

¿Otro lunes negro? Adáptese y diversifique

¿Cómo descubrir que los cisnes negros existen en el mundo de las finanzas? Solo basta con echar un vistazo a los acontecimientos atípicos que han afectado las bolsas alrededor del mundo.

1 de octubre de 2008

Lo que parece imposible no lo es. Durante siglos se creyó que los cisnes sólo podían ser blancos, hasta que un buen día fue avistado un cisne negro. El término ha evolucionado y ahora hace referencia a un acontecimiento atípico y de gran impacto que solamente cobra sentido después de producirse. Para descubrir que los cisnes negros existen en el mundo de las finanzas, basta con echar un vistazo a los terribles lunes negros.

Pongamos por caso el índice Dow Jones Industrial Average. En 91 años, desde su creación en 1896 hasta principios de otoño de 1987, el Dow Jones sólo cayó más del 10% en un día en dos ocasiones, y ambas se produjeron durante el tremendo crac bursátil de 1929. Nada en la historia del Dow Jones apuntaba la posibilidad de que pudiera desplomarse como lo hizo el 19 de octubre de 1987, cuando lo inesperado y lo inconcebible concurrieron: el índice se hundió un 22,6% e hizo estragos en las carteras de los inversores. Las ganancias de 201 días se volatilizaron en un solo día. Ese lunes negro, un acontecimiento atípico, se consideró un cisne negro. Tres son sus características:

- En primer lugar es un hecho atípico, lo que quiere decir que está ubicado fuera del ámbito de las expectativas normales, ya que ningún dato anterior apunta que vaya a producirse.
- Segundo, su impacto es extremo.
- Y tercero, a pesar de ser un hecho atípico, pueden hallarse explicaciones plausibles una vez se ha producido, por lo que da la impresión de que pueda ser explicable y predecible.

En resumen, un cisne negro se caracteriza por su singularidad, su impacto extremo y su previsibilidad retrospectiva.

El profesor [Javier Estrada](#), profesor de Dirección Financiera en el IESE, estudia el impacto de los cisnes negros o hechos atípicos en los resultados a largo plazo de los mercados financieros. Su artículo, "[Black Swans and Market Timing: How Not to Generate Alpha](#)", se centra en las "grandes" oscilaciones diarias, que son mucho más frecuentes de lo que podría pensarse. Unas cuantas oscilaciones diarias de gran calado pueden más que anular las ganancias obtenidas por una cartera durante un periodo de tiempo largo. Curiosamente, la creencia generalizada es que esto ocurre muy pocas veces, si es que ocurre alguna vez. Y sin embargo los datos muestran que estas oscilaciones se producen, y más a menudo de lo que cabría esperar.

Impacto masivo

La investigación de Estrada se centra en los hechos atípicos que se sitúan más de tres desviaciones estándar de la media. También identifica los 10, 20 y 100 mejores y peores resultados diarios. El autor no pretende definir formalmente qué es un cisne negro, sino que analiza cómo los mercados (y los resultados) absorben las grandes oscilaciones. Su objetivo último es cuantificar el impacto de los hechos atípicos en los resultados a largo plazo. También da respuesta a otras preguntas:

- ¿Cómo son los resultados de los inversores a largo plazo: constantes y sin contratiempos o están en su mayor parte determinados por los obtenidos a partir de unos cuantos hechos atípicos?
- ¿Pueden los inversores predecir con éxito qué días deben entrar o salir del mercado?
- ¿Deberían los inversores tratar de poner fechas al mercado?

Los datos, basados en más de 160.000 resultados diarios de 15 mercados financieros internacionales, son concluyentes: los hechos atípicos tienen un impacto masivo en los resultados a largo plazo.

En las 15 bolsas analizadas, dejar de cotizar en el mercado los 10 mejores días hizo que el valor de las carteras fuera de media un 50,8% menor que si se hubiera mantenido una inversión pasiva; y evitar los 10 peores días hizo que el valor de las carteras fuera de media un 150,4% mayor que si se hubiera mantenido una inversión pasiva.

No parece que el *market timing* (poner fechas al mercado) sea muy factible, dado que esos 10 días representan menos del 0,1% de las jornadas bursátiles tomadas en consideración.

Días buenos y días malos

Un ejemplo: 100 dólares invertidos en la Bolsa norteamericana en 1990 se convirtieron en 401 al final de 2006, pero haberse salido del mercado los 10, 20 y 100 mejores días habría reducido esa cantidad a 250, 172 y 22 dólares respectivamente.

En el mundo de las finanzas se suele dar por sentado que las ganancias se distribuirán con normalidad. Es una creencia que usan y de la que abusan, implícita o explícitamente, tanto académicos como profesionales. Pero los datos de los últimos 40 años ponen en solfa la plausibilidad de este supuesto, sobre todo en lo que respecta a las ganancias diarias.

Por desgracia, muchas de las mediciones de riesgo más habituales nacen de este supuesto de normalidad y excluyen la posibilidad de los cisnes negros.

Como muestran las cifras, en todos los casos -ya sea en Estados Unidos o en otros mercados internacionales- el grueso de las ganancias se obtiene en una porción muy pequeña de jornadas bursátiles. Los inversores no obtienen sus ganancias a largo plazo de forma constante y sin contratiempos, sino que en su mayor parte son resultado de grandes subidas o desplomes. Estar en el mercado los días buenos y salirse los días malos es la clave para obtener resultados a largo plazo. Sin embargo, las posibilidades de predecir con éxito qué días entrar o salir de los mercados son, por desgracia, casi nulas.

Estrada ofrece dos recomendaciones basadas en la certeza de que las grandes oscilaciones y los cisnes negros existen, son impredecibles en su mayor parte y tienen un impacto masivo en los resultados a largo plazo. "Los inversores deberían adaptarse a la existencia de los cisnes negros en lugar de intentar predecirlos", aconseja.

Sí que se puede calcular las consecuencias de un acontecimiento aun cuando se desconozca la probabilidad de que ocurra -por ejemplo, un terremoto en San Francisco o una inundación en Nueva Orleans-, y es en estas consecuencias potenciales en lo que deberían concentrarse los inversores. Por ello, una mayor diversificación reduciría la exposición a los cisnes negros negativos al tiempo que mantendría cierta exposición a los cisnes negros positivos.

La segunda recomendación parte de la premisa de que los cisnes negros invalidan la efectividad de entrar o salir del mercado en un determinado momento. Intentar predecir la

proporción insignificante de días que determinan una gran creación o destrucción de ganancias parece una tarea condenada al fracaso.

Académicos y profesionales han elaborado incontables estrategias para generar "alfa", esa medición de los resultados a partir de una referencia o, en el contexto de este artículo, la medición de la magnitud en que el mercado genera ganancias (alfa positivo) o pérdidas (alfa negativo). Pero de todas las estrategias, la de poner fechas al mercado tiene muy pocas probabilidades de éxito. Al igual que ir a Las Vegas, el *market timing* puede ser un pasatiempo entretenido, pero no una buena manera de hacer dinero.

www.iese.edu/es/insight