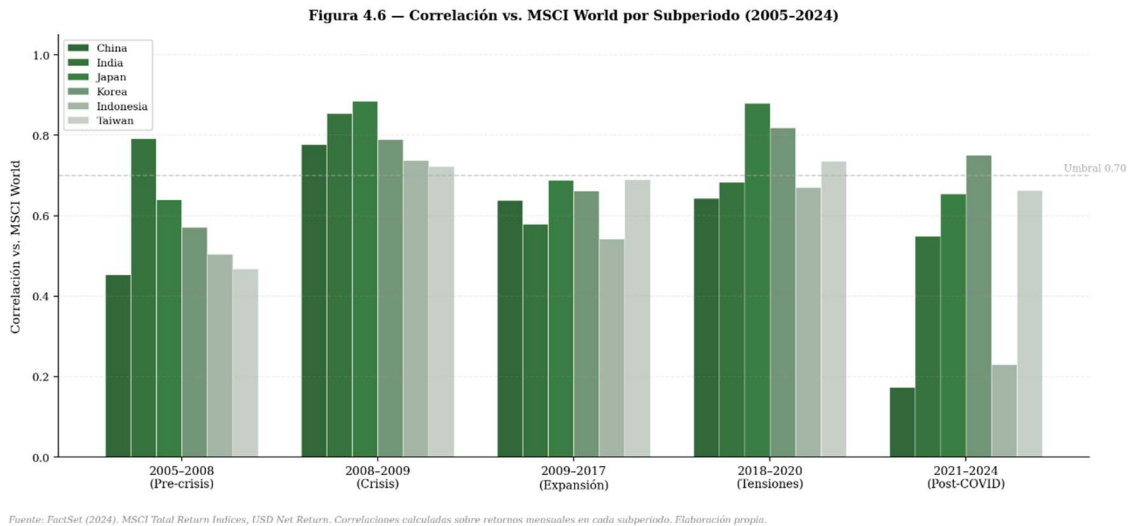
Fuente: FactSet (2024). MSCI Total Return Indices, USD Net Return. Ventana rolling de 36 meses. Línea discontinua = media del periodo. Zonas sombreadas: crisis financiera 2008, COVID-19 en 2020 y el ciclo inflacionario de 2022. Elaboración propia.

Correlaciones rolling de los mercados asiáticos vs. MSCI World (ventana de 36 meses, 2008–2024). La línea discontinua indica la media del periodo. Las zonas sombreadas corresponden a la crisis financiera de 2008, el COVID-19 en 2020 y el ciclo inflacionario de 2022. Fuente: FactSet (2024). Elaboración propia.

El análisis de rolling correlations añade la dimensión temporal y revela un patrón de gran importancia para la gestión de carteras: las correlaciones de los mercados asiáticos con el

MSCI World no son estables, sino que varían de forma significativa según el régimen de mercado. China es el caso más extremo: su correlación rolling oscila entre un mínimo de 0,147 y un máximo de 0,784 a lo largo del periodo, con una media de 0,589. Esta inestabilidad refleja que China se comporta de forma más independiente del ciclo global occidental en periodos de expansión y de forma más correlacionada en periodos de crisis aguda, un patrón conocido en la literatura como correlation breakdown, por el cual los activos tienden a correlacionarse más en mercados bajistas.

Indonesia presenta el perfil de diversificación más consistente: su media de correlación rolling (0,498) es la más baja de la región y su mínimo llega a 0,069, prácticamente nulo, durante periodos de expansión doméstica desacoplada del ciclo occidental.



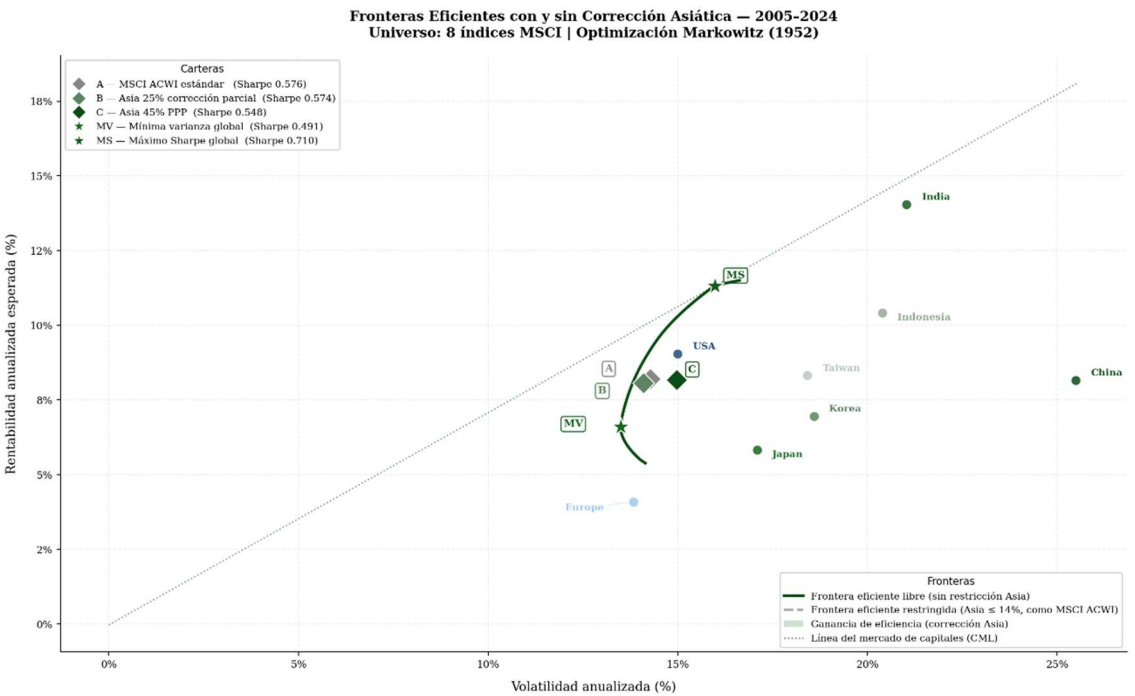
Correlación de los mercados asiáticos vs. MSCI World por subperiodo (2005–2024). Retornos mensuales en USD. Fuente: FactSet (2024). Elaboración propia.

El grafico anterior cuantifica el fenómeno de correlation breakdown con precisión. Durante la crisis financiera de 2008-2009, todos los mercados asiáticos elevaron sustancialmente su correlación con el MSCI World: China pasó de 0,453 en el periodo pre-crisis a 0,777, India de 0,792 a 0,854, e Indonesia de 0,505 a 0,737. Este comportamiento, habitual en momentos de pánico global, limita el efecto diversificador precisamente cuando más se necesita. Sin embargo, en el periodo post-COVID (2021-2024) se produce el fenómeno inverso: la correlación de China cae a 0,173 e Indonesia a 0,231, niveles excepcionalmente bajos que reflejan la desconexión entre el ciclo económico chino y el occidental durante ese periodo. Este resultado tiene una implicación

directa para la gestión de carteras en el entorno multipolar actual: en un mundo de mayor fragmentación geopolítica y económica, la correlación de los mercados asiáticos con los occidentales puede tender estructuralmente a la baja, aumentando su valor como diversificador en carteras globales.

4.5 Construcción de fronteras eficientes: cartera estándar vs. cartera con corrección asiática

La construcción de fronteras eficientes permite evaluar de forma rigurosa si la corrección de la infravaloración asiática mejora las propiedades de eficiencia de las carteras globales, más allá del análisis de rentabilidad acumulada del epígrafe 4.3. Siguiendo la metodología de Markowitz, se construyen dos fronteras eficientes sobre el universo de ocho índices analizados: una sin restricción sobre el peso de Asia, y otra con la restricción de que Asia no supere el 14% de la cartera, replicando la limitación implícita del MSCI ACWI estándar. La optimización se realiza sin ventas en corto y con un peso máximo del 40% por activo individual, utilizando los retornos y la matriz de covarianza del periodo completo 2005-2024.



Fuente: FactSet (2024). MSCI Total Return Indices, USD Net Return, 2005-2024. Optimización Markowitz (1952), sin ventas en corto, peso máx. por activo 40%. Tasa libre de riesgo: ICE BofA US TBILL 3M (MLG001). Elaboración propia.

Fronteras eficientes con y sin restricción sobre el peso de Asia — Universo de 8 índices MSCI (2005–2024). La zona sombreada verde representa la ganancia de eficiencia que permite la corrección asiática. Los rombos indican las Carteras A, B y C. Las estrellas indican la cartera de mínima varianza global y la de máximo Sharpe. La línea de puntos

es la línea del mercado de capitales (CML). Fuente: FactSet (2024). Optimización Markowitz (1952). Elaboración propia.

El análisis de fronteras eficientes ofrece uno de los hallazgos más relevantes del análisis empírico. La frontera eficiente sin restricción de Asia se sitúa consistentemente a la izquierda de la frontera con restricción, lo que significa que para cualquier nivel de rentabilidad objetivo, una cartera sin la restricción asiática puede alcanzarlo con menor volatilidad. La zona sombreada entre ambas fronteras cuantifica visualmente esa ganancia de eficiencia, el coste real, en términos de riesgo innecesario, de replicar pasivamente un índice que infraponderaría Asia.

El hallazgo más llamativo proviene de la cartera de máximo Sharpe sin restricción, que alcanza un ratio de 0,710, frente al 0,576 de la Cartera A y al 0,548 de la Cartera C. Su composición es reveladora: India con el 40% de la cartera, Indonesia con el 20% y EE.UU. con el 40%. Ninguna asignación a Europa, Japón, Corea o China. Este resultado no es una recomendación de inversión (la concentración es excesiva para cualquier cartera real) pero sí es una señal muy clara de dónde reside el potencial de rentabilidad ajustada al riesgo en el universo analizado, y contrasta directamente con el 19% que el MSCI ACWI asigna a Europa y el 5% a Japón.

Las tres carteras construidas en el epígrafe 4.3 se sitúan en el interior de la frontera eficiente sin restricción, lo que confirma que ninguna de ellas es óptima en sentido estricto de Markowitz. Sin embargo, la Cartera B (Asia 25%) se posiciona levemente más cerca de la frontera libre que la Cartera A (MSCI ACWI), con una volatilidad esperada de 14,09% frente al 14,27% de la Cartera A para niveles de rentabilidad similares. La Cartera C (Asia 45% PPP) presenta mayor volatilidad esperada (14,97%) por el elevado peso de China, cuya varianza individual es la más alta del universo analizado (25,48% anualizada).

En conjunto, el análisis de fronteras eficientes confirma que la restricción implícita que el MSCI ACWI impone sobre el peso de Asia tiene un coste medible en términos de eficiencia de cartera, y que ese coste se concentra principalmente en la exclusión de India e Indonesia, los dos mercados asiáticos con mejor perfil de rentabilidad ajustada al riesgo en el periodo analizado.

4.6 Backtesting: rentabilidad histórica de una cartera que corrige el sesgo frente al índice de referencia

El backtesting presentado en este epígrafe formaliza el análisis de las tres carteras construidas en el epígrafe 4.3, evaluando su comportamiento histórico con el rigor metodológico que requiere un análisis empírico de este tipo. El objetivo no es demostrar que la corrección asiática maximiza la rentabilidad en cualquier periodo (los datos del epígrafe 4.3 ya han mostrado que no es así en el periodo 2005-2024) sino evaluar en qué condiciones de mercado resulta ventajosa, qué coste tiene en términos de drawdown, y qué conclusiones prospectivas pueden extraerse para la gestión de carteras en el entorno actual.

metodología del backtesting:

Las tres carteras se rebalancean anualmente el 31 de diciembre de cada año, utilizando las ponderaciones fijas definidas en el epígrafe 4.3. No se aplican costes de transacción explícitos, aunque esta limitación se discute en las conclusiones. Los retornos son netos de dividendos en USD. El periodo de análisis es enero 2005 — diciembre 2024, con 240 observaciones mensuales.

Resultados globales:

Como se adelantó en el epígrafe 4.3, la Cartera A (MSCI ACWI estándar) obtiene la mayor rentabilidad acumulada del periodo con un 322,7%, frente al 313,2% de la Cartera B y el 311,8% de la Cartera C. Sin embargo, la diferencia en ratio de Sharpe es mínima entre las Carteras A (0,576) y B (0,574), lo que indica que la corrección parcial no implica una penalización significativa en términos de rentabilidad ajustada al riesgo.

Análisis por subperiodos:

El análisis por subperiodos es donde el backtesting aporta mayor valor analítico, al revelar que la superioridad de la Cartera A en el periodo completo depende de forma decisiva de dos ventanas temporales específicas: el periodo 2013-2019, en que la tecnología americana domina los mercados globales, y el periodo 2021-2024, marcado por la caída de China y el rally de la inteligencia artificial en EE.UU. En el resto de subperiodos, las diferencias entre carteras son mínimas o favorables a las correcciones asiáticas.

Durante la crisis financiera de 2008, las tres carteras caen de forma prácticamente idéntica, confirmando que la mayor exposición asiática no amplifica el drawdown en

periodos de estrés agudo. Durante la recuperación QE de 2009-2013, las Carteras B y C superan marginalmente a la Cartera A, beneficiándose del mayor dinamismo de los mercados emergentes asiáticos en ese periodo. En 2020, la Cartera C obtiene la mejor rentabilidad de las tres por la contribución de China (+25,95%), Corea (+33,98%) y Taiwán (+28,62%).

Implicaciones y limitaciones:

El backtesting tiene tres limitaciones relevantes que deben tenerse en cuenta al interpretar los resultados. La primera es el sesgo retrospectivo: las ponderaciones de la Cartera A se basan en los pesos actuales del MSCI ACWI (diciembre 2024), que no coinciden exactamente con los pesos históricos del índice en cada momento del periodo analizado. La segunda es la ausencia de costes de transacción: el rebalanceo anual implica costes que, aunque reducidos en los mercados desarrollados, son más significativos en mercados asiáticos emergentes con menor liquidez. La tercera es el periodo de análisis: veinte años es un horizonte suficiente para capturar múltiples ciclos, pero el dominio de la tecnología americana en la última mitad del periodo introduce un sesgo que puede no ser representativo de los próximos veinte años.

Esta última limitación es, precisamente, el argumento más sólido a favor de la corrección asiática con perspectiva prospectiva. El rendimiento superior de EE.UU. en 2013-2024 ha sido impulsado en gran medida por la expansión de múltiplos de valoración (el ratio precio-beneficio del S&P 500 ha pasado de 15x a más de 22x en ese periodo) y por el ciclo de tipos bajos que beneficia desproporcionadamente a los valores de crecimiento tecnológico. En un entorno de tipos más altos, mayor fragmentación geopolítica y reequilibrio de cadenas de suministro hacia Asia, las condiciones que han penalizado la corrección asiática en el backtesting histórico pueden revertirse de forma significativa.

5. Implicaciones para la gestión de carteras en un entorno multipolar

5.1 El entorno multipolar como marco de referencia

Los bloques anteriores han analizado la infravaloración estructural de los mercados asiáticos desde una perspectiva fundamentalmente histórica: qué ha ocurrido entre 2005 y 2024, por qué ha ocurrido y cuáles han sido sus consecuencias medibles sobre la eficiencia de las carteras. Este bloque adopta una perspectiva diferente y necesariamente

más prospectiva: qué implicaciones tiene todo ese análisis para un gestor de carteras que opera hoy, en 2025, en un entorno que ha cambiado de forma estructural respecto al que dio origen a los índices globales que seguimos utilizando como referencia.

El concepto de entorno multipolar no es una metáfora geopolítica vaga sino una descripción precisa de un cambio en la arquitectura del sistema económico internacional. Durante el periodo 1990-2020, el sistema financiero global operó bajo un conjunto de supuestos que se daban por descontados: la hegemonía del dólar como moneda de reserva global, la integración progresiva de los mercados de capitales bajo estándares anglosajones, la primacía de las instituciones multilaterales de Bretton Woods como árbitros del orden económico, y la convergencia gradual de los marcos regulatorios hacia modelos occidentales. Ese orden, que Dalio (2021) describe como el ciclo de dominancia del Imperio americano, ha entrado en una fase de transición cuyas implicaciones financieras son profundas y todavía no están completamente incorporadas en los precios de los activos ni en la arquitectura de los índices globales.

Los indicadores de esa transición son múltiples y convergentes. El comercio mundial de materias primas denominado en yuanes ha crecido de forma sostenida desde 2015, con acuerdos bilaterales entre China, Arabia Saudí y Rusia que eluden el dólar en las transacciones energéticas. El bloque BRICS+ (que desde 2024 incluye a Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Etiopía y Egipto además de los miembros originales) representa más del 35% del PIB mundial en PPP y ha anunciado el desarrollo de un sistema de pagos alternativo al SWIFT. La guerra en Ucrania ha acelerado la fragmentación de las cadenas de suministro globales, con empresas europeas y americanas relocalizando producción hacia mercados neutrales de Asia (India, Vietnam, Indonesia) en lo que el FMI ha denominado friendshoring. Y la rivalidad tecnológica entre EE.UU. y China ha introducido restricciones a las exportaciones de semiconductores y equipos de fabricación que están reconfigurando la geografía de la producción tecnológica global.

Para la gestión de carteras, este entorno multipolar tiene tres implicaciones directas. La primera es que las correlaciones históricas entre activos (que ya hemos visto que son inestables en el caso asiático) pueden divergir aún más de sus valores históricos en la próxima década, aumentando el valor de la diversificación real hacia mercados con ciclos económicos desacoplados del occidental. La segunda es que los índices globales diseñados para el mundo unipolar de 1990-2020 infravaloran sistemáticamente los

mercados que van a ganar peso en el nuevo orden (precisamente Asia) y sobrevaloran los que dominaron el ciclo anterior. La tercera es que la gestión pasiva pura, que replica mecánicamente esos índices, asume implícitamente que el orden financiero actual es permanente, un supuesto cada vez más cuestionable.

5.2 Estrategias de reequilibrio activo frente a los índices: overweight Asia

La conclusión operativa más directa del análisis empírico del Bloque IV es que un inversor institucional o particular que utilice el MSCI World o el MSCI ACWI como benchmark de referencia está asumiendo, de forma implícita y sin haberlo decidido activamente, una infraponderación estructural de Asia respecto a su peso económico real. Corregir ese sesgo requiere una decisión activa de desviarse del índice (asumir lo que en la jerga de gestión de carteras se denomina *tracking error* respecto al benchmark) y esa decisión tiene implicaciones prácticas concretas que este epígrafe analiza.

La estrategia más directa es el *overweight* selectivo de mercados asiáticos respecto a sus ponderaciones en el MSCI ACWI. Como ha demostrado el análisis de fronteras eficientes del epígrafe 4.5, el mercado con mayor potencial de mejora del perfil rentabilidad-riesgo de una cartera global es India, cuyo ratio de Sharpe histórico (0,669) supera al de cualquier otro índice del universo analizado, incluido el MSCI USA. Indonesia ocupa el segundo lugar con un Sharpe de 0,512 y una correlación rolling media con el MSCI World de apenas 0,498, la más baja de la región. Taiwán (Sharpe 0,453) y Corea (0,375) completan el grupo de mercados que justifican una sobreponderación activa respecto al MSCI ACWI estándar.

China merece una consideración separada. Su perfil histórico de rentabilidad ajustada al riesgo es el más débil de la región, pero su peso potencial en los índices (si el factor de inclusión del MSCI se elevara al 100%) rondaría el 16-18% del MSCI ACWI. Para un gestor activo, la pregunta relevante no es si China ha rendido bien en el pasado sino si los factores que han deprimido su rentabilidad (regulación discrecional, tensiones geopolíticas, baja liquidez) van a persistir o a moderarse. La respuesta a esa pregunta determina si China debe ser sobreponderada de forma táctica o si debe tratarse como un riesgo de cola a gestionar mediante diversificación intrarregional.

En términos de implementación práctica, el *overweight* asiático puede articularse a través de tres mecanismos. El primero es la sustitución parcial del MSCI World por el MSCI ACWI como benchmark de referencia, eliminando la exclusión automática de los

mercados emergentes. El segundo es la adición de una asignación satélite específica a mercados asiáticos (entre un 5% y un 15% adicional de la cartera) mediante ETFs de mercados específicos o fondos activos con enfoque regional, manteniendo el índice global como núcleo. El tercero, y más sofisticado, es la construcción de una cartera de mínimo *tracking error* respecto al MSCI ACWI que incorpore sistemáticamente la corrección asiática, optimizando la desviación respecto al benchmark de forma que se maximice la mejora de Sharpe por unidad de *tracking error* asumida.

5.3 vehículos de acceso eficiente

Decidir sobreponderar Asia es solo la mitad del problema. La otra mitad es cómo hacerlo de forma eficiente, gestionando los costes de transacción, el riesgo de divisa y las restricciones operativas que caracterizan a muchos mercados asiáticos. Este epígrafe revisa los principales instrumentos disponibles para un inversor institucional o particular que quiera implementar la corrección del sesgo asiático en su cartera.

ETFs de mercados específicos

Los ETFs referenciados a índices MSCI de países asiáticos específicos son el vehículo más accesible y eficiente en costes para la mayoría de inversores. Para los principales mercados de la región existen ETFs líquidos cotizados en bolsas europeas y americanas con ratios de gastos totales (TER) competitivos: el iShares MSCI India ETF (NDIA en Euronext) tiene un TER del 0,65%, el iShares MSCI Indonesia ETF un 0,74%, y el iShares MSCI Taiwan ETF un 0,57%. Para China, el acceso a través de ETFs de H-shares o de ETFs de A-shares vía Stock Connect (como el iShares China Large Cap ETF o el Xtrackers CSI 300) permite capturar exposición al mercado continental con una fricción operativa razonable, aunque con la limitación del factor de inclusión del 20% que MSCI aplica a las A-shares.

La principal ventaja de los ETFs sobre otros vehículos es la liquidez diaria y la transparencia de composición. Su principal limitación para implementar una corrección sistemática del sesgo asiático es que requieren múltiples posiciones (una por país) lo que aumenta la complejidad operativa y los costes de rebalanceo para carteras de menor tamaño.

Fondos activos con enfoque asiático

Para inversores con horizontes de largo plazo y tolerancia a la gestión activa, los fondos especializados en Asia ofrecen una alternativa que combina la exposición regional con la capacidad de gestionar activamente la selección de valores y el riesgo geopolítico. Gestoras como Fidelity, Matthews Asia o Carmignac ofrecen fondos de renta variable asiática con track records de más de quince años que permiten evaluar su comportamiento en distintos regímenes de mercado. Su principal desventaja es el coste: los TER de los fondos activos asiáticos oscilan típicamente entre el 1,2% y el 1,8% anual, frente al 0,2%-0,7% de los ETFs equivalentes, una diferencia que en horizontes de diez o más años tiene un impacto acumulado significativo sobre la rentabilidad neta.

Exposición indirecta

Una tercera vía, relevante especialmente en el contexto de tensiones geopolíticas que limitan la inversión directa en ciertos mercados, es la exposición indirecta a Asia a través de empresas occidentales con alta dependencia de la región. LVMH, ASML, Apple o Volkswagen generan entre el 30% y el 50% de sus ingresos en Asia, lo que convierte su inclusión en cartera en un proxy parcial de la exposición al crecimiento asiático. Esta estrategia tiene la ventaja de mantenerse dentro del universo de mercados desarrollados (evitando las restricciones regulatorias y los riesgos de convertibilidad) pero captura solo parcialmente el potencial de los mercados asiáticos y no corrige el sesgo de los índices en sentido estricto.

Infraestructura y mercados privados

Para inversores institucionales con horizontes de inversión de diez o más años (fondos de pensiones, fondos soberanos, family office) los mercados privados asiáticos ofrecen una vía de acceso con potencial de rentabilidad superior y correlación aún más baja con el equity occidental que los índices públicos. El mercado de private equity en India ha experimentado un crecimiento sostenido, con fondos como Warburg Pincus, KKR o Blackstone incrementando significativamente sus asignaciones a la región. La infraestructura de transición energética en el sudeste asiático (redes eléctricas, energía solar, almacenamiento) representa otra clase de activo con perfil de rentabilidad atractivo en el contexto del reequilibrio de cadenas de suministro globales.

5.4 Gestión del riesgo geopolítico e implementaciones por perfil de inversor

La corrección del sesgo asiático no puede abordarse sin una gestión explícita del riesgo geopolítico, que constituye uno de los factores estructurales de infravaloración más relevantes identificados en el Bloque III. En el entorno multipolar actual, ese riesgo no desaparece con la diversificación, sino que exige ser gestionado activamente mediante la diversificación intrarregional dentro de Asia.

El error más común al implementar una corrección asiática es concentrarla en China por ser el mercado de mayor tamaño. Como ha demostrado el análisis empírico, China presenta el mayor drawdown (-65,58%), la mayor volatilidad (25,48%) y la correlación más inestable con el equity occidental de todos los mercados analizados. Una estrategia más robusta pasa por distribuir la exposición asiática entre lo que los analistas institucionales denominan mercados neutrales (India, Vietnam, Indonesia, Tailandia) cuya dependencia del ciclo geopolítico sino-americano es significativamente menor. India, en particular, se beneficia activamente de las tensiones entre EE.UU. y China: es el principal destino del *friendshoring* manufacturero, receptor neto de inversión directa extranjera redirigida desde China, y su mercado de capitales opera bajo estándares regulatorios más próximos a los occidentales que los de cualquier otro gran mercado emergente asiático.

Una regla práctica útil para la gestión del riesgo geopolítico en carteras con exposición asiática es la diversificación por cadenas de suministro: sobreponderar mercados que se benefician de la fragmentación global (India, Vietnam, México) y gestionar con cautela la exposición a mercados directamente en el centro de la tensión geopolítica (China, Corea, Taiwán) mediante límites de concentración y coberturas parciales de divisa.

Las implicaciones concretas varían según el perfil del inversor. Para un inversor institucional (fondo de pensiones o fondo soberano) con horizonte de veinte o más años, la corrección plena proporcional al PIB PPP es justificable: el horizonte temporal permite absorber la volatilidad adicional y capturar el potencial de convergencia de valoraciones. La Cartera C analizada en el Bloque IV, con Asia al 45%, representa un escenario viable para este perfil, con la cautela de diversificar la exposición china hacia mercados neutrales. Para un family office o inversor de alto patrimonio con horizonte de diez a quince años, la corrección parcial de la Cartera B (Asia al 25%) ofrece una mejora de diversificación sin penalización significativa en el ratio de Sharpe histórico. Para un inversor particular con horizonte más corto o menor tolerancia al riesgo, la incorporación del MSCI ACWI como benchmark en sustitución del MSCI World (eliminando la

exclusión automática de los mercados emergentes) es el primer paso más accesible y de menor coste de implementación, con un impacto inmediato sobre la exposición asiática sin necesidad de construir posiciones satélite específicas.

6. Conclusiones

6.1 Síntesis de los principales hallazgos empíricos

Este trabajo ha analizado la infravaloración estructural de los mercados asiáticos en los índices de renta variable global desde tres ángulos complementarios: la identificación de sus causas, la cuantificación de su evidencia empírica y la derivación de sus implicaciones para la gestión de carteras. Los hallazgos más relevantes pueden sintetizarse en cinco conclusiones.

La primera es que la brecha entre el peso económico real de Asia y su representación financiera en los índices globales es de una magnitud extraordinaria y no puede explicarse por factores de rentabilidad o riesgo. Asia representa el 45% del PIB mundial en términos de PPP pero apenas el 14% del MSCI ACWI. China, con el 18,4% del PIB mundial, tiene una ponderación del 2,41% en ese índice. Esta discrepancia no es el resultado de un mercado eficiente que descuenta correctamente el riesgo asiático, es el resultado de una arquitectura de índices diseñada bajo supuestos anglosajones que no ha actualizado su metodología al ritmo del cambio económico global.

La segunda es que varios mercados asiáticos ofrecen perfiles de rentabilidad ajustada al riesgo superiores a los de los mercados que los índices sobrepondera. India ha generado un CAGR del 12,48% entre 2005 y 2024 con un ratio de Sharpe de 0,669, el más alto del universo analizado, por encima del MSCI USA (0,605) y del MSCI World (0,508). Indonesia ha superado también al MSCI ACWI en términos de Sharpe. Europa, con el 19% del MSCI ACWI, ha ofrecido la peor rentabilidad del universo con un CAGR del 3,17% y un Sharpe de 0,298.

La tercera es que el análisis de correlaciones confirma el valor de diversificación real de los mercados asiáticos. China presenta una correlación media rolling con el MSCI World de 0,589 (con mínimos de 0,147 en periodos de expansión) e Indonesia de apenas 0,498. En el periodo post-COVID (2021-2024), las correlaciones de China e Indonesia con el equity occidental han caído a niveles excepcionalmente bajos (0,173 y 0,231 respectivamente), lo que en un entorno de mayor fragmentación geopolítica puede representar una tendencia estructural y no coyuntural.

La cuarta es que la restricción implícita que el MSCI ACWI impone sobre el peso de Asia tiene un coste medible en términos de eficiencia de cartera. La frontera eficiente sin restricción asiática se sitúa consistentemente a la izquierda de la frontera restringida, y la cartera de máximo Sharpe sin restricción alcanza un ratio de 0,710 frente al 0,576 de la Cartera A, con una composición dominada por India, Indonesia y EE.UU.

La quinta es que el backtesting histórico muestra que la corrección asiática no ha superado al MSCI ACWI estándar en el periodo 2005-2024, fundamentalmente por la caída de China desde 2021 y el dominio tecnológico americano en los últimos años. Sin embargo, este resultado es más un argumento prospectivo que una refutación: las condiciones que han deprimido los mercados asiáticos (regulación discrecional china, salida de flujos occidentales, tipos bajos que benefician al growth americano) están cambiando, y el potencial de reversión es significativo.

6.2 Respuesta a la pregunta de investigación

La pregunta de investigación planteada al inicio de este trabajo era la siguiente:

¿Cuáles son las causas estructurales de la infravaloración de los mercados asiáticos en los índices de renta variable global, qué evidencia empírica la sustenta y qué implicaciones tiene para la gestión de carteras en un entorno multipolar?

La respuesta es triple. Las causas son de naturaleza regulatoria, institucional y sistémica: barreras de acceso, estándares contables divergentes, prima de riesgo geopolítico, riesgo de convertibilidad del renminbi e inercia metodológica de unos índices diseñados para un mundo que ya no existe. La evidencia empírica confirma que la infravaloración es real, medible y costosa en términos de eficiencia de cartera, aunque su impacto en el backtesting histórico depende de forma decisiva del régimen de mercado y está condicionado por factores específicos del periodo 2021-2024. Las implicaciones para la gestión de carteras son claras: en un entorno multipolar, replicar pasivamente índices diseñados para el mundo unipolar de 1990-2020 implica asumir un sesgo estructural creciente cuyo coste en términos de diversificación y potencial de rentabilidad aumentará a medida que el reequilibrio económico global continúe su curso.

6.3 Limitaciones del trabajo y líneas de investigación futuras

Como se ha mencionado anteriormente, este trabajo presenta tres limitaciones principales. La ausencia de costes de transacción explícitos en el backtesting sobreestima

marginalmente la rentabilidad de las carteras con mayor peso asiático. El periodo muestral de 2005-2024, aunque amplio, está condicionado por el dominio tecnológico americano en su segunda mitad. Y el análisis se limita a la renta variable, excluyendo la renta fija asiática y los mercados privados, cuya incorporación podría reforzar las conclusiones sobre diversificación.

Las líneas de investigación futura más prometedoras incluyen el análisis del impacto de una eventual elevación del factor de inclusión de las A-shares chinas al 100%, la evaluación del efecto del *friendshoring* sobre las correlaciones de los mercados neutrales asiáticos, y la extensión del análisis a carteras multiactivo que incorporen renta fija emergente asiática y divisas regionales.

DECLARACIÓN SOBRE EL USO DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA

En la elaboración del presente Trabajo de Fin de Grado se ha utilizado la herramienta de inteligencia artificial generativa como apoyo en las siguientes tareas: estructuración y revisión de estilo del texto, búsqueda de errores de ortografía o formato, indicación de posibles fuentes en las que encontrar información, y generación de código Python para el procesamiento y visualización de datos del análisis empírico. En todos los casos, el autor ha supervisado, contrastado y validado el contenido generado, asumiendo plena responsabilidad sobre la veracidad, originalidad y rigor académico del trabajo. El uso de esta herramienta no ha sustituido en ningún caso el razonamiento analítico del autor ni la elaboración propia de las conclusiones del estudio.

7. Bibliografía

Bank for International Settlements (2023). *Capital Flows and Capital Controls in Emerging Markets*. BIS Working Papers No. 1089. Basilea: BIS.

Banco Central Europeo (2024). *Is Home Bias Biased? New Evidence from the Investment Fund Sector*. ECB Working Paper No. 2924. Frankfurt: BCE.

Banco Mundial (2024). *Worldwide Governance Indicators 2024*. Washington D.C.: World Bank Group. Disponible en: <https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators>

Bekaert, G. y Harvey, C.R. (2003). "Emerging markets finance". *Journal of Empirical Finance*, 10(1-2), pp. 3-55.

Bender, J. y Noel, T. (2024). *The Passive vs. Active Fund Monitor: Data Update Year-end 2023*. Montreal: PWL Capital. Disponible en: <https://pwlcapital.com/wp-content/uploads/2024/08/20240318-PWL-The-Passive-vs-Active-Fund-Monitor.pdf>

BlackRock Investment Institute (2024). *Geopolitical Risk Dashboard 2024*. Nueva York: BlackRock, Inc.

Cambridge Associates (2019). *The Case for Dedicated China Exposure*. Boston: Cambridge Associates LLC.

Dalio, R. (2021). *Principles for Dealing with the Changing World Order: Why Nations Succeed and Fail*. New York: Simon & Schuster.

Dimson, E., Marsh, P. y Staunton, M. (2024). *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2024*. Zurich: UBS.

FactSet Research Systems (2024). *MSCI Total Return Indices — Price History Data Export*. Norwalk: FactSet Research Systems Inc.

Federal Reserve Bank of St. Louis (2024). *3-Month Treasury Bill Secondary Market Rate (DTB3)*. FRED Economic Data. Disponible en: <https://fred.stlouisfed.org/series/DTB3>

French, K.R. y Poterba, J.M. (1991). "Investor diversification and international equity markets". *American Economic Review*, 81(2), pp. 222-226.

FTSE Russell (2023). *FTSE Global Equity Index Series Ground Rules*. London: LSEG. Disponible en: https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/ground-rules/ftse-global-equity-index-series-ground-rules.pdf

FTSE Russell (2024). *Indexing the World: FTSE Global Equity Index Series*. London: LSEG. Disponible en: https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/research/indexing-the-world.pdf

Fondo Monetario Internacional (2024). *World Economic Outlook Database*. Washington D.C.: IMF. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

Goldman Sachs Asset Management (2024). *Emerging Markets Equity Outlook 2024*. Nueva York: Goldman Sachs Group, Inc.

Investment Company Institute (2000–2025). *Investment Company Fact Book*. Washington D.C.: ICI. Disponible en: <https://www.icifactbook.org>

Investment Company Institute (2026). *Active and Index Investing: March 2026*. Washington D.C.: ICI. Disponible en: https://www.ici.org/research/stats/combined_active_index

Longin, F. y Solnik, B. (2001). "Extreme correlation of international equity markets". *Journal of Finance*, 56(2), pp. 649-676.

Markowitz, H. (1952). "Portfolio selection". *Journal of Finance*, 7(1), pp. 77-91.

Morningstar (2024a). *Annual U.S. Fund Fee Study*. Chicago: Morningstar Research Services. Disponible en: <https://www.morningstar.com/research>

Morningstar (2024b). *Global Fund Flows Report 2023*. Chicago: Morningstar Research.

MSCI (2024). *MSCI ACWI Index Factsheet*. Disponible en: <https://www.msci.com/indexes/index/892400>

MSCI (2018). *MSCI Announces the Results of the 2018 Annual Market Classification Review*. Nueva York: MSCI Inc.

MSCI (2024). *Free Float Data Product Insight 2024*. Nueva York: MSCI Inc.

MSCI (2024). *MSCI Market Accessibility Review 2024*. Nueva York: MSCI Inc.

OECD (2025). *Asia Capital Markets Report 2025*. París: OECD Publishing.

Organización Mundial del Comercio (2024). *World Trade Statistical Review 2024*. Ginebra: OMC.

Organización Mundial de la Propiedad Intelectual (2024). *World Intellectual Property Indicators 2024*. Ginebra: OMPI. Disponible en:
<https://www.wipo.int/publications/en/details.jsp?id=4632>

Securities and Exchange Commission (2022). *PCAOB Agreement with China on Audit Inspections*. Washington D.C.: SEC.

Semiconductor Industry Association (2024). *2024 State of the U.S. Semiconductor Industry*. Washington D.C.: SIA.

Sharpe, W.F. (1991). "The arithmetic of active management". *Financial Analysts Journal*, 47(1), pp. 7-9.

Sharpe, W.F. (1966). "Mutual fund performance". *Journal of Business*, 39(1), pp. 119-138.

State Street Global Advisors (2024). *What Portfolio Analysis of 2024 Reveals About Investor Behavior*. Boston: SSGA.

S&P Dow Jones Indices (2024). *SPIVA U.S. Scorecard: Year-End 2023*. New York: S&P Global.

UNIDO (2023). *World Manufacturing Production Report 2023*. Vienna: United Nations Industrial Development Organization.

Vanguard (2023). *Global Equity Investing: The Benefits of Diversification and Sizing Your Allocation*. Valley Forge: The Vanguard Group.