

Ciclos bursátiles

El análisis de los ciclos bursátiles es una materia recurrente en la literatura financiera. La delimitación de su duración y amplitud a lo largo de la historia puede permitir a gestores e inversores anticipar estrategias ante una determinada previsión de los movimientos del mercado. En este artículo se presenta una síntesis del estudio de las principales características de los ciclos bursátiles realizado para cuatro países Europeos y su puesta en comparación con el mercado de valores norteamericano.

Javier Gómez Biscarri

IESE y Facultad de Económicas y Empresariales de la Universidad de Navarra

Fernando Pérez de Gracia Hidalgo

Facultad de Económicas y Empresariales de la Universidad de Navarra

El mercado bursátil, al igual que la actividad económica, experimenta un comportamiento marcadamente cíclico. En el mercado bursátil podemos diferenciar dos tipos de fases, paralelas a las ya tradicionales recesión/expansión del ciclo real. Por un lado, tenemos el mercado alcista o bull market que coincide con momentos de cierto optimismo y euforia que se traducen en subidas generalizadas en los precios de las acciones. Por otro lado, tenemos el mercado bajista o bear market que se identifica con períodos en los que el pesimismo es la tónica general del mercado y los precios de las acciones caen. La literatura financiera ha dado tradicionalmente dos posibles razones para la aparición de ciclos bursátiles. Inicialmente, y siguiendo la interpretación de J.M. Keynes, se consideraba el origen de los ciclos bursátiles como algo irracional (animal spirit). Dados los últimos acontecimientos en el mercado de valores estadounidense, se ha suscitado un renovado interés en esta

línea de razonamiento, y más concretamente en el estudio de las anomalías financieras debidas a comportamientos aparentemente irracionales (disciplina que se conoce como behavioral finance que podríamos traducir como finanzas y comportamiento). Un enfoque alternativo considera que, si bien los precios de las acciones se pueden desviar de sus fundamentos económico-financieros (véase los dividendos actuales y esperados, los tipos de interés actual y esperados entre otros) en el corto plazo, a largo plazo los precios de las acciones están determinados por sus fundamentos. Bajo esta interpretación, los principales ciclos bursátiles alcistas y bajistas reflejan los cambios en las percepciones de los fundamentos y cambios en las expectativas sobre el futuro.

**BASES
DEL ESTUDIO**

En este artículo, resumen de un análisis más extenso realizado por quienes firmamos este documento, se presenta una



en algunos mercados europeos

La duración media de la **fase alcista** es, en general, **superior** a la de la **fase bajista**

síntesis del estudio de las principales características de los ciclos bursátiles realizado para cuatro países Europeos.

Las fuentes estadísticas que se emplean para calcular los indicadores de los ciclos bursátiles son las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI para Francia, Italia y Alemania y el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid para el caso español. En la Tabla 1 se recogen los indicadores más importantes y generalmente empleados en la literatura financiera de los ciclos bursátiles alcistas y bajistas para los mercados Europeos analizados. Además, en la última columna se incluye los valores de los indicadores del ciclo bursátil norteamericano calculados en un estudio similar por Pagan y Sossounov (2000) con objeto de poder realizar una comparación entre los indicadores del ciclo bursátil europeo y norteamericano. Antes de comentar los principales indicadores hay que señalar que los períodos muestrales de los distintos países difieren en función de la disponibilidad de datos sobre el mercado bursátil.

Los dos primeros indicadores miden la duración y la amplitud de las fases bursátiles. La duración está calculada como

el tiempo medio (en meses) que el mercado tarda en ir de un mínimo a un máximo en el caso de un mercado alcista, o de un máximo a un mínimo en el caso de un mercado bajista. La amplitud hace referencia al retorno total (en porcentaje) obtenido desde el mínimo hasta el máximo o a la pérdida total (también en porcentaje) desde el máximo al mínimo. La medida de volatilidad trata de dar una idea del tamaño típico del retorno mensual durante cada una de las fases: por ejemplo, un número mayor en el mercado alcista que en el bajista indicaría que los cambios en el precio de las acciones (en cualquier dirección) durante fases de crecimiento del mercado son mayores que durante las fases bajistas. La medida de proporción de grandes movimientos trata de dar una idea del grado de significación de las fases.

Tradicionalmente se identifica un mercado bajista con un período en que el retorno acumulado es menor que -20% y un mercado alcista con aquel en que el retorno acumulado es mayor que un 20%. En nuestro análisis no hemos usado esta regla, arbitraria al fin y al cabo, para detectar las fases bursátiles, sino un análisis de má-

ximos y mínimos relativos. En consecuencia, nos parecía interesante dar una idea de cómo las fases bursátiles se adecuan a esta definición arbitraria. El número que aparece en la tabla refleja la proporción de fases alcistas y bajistas que significaron un retorno de -20% o menos. Llamamos a esas fases "grandes movimientos" del mercado.

La medida final (exceso de aproximación triangular) requiere una explicación algo más detallada. La teoría financiera nos dice que si el mercado es eficiente, el comportamiento de los precios debería parecerse al de un camino aleatorio con deriva, correspondiendo ésta última el retorno normal del mercado. En este caso, el mercado generaría ciclos, pero estos ciclos tendrían forma "triangular", o lo que es lo mismo, el camino seguido desde el máximo de mercado al mínimo (y al revés) sería, aproximadamente, una línea recta. En otras palabras, el mercado iría siempre "a la misma velocidad", sin acelerarse o decelerarse en ningún momento. La medida de aproximación triangular intenta medir si esto es cierto, computando cómo el camino que sigue el mercado entre máximos y mínimos se

parece a una línea recta. Si el mercado se desvía mucho, como sucede por ejemplo en el caso de los ciclos alcistas españoles, esto quiere decir que existe una cierta predictibilidad en el mercado, dado que uno puede asumir que los retornos mayores se concentran al comienzo o al final de la fase. Como se puede apreciar, esta medida es muy importante dado que es un tipo de desviación de la eficiencia de mercados que no es fácilmente detectable con análisis estadísticos tradicionales.

Una vez explicadas las principales características de las fases bursátiles que examinaremos, pasamos a comentar algunas diferencias entre las distintas fases y los distintos países.

COMPORTAMIENTO DIFERENCIAL ENTRE LA FASE ALCISTA Y BAJISTA

En primer lugar, la duración media de la fase alcista es en general superior a la duración media de la fase bajista, excepto en el caso de Italia. El que Italia sea una excepción, en un período en el que la idea popular sobre el mercado era que la tendencia general era creciente, es ya de por sí un resultado poco esperado.

En segundo lugar, la amplitud >

media de todas las fases alcistas es muy superior a la de las fases bajistas. Este resultado sí que es consistente para todos los países, y está de acuerdo con nuestra intuición.

En tercer lugar, la volatilidad de la fase bursátil alcista es muy superior a la de la fase bajista, si bien en el caso italiano ambas medidas son similares. Este resultado no es sorprendente, si uno piensa en el famoso trade-off entre riesgo y retorno, que sigue presente en el mercado.

En cuarto lugar, y como ya comentamos antes, las medidas del exceso de aproximación triangular son muy bajas para todos los países, salvo para las fases alcistas en el mercado español y las fases bajistas en el mercado italiano.

COMPORTAMIENTO DIFERENCIAL ENTRE LOS PAISES

A continuación, se comparan las características del ciclo bursátil para los países Europeos frente a los EEUU en las fases alcista y bajista del ciclo bursátil. Inicialmente, analizamos la fase alcista. La duración media del ciclo español y francés está alrededor de 32 meses mientras que la duración del ciclo alemán es 25 y la del ciclo italiano 20. Como podemos observar, el mercado bursátil español es uno de los mercados europeos con una duración más alta en la fase alcista con un valor más alto que el calculado por Pagan y Sossounov para el mercado norteamericano.

Con relación a la amplitud media comprobamos que dicho indicador toma un valor máximo del 80% en el caso español, un valor intermedio de 65% para los casos francés e italiano y cercano al 50% en los EEUU y Alemania. Al igual que el anterior indicador, el movimiento

TABLA 1. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS CICLOS BURSÁTILES

PERÍODO:	ESPAÑA 1/41-11/98	FRANCIA 1/57-1/98	ITALIA 1/57-1/98	ALEMANIA 1/70-11/99	EEUU* 1/45-5/97
Número de observaciones	707	515	515	359	--
FASE ALCISTA					
Duración	31.53	32.27	19.46	25.33	26,00
Amplitud	0.80	0.65	0.65	0.49	0.46
Exceso de aproximación triangular	0.13	0.035	0.025	0.041	0.03
Volatilidad	1.17	1.51	0.90	0.86	--
Proporción de grandes movimientos	0.8	0.82	0.76	0.78	0.93
FASE BAJISTA					
Duración	15.53	14.45	20,00	13,00	12,00
Amplitud	-0.30	-0.33	-0.40	-0.25	-0.24
Exceso de aproximación triangular	-0.03	0.01	-0.11	-0.03	0.02
Volatilidad	0.62	0.65	0.85	0.54	--
Proporción de grandes movimientos	0.8	0.82	0.62	0.5	0.40

*Valores calculados por Pagan y Sossounov (2000).

El mercado español parece que se acelera al comienzo de la fase alcista, estando los retornos más grandes concentrados alrededor del comienzo de la fase y desacelerándose según se alcanza el máximo y el consiguiente cambio de tendencia.

acumulado medio en el caso español toma un valor máximo de 17 frente a los 12 del caso francés y los 7 de Italia, Alemania y los EEUU.

El mercado bursátil alemán presenta una reducida volatilidad dentro de la fase alcista mientras que los mercados bursátiles francés seguido del español son los que presentan una mayor volatilidad. Finalmente, la proporción de grandes movimientos es similar en la fase alcista y bajista para España y Francia mientras que es superior en la fase alcista en el caso italiano, alemán y nortea-

mericano.

Los elevados valores de la amplitud, movimiento acumulativo y duración del ciclo español hay que analizarlos con cierta cautela ya que en este caso tomamos datos desde los años cuarenta y, por lo tanto, el mayor período muestral incluye una información adicional sobre los ciclos bursátiles en nuestro mercado frente a otros mercados de países vecinos.

Una vez que hemos analizado la fase alcista nos vamos a centrar en la fase bajista. El mercado bursátil italiano presenta una duración máxima de 20

meses, el español y francés de 15 y de 13 en el caso alemán. En este caso, el mercado norteamericano presenta una duración muy similar a la del mercado alemán. En referencia a la amplitud media, el caso italiano presenta una amplitud de -40% frente al -30% de España y Francia y el 25% de Alemania y los EEUU. La volatilidad en la fase bajista es máxima en el mercado italiano, toma valores intermedios para España y Francia y la volatilidad es mínima en el caso alemán.

A modo de resumen podemos decir que el mercado español parece que se acelera al comienzo de la fase alcista, estando los retornos más grandes concentrados alrededor del comienzo de la fase y desacelerándose según se alcanza el máximo y el consiguiente cambio de tendencia. Este resultado es lógico e intuitivo, pero recordemos que la teoría del camino aleatorio predice que esto no sucederá, y de hecho en el resto de países europeos no se da este fenómeno. □

[referencias]

Gómez Biscarri, J. y F. Pérez de Gracia Hidalgo (2000): "Bulls and Bears: Lessons from Some European Countries", Facultad de Económicas y Empresariales de la Universidad de Navarra, mimeo.

Pagan, A. y K. Sossounov (2000): "A Simple Framework for Analyzing Bull and Bear Markets", Australian National University, mimeo.

