

Cisnes negros en las bolsas

Javier Estrada

Departamento de Finanzas - IESE Business School

El lunes 21 de enero el Ibex-35 perdía 7,5%, y tres días más tarde ganaba 7,0%. El mismo lunes 21 la bolsa de Hong Kong perdía 5,5%, el martes 22 otro 8,7%, y el miércoles 23 ganaba 10,7%. Y este pasado martes, el Ibex perdía 5,19%. Estas fluctuaciones, y muchas otras que se han visto en los últimos días en las bolsas internacionales, comparten varias características: son extremas, inesperadas, tienen un fuerte impacto en la cartera de los inversores, y parecen explicables después de haber ocurrido. Es decir, son cisnes negros.

¿Por qué cisnes negros? Primero, porque en su reciente y popular libro *The Black Swan*, Nassim Taleb dio este nombre a los eventos (no necesariamente financieros) con las características recién mencionadas. Segundo, porque así como en Europa se creía que todos los cisnes eran blancos hasta que en 1697 se encontraron cisnes negros en Australia (los cisnes negros eran casi inconcebibles hasta que se encontraron), también los inversores consideran casi inconcebibles semanas como la pasada—hasta que se topan con ellas.

En realidad, no es inusual que el capital acumulado durante un largo tiempo sea eliminado de golpe por el impacto de unos pocos días. Como caso extremo, recuérdese que el 17 de Octubre de 1987 el Dow cayó 22.6% y más que eliminó el 21.3% de ganancias acumuladas desde comienzos de dicho año. El Dow recién superó el nivel alcanzado el día anterior al Lunes Negro el 24 de Enero de 1989.

Si bien es cierto que el Lunes Negro fue el peor día en la historia de Wall Street, también es cierto que en los mercados financieros la rentabilidad de muy pocos días tiene un impacto fundamental en la performance de largo plazo de los inversores. Esta es la conclusión central de mi artículo *Black Swans and Market Timing: How Not to Generate Alpha*.

En dicho artículo, en el que se analizan 15 bolsas internacionales, se muestra que en la bolsa española, entre 1972 y 2006, no estar invertido en los 10 (20) mejores días implicó un capital terminal 44% (65%) menor que el capital terminal de una estrategia pasiva; y no estar invertido en los peores 10 (20) días implicó un capital terminal 104% (240%) mayor que el capital terminal de una estrategia pasiva. Esto es especialmente curioso dado que 10 (20) días son sólo 0.12% (0.24%) de los días en el período analizado.

Rentabilidad a largo plazo

Estos resultados, y otros que se discuten en mi artículo, tienen tres implicaciones fundamentales. Primero, que la rentabilidad de largo plazo no es el resultado de pequeñas y más o menos continuas ganancias a lo largo del tiempo; por el contrario, es el resultado del impacto de unos muy pocos días extremos, como los observados la semana pasada. Segundo, como consecuencia de lo anterior, es muy improbable que los inversores puedan determinar acertada y consistentemente los días en los que estar invertido en bolsa y los días en los que estar en renta fija o efectivo. Y tercer-

ro, el market timing (el entrar y salir del mercado en el momento apropiado) tiene muy poca probabilidad de éxito. Como ir a Las Vegas, el market timing puede ser excitante pero no necesariamente una buena forma de ganar dinero.

El gran problema de los inversores después de una semana como la pasada es que sienten la doble necesidad de hacer algo cuando ven que su capital se erosiona rápidamente, y de tratar de explicar por qué paso lo que pasó. Sin embargo, ambos impulsos son equivocados y se deberían evitar.

Siempre se pueden encontrar explicaciones a los eventos que ya ocurrieron. Pero lo importante no es explicar un evento después de su ocurrencia (siempre se puede encontrar alguna explicación, por inverosímil que sea), sino de tener una teoría que los pueda predecir. Y la triste verdad es que estos eventos extremos son impredecibles.



Imagen de la bolsa de Madrid.

¿Qué debe entonces hacer el inversor en una semana como la pasada? Todo depende de su horizonte de inversión. El inversor de corto plazo debe, primero, olvidarse del *market timing*; y segundo, debe saber que cuanto más corto sea su horizonte de inversión, mayor deberá ser su exposición a activos sin riesgo y menor a la bolsa.

Para el inversor de largo plazo, el mejor consejo no es fácil de aceptar: ¡No haga nada! Es muy difícil, pero como se comentó más arriba, es tan improbable que uno acierte con el *timing* que lo mejor es no tratar. Por lo tanto, si el inversor confía en su cartera, y si es la que quiere tener a largo plazo, no la venda. Aparte sus ojos de la pantalla de cotizaciones, mantenga sus activos, y si alguna vez soñó con ser un aventurero como Indiana Jones, ¡compre! Después de todo, es lo que hace Warren Buffett cada vez que el mercado se sube al toboacán.