

MARKET TIMING:

# El fantasma de los ciclos económicos y los premios accionarios

Por **Rodrigo Álamos**  
Socio de Capital Advisors

“Anticiparse a los mercados es el sueño de todos”

*Robert Merton*  
Premio Nobel de Economía

A lo largo de la historia bursátil, deben ser millones los casos de inversionistas que infructuosamente han intentado ganarle al mercado. Puede que en algunos momentos esa ilusión pareciera posible, pero la realidad da cuenta de que ello es muy difícil de lograr. ¿Y por qué? Simplemente porque en los mercados financieros existe un equilibrio entre compradores y vendedores, que aportan al transar su respectiva cuota de información, haciendo que los activos se transen a un precio justo que refleja la información disponible.

¿Ha hecho cambios en su cartera de inversión tras leer una noticia en el diario? Ojalá que no y si su respuesta fuera afirmativa, le recomiendo que no lo vuelva a hacer. Básicamente porque debido a lo dicho en el párrafo precedente, usted siempre llegará tarde. ¡Los precios de los activos ya reflejan esa noticia aparecida en el diario! Y es por eso que es un mal negocio hacer market timing, tomando como base la información financiera que sale en los medios de comunicación.

Durante 2018 hubo un promedio diario de US\$460,000 millones en operaciones de acciones en todo el mundo. Esa cifra gigantesca de transacciones llevó a que toda la información disponible -desde los datos económicos hasta las preferencias de los inversionistas- fuera incorporada rápidamente por el mercado, en esas millones de compraventas, a los precios de los activos.

Y la evidencia indica que el mercado logra hacerlo antes de que incluso los inversionistas más avezados puedan reaccionar: un estudio de Dimensional para los últimos 20 años dio cuenta que a nivel internacional, el 77% de los fondos mutuos de acciones y el 92% de los fondos de renta fija no fueron capaces de ganarle al mercado. “Anticiparse a los mercados es el sueño de todos”, ha dicho Robert Merton, Premio Nobel de Economía.

## Peak de la bolsa

Usted podría estar en desacuerdo con lo anterior y señalar que el peak en que se encuentra actualmente la bolsa de EEUU anticipa caídas para las acciones. De hecho, hasta podría apoyarse en el reciente informe de Preqin Investor, donde se consigna que el 61% de 400 inversionistas institucionales consultados estima que estamos en el techo del actual ciclo. Siguiendo ese razonamiento, tendría que reducir mi exposición en acciones, o bien salirme definitivamente de la bolsa. ¿Será tan así?

Vamos, de nuevo, a la evidencia para descartar que haber llegado a un peak en la bolsa implique que esta deba caer hacia adelante. Tomemos el caso del S&P 500 para ver qué sucedió con el promedio de los retornos anualizados después de que este importante índice para la bolsa de Estados Unidos alcanzara algún máximo histórico. Tal como se ve en la imagen 1, un año después de un nuevo máximo, el retorno fue de 14.1%; a tres años plazo, fue de 10.4% anualizado; y a cinco años fue de 9.9%, también anualizado. La conclusión de esto es que el hecho de que el mercado esté en máximos no dice nada respecto de lo que sucederá al día siguiente y que, además, el potencial de alza no tiene techo. La mejor evidencia de esto último es precisamente el crecimiento que ha tenido el S&P 500 en el lapso de 93 años desde 1926: ¡US\$1 se convirtió en más de US\$8,300!

## ¿Ciclo económico avejentado y acciones refugio?

Asumo que deben ser muchos los inversionistas que en los períodos de incertidumbre económica se preguntan qué hacer con sus carteras. La inquietud es válida sobre todo si se considera que Estados Unidos lleva una década de expansión económica, que ya hay voces que sostienen que el ciclo está avejentado, y que se avecina una recesión, por lo que la bolsa debiera caer.

¿Qué impacto tendría esto en los premios accionarios? ¿debiera cambiar mi combinación de acciones hacia aquellas más defensivas?, ¿debiera buscar acciones refugio?...

Antes de seguir, creo que es adecuado recordar lo que hemos dicho en artículos anteriores: concéntrese en sus objetivos de inversión a largo plazo y mantenga su filosofía; no se "maree" con los últimos sucesos económico-financieros. Pero, para no rehuir el punto planteado en el párrafo anterior, veamos lo que ha pasado en la práctica para poder responder dicha inquietud.

De acuerdo con los lineamientos de la Oficina Nacional de Investigación Económica de Estados Unidos (NBER, por su sigla en inglés), desde el fin de la Segunda Guerra Mundial es posible identificar once ciclos económicos completos en ese país. El actual comenzó en julio de 2009.

### Imagen 1: Retorno anualizado después de alcanzar un máximo histórico

S&P 500; Ene-1926 a Dic-2018



Fuente: Dimensional Fund Advisors

Tal como se aprecia en la imagen 2, los períodos de contracción son mucho más cortos que los de expansión. De hecho, desde noviembre de 1945 -mes inicial de la primera expansión posterior a la Segunda Guerra Mundial- hasta junio de 2009 -mes de la última recesión registrada-, la duración promedio de una contracción fue de aproximadamente once meses. En contraste, la duración promedio de una expansión fue de 58 meses.

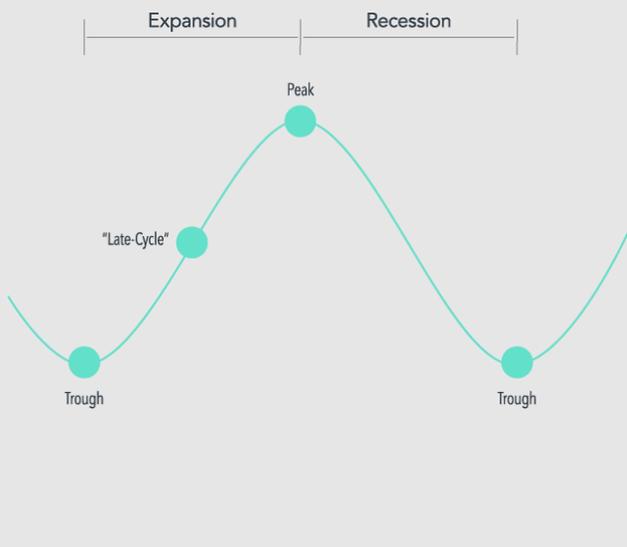
Más allá de la clasificación que realiza la NBER, en el mercado se suele hablar de cuatro fases para describir los ciclos económicos: expansión, auge, recesión y recuperación. Ya señalamos que muchos estiman que se está llegando al final del actual ciclo de expansión. Un reciente estudio de Dimensional denominó como “Ciclo Tardío” el punto medio cronológico entre un mínimo económico y el siguiente máximo determinados por la NBER, tal como se aprecia en la imagen 3, para luego examinar cómo han sido los premios accionarios (small, value y profitability) durante esta etapa del ciclo económico.

Imagen 2: **Máximos y mínimos de los ciclos económicos**

Máximo	Mínimo	Número de meses en		Ciclo Completo
		Recesión	Expansión	
nov-1948	oct-1949	11	37	48
jul-1953	may-1954	10	45	55
ago-1957	abr-1958	8	39	47
abr-1960	feb-1961	10	24	34
dic-1969	nov-1970	11	106	117
nov-1973	mar-1975	16	36	52
ene-1980	jul-1980	6	58	64
jul-1981	nov-1982	16	12	28
jul-1990	mar-1991	8	92	100
mar-2001	nov-2001	8	120	128
dic-2007	jun-2009	18	73	91

Fuente: NBER

Imagen 3: **Ciclo económico**



La evidencia se ve en la imagen 4, en la que se expone el período que va entre 1927 y 2018: en promedio, los tres premios en los últimos meses de los Ciclos Tardíos fueron positivos y similares a sus promedios históricos de la muestra completa. El análisis también reveló que los tres premios fueron positivos al menos el 50% del tiempo en los últimos meses del ciclo, con frecuencias similares a las de la muestra completa. La conclusión de todo esto es que no existe evidencia de que los distintos tipos de acciones tengan un comportamiento diferente al final del ciclo económico.

Si todavía tiene dudas, en la imagen 5 se aprecia que la distribución de los premios accionarios durante los Ciclos Tardíos es muy similar a la distribución que se da cuando se consideran todos los meses.

### Imagen 4: Premios accionarios a lo largo del ciclo

Hasta Dic-2018 (desde Jun-1927 para Small, Jul-1926 para Value, Jul-1963 para Profitability)

	Small vs Large	Value vs Growth	Prof High vs Low
<b>Todos los Meses</b>			
# Meses	1,099	1,110	666
Premio Promedio Mensual	0.28%	0.34%	0.23%
% Meses con Premio Positivo	51%	51%	52%
<b>Meses en "Ciclo Tardío"</b>			
# Meses	399	403	249
Premio Promedio Mensual	0.23%	0.44%	0.33%
% Meses con Premio Positivo	50%	54%	51%

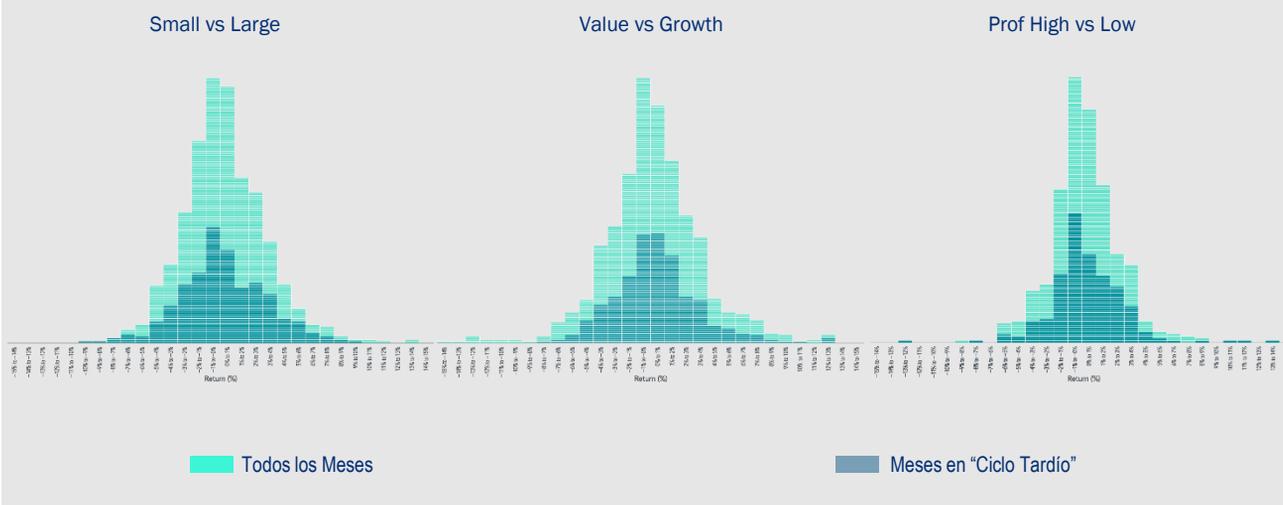
Fuente: Dimensional Fund Advisors

Dicho todo lo anterior, si hay algo que se le puede recomendar a un inversionista es no destinar esfuerzos a buscar ganarle al mercado anticipándose al ciclo económico, ya que probablemente será una tarea en vano. Es cierto que a futuro habrá caídas en las bolsas. Pero, lamentablemente aún no tenemos buenas herramientas que nos permitan anticiparlas.

Y si consideramos que los mercados financieros están ajustando permanentemente sus precios para que los activos más riesgosos tengan siempre un retorno esperado más alto que aquellos más conservadores, entonces es mejor que simplemente invierta pensando en el largo plazo... estará más tranquilo y le rendirá mejores frutos.

### Imagen 5: Distribución mensual de los premios accionarios a lo largo del ciclo

Hasta Dic-2018 (desde Jun-1927 para Small, Jul-1926 para Value, Jul-1963 para Profitability)



Fuente: Dimensional Fund Advisors