



Selección de acciones: La importancia de diversificar

Un artículo del Dr. Julio Cacho
Junio 2022

GBM

1. Introducción

Es sabido por la mayoría de los inversionistas que los mercados de acciones de EE. UU. obtienen mayores rendimientos nominales que otras alternativas de menos riesgo, como bonos o depósitos con intereses. Como sea, estas estadísticas suelen calcularse con base en los rendimientos promedio de un índice de mercado amplio, como el S&P 500 o el NASDAQ 100.

Este artículo se enfoca en el trabajo de Bessembinder (2018), quien provee evidencia empírica de que 1) Únicamente el 42,6% de las acciones de EE. UU. tienen un rendimiento de compra y retención de por vida mayor que el bono del Tesoro a un mes, y 2) 4% de todas las acciones de EE. UU. representan todas las ganancias netas del mercado, superando los bonos del Tesoro a un mes. Para representar los rendimientos de largo plazo y de por vida de las acciones de EE. UU., Bessembinder (2018) recopila información de los rendimientos mensuales de 25,967 acciones, desde julio de 1926 a diciembre de 2016. Todos los rendimientos analizados incluyen dividendos reinvertidos. Los hallazgos de Bessembinder (2018) sugieren que una pequeña porción de las empresas son responsables de la mayoría de las alzas del mercado. En el siguiente análisis profundizaremos en estos números y mostraremos cómo Bessembinder apunta a la importancia de la diversificación.

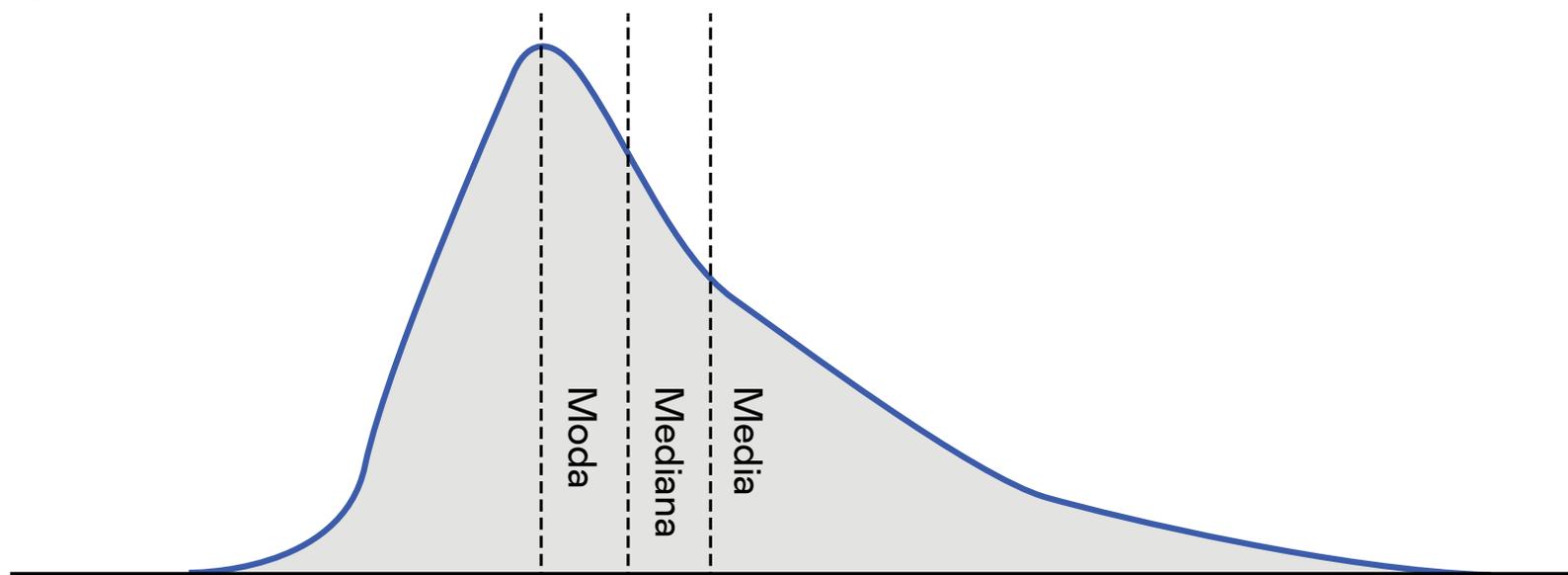


2. Intuición: Sesgo

Antes de repasar los números, vale la pena aclarar algunos conceptos básicos. Primero, Bessembinder se basa en el concepto de sesgo positivo para explicar el hallazgo empírico de que la mayoría de las acciones individuales obtienen rendimientos menores que el bono del Tesoro a un mes. Para visualizar el concepto de sesgo, la figura 1 muestra la tasa de rendimiento en el eje horizontal. El eje X refleja los rendimientos mensuales de cada acción, organizada de menor a mayor. La línea azul puede ser interpretada como la frecuencia o posibilidad con la que un evento ocurre.

Si la distribución de rendimientos de las acciones de EE. UU. tienen un sesgo positivo, como se muestra en la Figura 1, entonces la tasa de rendimiento de tal acción, que representa el 50vo percentil del desempeño está obteniendo menores rendimientos con respecto al promedio de todo el portafolio. Esto ocurre cuando un pequeño número de acciones con ganancias muy altas tienen una influencia desproporcionada en el promedio de rendimientos calculado en el portafolio.

Fig. 1. EL SESGO POSITIVO



Esta perspectiva expresa la visión de análisis de Bessembinder. Su primer hallazgo es que, tanto los rendimientos de un solo período como de períodos múltiples (incluyendo horizontes de uno, cinco y diez años), muestran un sesgo positivo considerable. Su hallazgo prueba la percepción de que el rendimiento promedio del mercado accionario de EE. UU. es impulsado por una porción minoritaria de las acciones. De nuevo, esto se debe a que el rendimiento promedio excede al que se muestra en la Figura 1.

3. Números

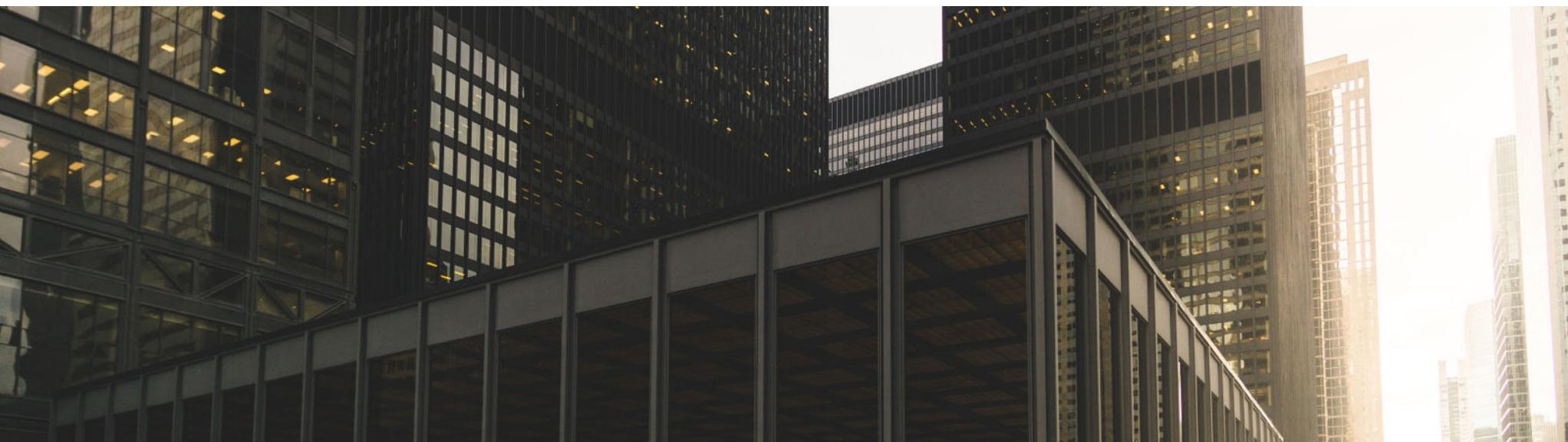
En esta sección revisaremos los hallazgos empíricos de Bessembinder. Primero, las estadísticas descriptivas muestran que el rendimiento mensual promedio de toda la muestra es 1.13%, más alto que el rendimiento del 0.37% obtenido por el bono del Tesoro en ese mismo mes. Sin embargo, estos rendimientos a corto plazo tienen un sesgo positivo, pues menos de la mitad de las acciones de EE. UU. (47.8%) tienen un rendimiento mensual superior a ese 0.37%. Por si fuera poco, solo el 48.4% de los rendimientos mensuales son positivos.

Observando horizontes de tiempo más largos, el rendimiento promedio anual para las acciones de compra y retención es del 14.74%, pero la media es de 5.23%. Nuevamente, esto hace eco del punto anterior, que los rendimientos de las acciones tienen un sesgo positivo. Además, solo un 56.3% de los rendimientos de compra y retención son positivos en el horizonte de una década.

Los rendimientos de acciones a lo largo del tiempo representan un panorama similar. Solo el 49.5% de todas las acciones de EE. UU. tienen un rendimiento de compra y retención positivo, siendo la media de -2.29% a lo largo del período. El sesgo de distribución de los rendimientos parece ser peor en horizontes más largos. Por ejemplo, solo el 42.6% de las acciones de EE. UU. tienen rendimientos de compra y retención a lo largo de todo el período que superan el rendimiento del bono del tesoro a un mes en el mismo horizonte temporal. El autor interpreta esta evidencia como que la mayoría de las acciones comunes no superan a los bonos del

Tesoro. Esto es, una vez más, porque el alto grado de sesgo positivo en la distribución de los rendimientos, de tal forma que unas cuantas acciones generan grandes rendimientos mientras que la mayoría de las acciones generan rendimientos mínimos o negativos. Bessembinder también revisa los datos de rendimientos de acciones fuera de la lista durante la muestra de 90 años. Específicamente, el autor considera tres categorías. Primero, aquellas acciones que están aún en el mercado (es decir, nunca salieron de él), muestran los mejores rendimientos. 64.1% de ellas tienen rendimientos positivos y el 60.1% le ganaron a los rendimientos de los bonos del Tesoro a un mes. Segundo, las acciones que están fuera de la lista por fusión, intercambio o liquidación, parecen ganarle a la categoría previa. 73.8% de estas acciones producen rendimientos positivos, y el 63% le ganan a los bonos del Tesoro de un mes. Tercero, aquellas acciones que están fuera de la lista por intercambio comercial producen un rendimiento de -91.95% , y sólo el 9.8% obtienen rendimientos positivos a lo largo de todo el período, y un 6.8% superan al bono del Tesoro a un mes.

Por último, Bessembinder estudia la distribución de la creación de valor en el mercado accionario de EE. UU. Los hallazgos son congruentes con los resultados del sesgo positivo. Entre 1926 y 2016, las cinco principales empresas que cotizaban en bolsa (Exxon Mobil, Apple, Microsoft, General Electric e IBM) representaron más del 10% de toda la generación de riqueza neta del mercado. Las 50 compañías principales representaron más del 40% de la generación de riqueza neta.



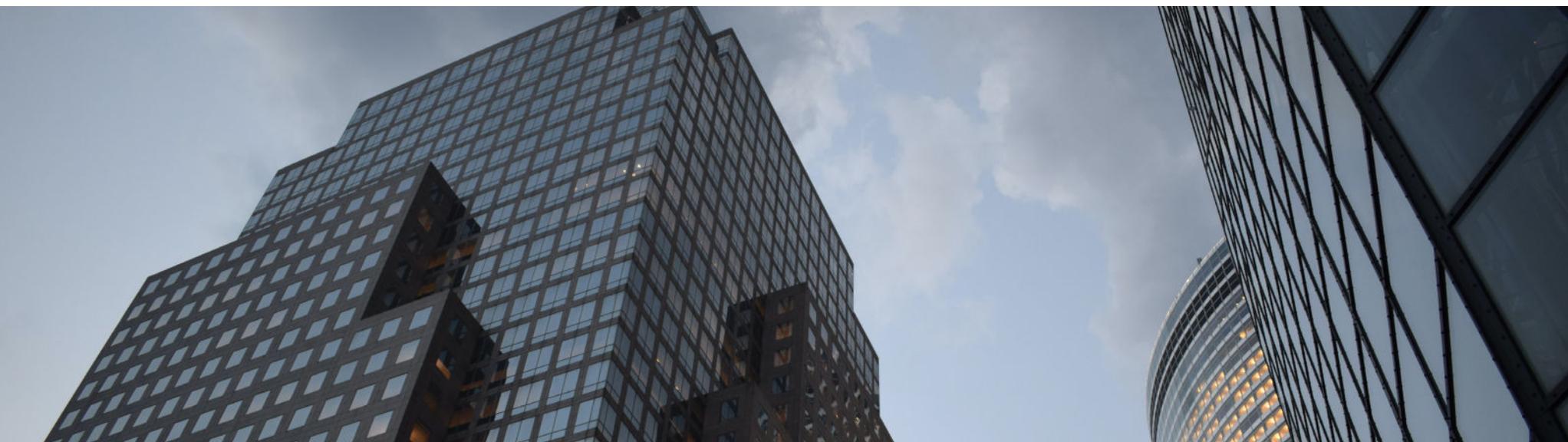
4. Conclusiones

A simple vista, los hallazgos de Bessembinder (2018) sugieren que la mayoría de los desempeños positivos en el mercado de acciones de EE. UU. pueden atribuirse a un puñado de acciones. La mayoría de las acciones tienen rendimientos variables iguales o menores que los que los bonos del Tesoro llegan a obtener. Sin embargo, existe una interpretación más profunda con respecto a la importancia de la diversificación al invertir. Los resultados empíricos de Bessembinder hacen eco a la Hipótesis del mercado eficiente (Fama, 1970), que afirma que elegir acciones ganadoras de manera constante es una tarea casi imposible. Es probable que los portafolios que se crean concentrándose en la selección de valores o “stock-picking” tengan rendimientos inferiores porque les faltan las pocas acciones de alto rendimiento que muestran un impacto desproporcionadamente positivo en los rendimientos de cualquier portafolio.

Asimismo, estos resultados refuerzan la importancia de invertir en los índices de bajo costo. Además de las dificultades que representa escoger o seleccionar acciones ganadoras, un manejo activo del portafolio incurre en tarifas más altas en las transacciones y otros costos de manejo, así como sesgos de comportamiento sistemáticos. Así, es estadísticamente más probable que un portafolio manejado activamente obtenga rendimientos inferiores a los del mercado, que un portafolio bien diversificado.

Referencias

- Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, (49):307–343.
- Bessembinder, H. (2018). Do stocks outperform treasury bills? *Journal of Financial Economics*, 129(3):440-457.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49:283–306.
- Fama, E. G. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Papers and Proceedings of the Twenty Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York*, 25(2):383–417.



gbm.com

+55 5481 7888 | 800 427 6537

GBM