¿Funciona o no el *market timing*?

Por: Dr. Julio Cacho, PhD.

Agosto 2022

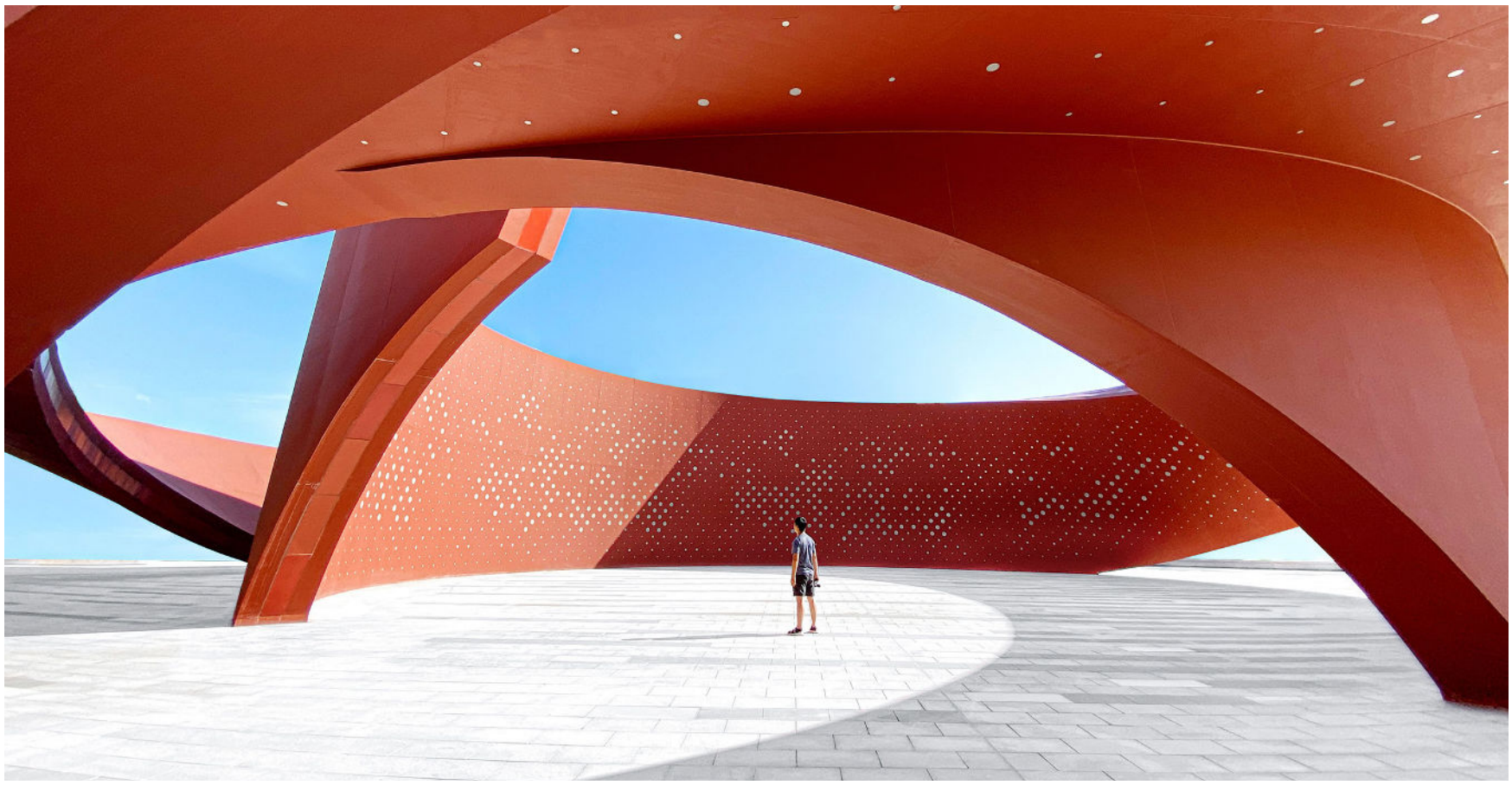
GBM

1. Introducción

Por mucho tiempo, ‘compra barato y vende caro’ ha sido el lema del mundo de las inversiones. De hecho, la generación de cualquier rendimiento positivo es, por definición, la prima entre los precios de entrada y salida. Esto se reduce a:
1) La capacidad de elegir los valores ganadores.
2) La capacidad de entrar y salir en el momento correcto, es decir, *market timing*.

Estos puntos suelen ser destacados por muchos gestores activos como fuentes de su promesa de generar rendimientos superiores al mercado. Mientras que ambas afirmaciones están estrechamente relacionadas a la conocida Hipótesis de los mercados eficientes de Fama (1970), nuestro enfoque en este artículo es específicamente, el *market timing*.

2. Antecedentes cualitativos del *market timing*



Antes de presentar la evidencia empírica, debemos definir sistemáticamente al *market timing*. Típicamente, la literatura financiera mide la capacidad de hacer *market timing* de dos maneras. Primero, el *market timing* basado en el portafolio, se trata de probar la capacidad del inversionista para asignar los recursos de manera efectiva entre las distintas clases de activos conforme cambia el mercado. Por ejemplo, observar los cambios que realiza el gestor de inversiones en las acciones del portafolio provee evidencia probable sobre si las expectativas del gestor sobre los movimientos de dicho mercado ha generado un exceso de rendimiento exitosamente. Sin embargo, el desafío al aplicar este método es la falta de información disponible. Es más común que los investigadores únicamente tengan acceso a ciertas acciones de diversos fondos de inversión.

Segundo, el *market timing* basado en rendimientos simplemente mide los rendimientos ex post de los fondos referenciados en los índices de mercado relevantes. Los lectores experimentados quizá reconozcan las comparaciones más comunes, como el CAPM y sus extensiones multi-factor, lo cual permite estimar exceso de rendimiento (α) y correlación en el mercado (β). Este método se ha adoptado ampliamente en la literatura del *market timing* por el fácil acceso a la información sobre rendimientos.

En un influyente artículo, Daniel et. al. (1997) propone una medida de *market timing* llamada '*timing* característico' (*characteristic timing*) que representa los cambios en la ponderación de un portafolio en un seguimiento de 13 meses. Los autores argumentan que su novedosa medición permite una observación directa al efecto de los cambios en el portafolio ante los pronósticos de rendimientos a futuro. La intuición sigue exactamente el primer método presentado anteriormente.

Jiang (2003) desarrolla una estadística de *market timing* basada en el segundo método. La idea es que la capacidad de un gestor de inversiones de hacer *market timing* depende de la precisión o la calidad de la información (privada) y la respuesta a tal información. Si el conjunto de datos permite al gestor pronosticar los movimientos del mercado, y actúa rápidamente con la información resultante, entonces un exceso de rendimientos es posible.

Cagnazzo (2022) expande de otra forma el enfoque del *market timing* basado en rendimientos. El autor compara una estrategia de gestión activa y *market timing*, con una estrategia de compra y retención (con gestión pasiva de reinversión de dividendos) en un horizonte de tiempo fijo. Por cada 12 meses, Cagnazzo reúne el total neto de AUMs y contabiliza una tasa interna de rendimiento para cada estrategia.

3. Resultados cuantitativos del *market timing*

Los hallazgos empíricos de la literatura del *market timing* son similares (como era de esperarse). El *market timing*, independientemente de la medida o el enfoque, genera un exceso de rendimiento estadísticamente insignificante, si no rendimientos negativos. A continuación, revisamos cronológicamente algunos hallazgos importantes de esta literatura.

Jiang (2003) utiliza la base de datos de Morningstar para obtener datos más recientes sobre 1,827 fondos de inversión, entre 1980 y 1999. El autor extiende la agrupación de fondos del estudio de Daniel et. al. (1997), separando 39 fondos especializados en tecnología para abordar el particularmente volátil sector de tecnología. Además, Jiang incluye otros dos grupos adicionales que se enfocan en compañías pequeñas y asignación de activos. Como se esperaba, Jiang reporta estimados negativos θ para todos los grupos excepto uno, y el estimado promedio θ es de -1.33%. Recordemos que θ es una medida novedosa a la capacidad de *market timing* que cuantifica la diferencia entre la probabilidad de que el gestor de fondos tome una decisión correcta contra una decisión incorrecta. Dicho de manera coloquial, podemos interpretar que la estimación θ implica que la probabilidad de que el gestor de fondos se equivoque es 1.33% mayor que la probabilidad de que tome la decisión correcta. Jiang usa esta evidencia para proponer que optar por una estrategia de *market timing* es una tarea muy difícil.

Por último, Cagnazzo (2022) amplía los datos de 2000 a 2019 para incluir 1,240 fondos, enfocándose en los fondos de inversión denominados en dólares estadounidenses que invierten en mercados emergentes. Con estos datos, Cagnazzo informa que la diferencia promedio de la tasa interna de rendimiento mensual entre una estrategia pasiva de compra y retención y el empleo de una estrategia activa de sincronización del mercado es de -0.05 % para fondos de renta variable y -0.06 % para fondos de renta fija.

Vale la pena notar también que la evidencia empírica sobre la falta de éxito en el market timing no se limita a fondos que invierten en acciones o renta fija. Por ejemplo, Hochberg y Mhlhofer (2017) reportan que no hay evidencia alguna de que los gestores de portafolio tengan la capacidad de hacer *market timing* en el sector de inmobiliaria comercial.

4. Conclusiones

Mientras pasamos un tiempo revisando las evidencias cualitativas y cuantitativas del uso de estrategias de *market timing*, la conclusión principal parece hacer eco a la Hipótesis de los Mercados Eficientes: la gestión activa no puede generar exceso de rendimientos superando al mercado de manera consistente.

Las razones, como lo sugiere la literatura sobre *market timing*, son:

1) Quienes optan por estrategias de *market timing* no son capaces de anticiparse a los movimientos del mercado y así acertar en la asignación de recursos
2) Las estrategias que se apoyan en el *market timing* obtienen un exceso de rendimiento negativo o nulo en comparación al mercado
3) Los esfuerzos de *market timing* parecen ser infructuosos en todas las clases de activos.

gbm.com

+55 5481 7888 | 800 427 6537

GBM