

LA EVIDENCIA DE LOS CICLOS TEMPORALES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Ramón Jesús Ruiz Martínez
Antonio de la Torre Gallegos
Universidad de Sevilla

1. Introducción a los ciclos bursátiles

La experiencia y los hechos demuestran que el mercado bursátil, al igual que la actividad económica, tiene un comportamiento marcadamente cíclico, alternando fases de alza bursátil y expansión económica con otras de baja bursátil o recesión, aunque sin coincidir exactamente en el tiempo, ya que el ciclo financiero se anticipa al económico. Dichas pautas cíclicas no son exclusivas de la economía, sino que también se producen en numerosos acontecimientos de la naturaleza, como sería el caso de los ciclos de los planetas alrededor del sol o las mareas, entre otros muchos. De hecho, existe una fundación en Estados Unidos que se dedica en exclusiva al estudio de los ciclos, obteniendo resultados bastante elocuentes sobre su existencia.

A pesar de la existencia de este comportamiento cíclico en la economía y en los mercados financieros, los analistas sólo se basan en la evolución de los precios bursátiles y su tendencia, entendida ésta como la dirección en la que se mueve el mercado, para predecir el comportamiento de los mismos, olvidando el factor temporal. Sin embargo, como ya hemos comentado, el mercado no se mueve en todo momento en línea recta, sino que lo hace dentro de una pauta cíclica, formando una serie de máximos y mínimos.

El análisis de la tendencia del mercado, junto con el análisis cíclico, no sólo nos permitirá conocer la dirección y amplitud con la que se moverá, sino también el momento más probable en el que se producirá dicho movimiento. En definitiva, el análisis de estos ciclos se convierte en un factor determinante a la hora de estudiar los movimientos alcistas

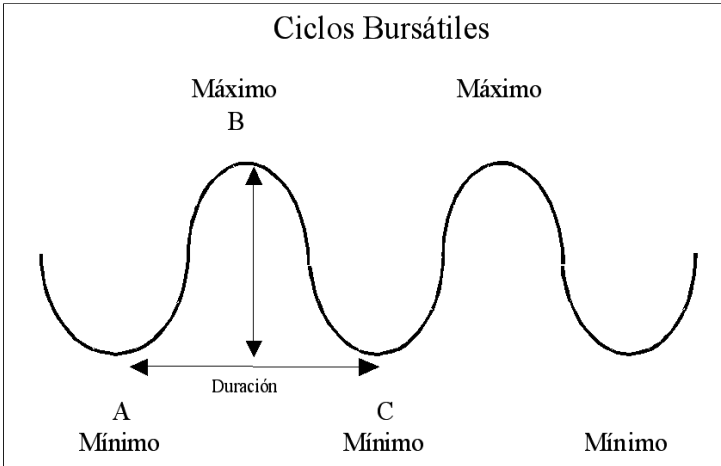
y bajistas del mercado, ya que nos puede permitir conocer la dirección y amplitud con la que se moverá, así como el momento más probable para que se produzca, permitiendo a gestores e inversores anticipar sus estrategias. De igual forma, todas las herramientas incluidas dentro del análisis técnico, como las medias móviles y osciladores, pueden optimizarse ligándolas a los ciclos que actúan sobre dichos mercados. Así, al utilizar los osciladores, lo mejor es utilizar la mitad de periodos de la duración del ciclo primario, mientras que en el caso de las medias móviles se suele utilizar una con la duración del ciclo y otra con su mitad.

Con el presente trabajo pretendemos analizar los fundamentos, fases y principios del análisis cíclico. Se trata de la determinación de los ciclos dominantes en el mercado bursátil español en las últimas décadas y su comparación con las bolsas internacionales; así como de intentar explicar las posibles razones para la aparición de estos ciclos, en concreto las relacionadas con el comportamiento, hábitos y psicología del inversor, incluidas dentro de un nuevo paradigma en la teoría financiera denominado “finanzas conductistas” (behavioral finance), aunque sin olvidar los fundamentos económico financieros englobados dentro del análisis fundamental.

2. Fundamentos y fases de los ciclos bursátiles

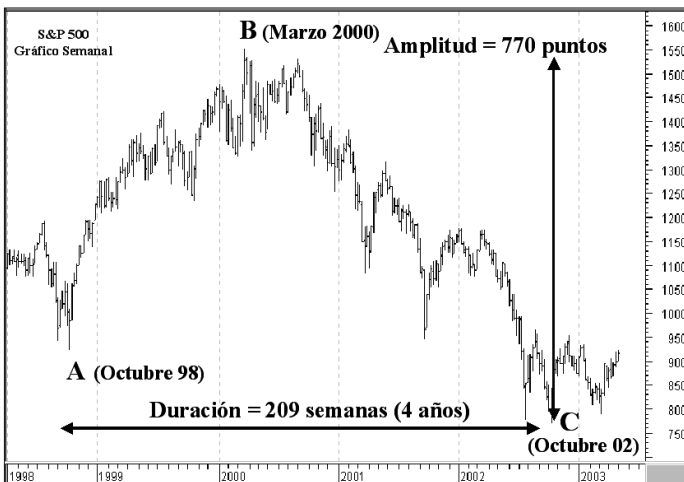
Un ciclo bursátil consiste en el movimiento de los precios desde un nivel mínimo o valle, hasta alcanzar su máximo o cresta, y su posterior caída hasta un nuevo nivel mínimo. En la figura 1, dichos puntos se han representado por las letras ABC. No obstante, todo ciclo se halla comprendido dentro de ciclos de más larga duración. La *duración* o periodo de un ciclo se mide de mínimo a mínimo, por lo que el inicio y fin de una onda cíclica coinciden con los puntos más bajos del mismo. Otra característica de los ciclos es la *amplitud*, que mide la altura de la onda o distancia entre el nivel máximo y el mínimo. Estas características también se muestran en la citada figura. Una vez que se identifican estos factores, se puede extrapolar teóricamente el ciclo al futuro y, por tanto, predecir la evolución del mercado.

Figura 1



Como ejemplo real de un ciclo bursátil, se ha representado en la figura 2 la evolución semanal del S&P 500 desde 1998, en el que se puede apreciar el ciclo de 4 años que supuso el cambio de la tendencia alcista. Se inició en octubre de 1998, alcanzó el máximo en marzo del 2.000 y finalizó en octubre de 2002. Su duración fue de 209 semanas, equivalentes a 4 años, siendo su amplitud 770 puntos.

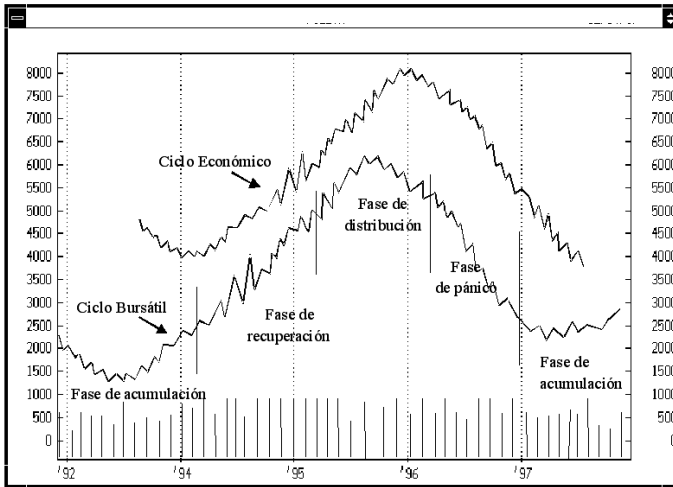
Figura 2



Las fases del ciclo bursátil se pueden explicar dentro de la teoría de Dow, tal y como se representan de forma esquemática en la figura 3, y varían según sean mercados alcistas o bajistas. De igual forma, también se puede apreciar en la misma figura cómo el ciclo bursátil se adelanta al económico, es decir, que en el caso de ciclos alcistas sería la bolsa la primera en empezar a retroceder, mientras que en los ciclos bajistas sería la bolsa la que empieza a recuperarse en primer lugar.

Figura 3

Ciclos bursátil y económico



Las fases de los mercados alcistas son:

- *Fase de acumulación o fase líquida:* Se produce el alza por un aumento de la liquidez en los mercados, dado que como medida de reactivación los gobiernos suelen bajar los tipos de interés. Aunque la economía se encuentra sumida en una profunda crisis y las cotizaciones son muy bajas, los inversores profesionales empiezan a acumular valores, anticipándose al inicio de la recuperación económica, ya que todas las malas noticias ya han sido descontadas por el mercado. La razón de que los precios suban, a pesar de las malas expectativas, se debe a que la mayoría de los métodos de valoración de empresas se basan en formulaciones que descuentan expectativas, por lo que éste alza en las valoraciones no se produce por el aumento en las mismas, sino por la disminución de la tasa de descuento, que se encuentra en el

denominador, de ahí que este aumento de valor no contradiga al análisis fundamental.

- *Fase de recuperación o fase fundamental:* En este caso, el alza se produce por motivos fundamentales. Todo el mundo es ya consciente de que la economía está saliendo de la crisis y empieza la mejora en las cifras de negocios. Esta fase termina cuando empieza el “boom” económico. En los métodos de valoración de empresas, lo que sube en este caso es el numerador, por el aumento de las expectativas, por lo que también lo hace el valor de los títulos.

- *Fase de distribución o fase especulativa:* Existe una gran actividad en el mercado. Los inversores profesionales empiezan a realizar los beneficios acumulados, anticipándose al declive económico. Por contra, los pequeños inversores, guiados por los buenos indicadores económicos, deciden comprar. En el final de esta etapa, el alza viene dada por la compra de los valores más especulativos, ya que los valores de primera fila se encuentran ya muy caros. Los pequeños inversores, ante subidas acumuladas cada vez mayores, desean obtener las plusvalías que otros tuvieron con anterioridad, sin observar que el ciclo económico está terminando.

Las fases de los mercados bajistas son:

- *Fase de distribución:* Es la continuación de la última etapa alcista. Los inversores pequeños, ante las caídas en los precios, siguen comprando ya que consideran la situación como algo temporal. En este caso ya se dejan sentir las subidas de tipos que realizan los gobiernos para frenar la economía.

- *Fase de pánico:* La situación se hace crítica y los precios descienden bruscamente ya que la presión vendedora es muy superior a la compradora. Sin embargo, los pequeños inversores que compraron a precios elevados no se deciden a vender ante la esperanza de un repunte que les permita recuperar su inversión.

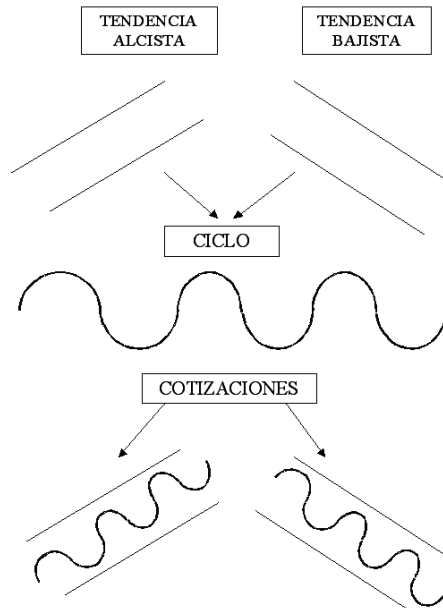
- *Fase de acumulación:* Las ventas continúan, pero los precios ya no bajan de forma tan brusca. Los informes económicos siguen siendo desfavorables y los pequeños inversores, sin ninguna esperanza ante las pérdidas acumuladas, deciden vender. En este momento, los inversores expertos empiezan a acumular papel aprovechando el bajo precio de las acciones.

3. Principios del análisis cíclico

A la hora del estudio de los ciclos, también hay que tener en cuenta una serie de principios que cumplen, siendo los más importantes los siguientes:

- *Principio de acumulación*: indica el hecho de que la cotización o movimiento de precios de un título es la suma de las influencias debidas a la tendencia y a todos los ciclos que actúan sobre el valor. Así, si se suman todos los ciclos se determinará la tendencia de los precios. En la figura 4, se representa el citado principio. También se puede apreciar en la parte inferior de dicha figura cómo los máximos de los ciclos actúan de forma diferente según la tendencia del siguiente ciclo más largo. Si la tendencia es ascendente, es decir, los máximos y mínimos están por encima de los anteriores, la cresta del ciclo se desplaza hacia la derecha del punto medio, causando una traslación en este sentido, mientras que si es bajista, es decir máximos y mínimos en niveles inferiores, causará una traslación a la izquierda. En otras palabras, en una tendencia al alza los precios se pasan más tiempo subiendo, mientras que si es a la baja estarán más tiempo bajando.

Figura 4



- *Principio de armonía*: indica que la duración de un ciclo está relacionada con un múltiplo de la duración del ciclo inferior, normalmente dos. Por ejemplo el ciclo de 18 años estaría formado por dos ciclos de 9 años.
- *Principio de sincronización*: se refiere a la fuerte tendencia de diferentes ciclos a alcanzar los mínimos al mismo tiempo.
- *Principio de proporcionalidad*: relaciona la duración y la amplitud del ciclo. De esta forma, los ciclos más largos deberían tener mayores amplitudes. La altura de un ciclo de 40 días debería ser aproximadamente el doble que uno de 20.
- *Principio de variación*: Indica que todos los principios anteriores son simplemente tendencias fuertes y que, por tanto, pueden existir variaciones en los mismos, motivados por factores psicológicos y motivos fundamentales.
- *Principio numérico*: a pesar de las diferencias de cada mercado, se han detectado unos ciclos que afectan de forma aproximada a todos los mercados por igual, pudiéndose usar como punto de partida para el análisis cíclico de cualquier mercado. Se analizarán en el siguiente epígrafe.

4. Principales ciclos bursátiles detectados y métodos para su localización

Dentro de los mercados financieros, se pueden detectar ciclos de diferente duración, incluidos unos dentro de otros. Los ciclos a más largo plazo (superior al año) son los que determinan la tendencia principal de un mercado, mientras que los ciclos a corto son los que se utilizan para operar en el mercado. Para poder estudiar los diferentes ciclos que afectan a un mercado, es necesario en primer lugar aislar cada uno de los *ciclos dominantes*, es decir, aquéllos que afectan de forma constante a los precios y se pueden identificar con claridad. Como ya hemos comentado dentro del principio numérico, históricamente se han detectado unos ciclos que afectan por igual a todos los mercados. Los ciclos a largo plazo generalmente aceptados son los siguientes:

- *Ciclo de 54 años*. Conocido también como ciclo de Kondratieff. Su órbita es de entre 45-63 años. Comprende tres fases o ciclos de 18 años.
- *Ciclo de 18 años*. Es uno de los ciclos en los que se divide el ciclo de 54 años. Su órbita se sitúa entre los 13 y 21 años. Dentro del ciclo de 18 años existen dos variantes. En una de ellas, el ciclo se divide en dos fases de 9 años, mientras que en la otra se divide en cuatro o cinco de 4 años.

- *Ciclo de 9 años (468 semanas)*. Conocido como ciclo de Juglar. Comprende normalmente 3 fases o ciclos de 3 años (156 semanas), o dos de 4-5 años.
- *Ciclo de 4 años (48 meses o 208 semanas)*. Conocido como ciclo de Kitchin. Su duración oscila entre los 36 y 56 meses. Comprende normalmente cuatro o cinco fases, siendo cada una de ellas un ciclo de 50-52 semanas. Debido a la existencia de otros ciclos que actúan al mismo tiempo, aunque con influencias distintas, su duración puede oscilar entre los 36 meses (145 semanas) y los 54 (220 semanas). Su cresta generalmente no se produce hasta su tercera fase, excepto cuando coinciden el ciclo de 4 años y la última fase del ciclo de 18 años, la cual podría exhibir proyección bajista.

La tendencia de cada ciclo queda determinada por la dirección del siguiente ciclo más largo, por lo que conociendo ésta se puede conocer la del ciclo inferior. Sin embargo, dado que en cualquier momento actúan varios ciclos de forma simultánea, ejerciendo fuerzas diferentes en momentos diferentes, la interacción de sus relaciones distorsiona la medición de un ciclo concreto, por lo que la duración suele variar. Así, el hecho de que un ciclo concreto se haya repetido en el pasado, no es en sí mismo garantía que se seguirá produciendo, aunque tenga posibilidades a favor. Los ciclos vienen, pero también se pueden ir, dado que se pueden producir factores externos que dominan y oscurecen el ciclo existente.

La búsqueda de los ciclos es una tarea complicada, dado que las duraciones de los mismos no son totalmente estáticas. Para poder analizar los diferentes ciclos que afectan a un mercado o un título, es necesario, en primer lugar, aislar cada uno de los ciclos dominantes. De las diferentes formas de conseguirlo, la más sencilla es por medio de la inspección visual. Para ello, se estudian los gráficos y se identifican los máximos y mínimos obvios en un mercado. Calculando los períodos medios entre mínimos cíclicos, se pueden encontrar las duraciones medias. Para facilitar este trabajo, existen aplicaciones dentro de los programas de análisis técnico, que nos permiten trazar ciclos de igual duración a partir de unos mínimos consecutivos y su posterior extensión, con el objeto de verificar su cumplimiento. Una vez determinado el periodo, se pueden acortar, alargar, mover a la izquierda o a la derecha hasta encontrar el ajuste adecuado en el gráfico. De todas formas, existen técnicas más específicas al respecto. Entre estas técnicas, podemos citar la Transformación Rápida de Fourier (FFT) y el Análisis Espectral de

Máxima Entropía (MESA). Por último, otras técnicas se basan en la utilización de osciladores basados en el momento, como la tasa de cambio o “ROC”, o en el estocástico.

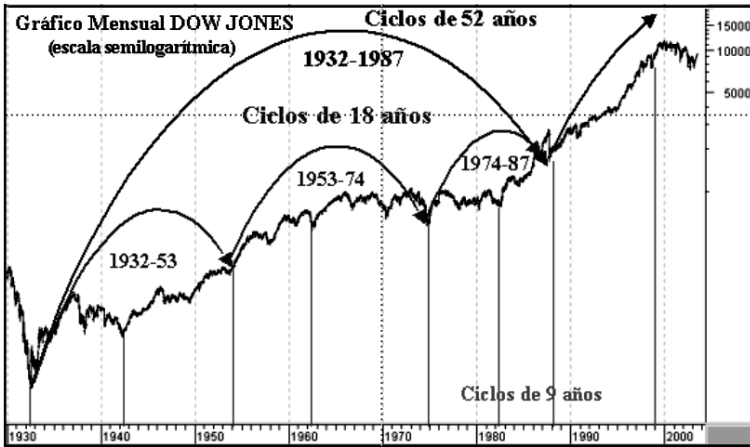
En los siguientes epígrafes, intentaremos detectar estos ciclos en el índice Dow Jones, como representante del mercado americano, y en el IGBM, como representación del mercado español. También podremos observar cómo cada vez los mercados mundiales están más interrelacionados debido al proceso de globalización.

5. Análisis y determinación de los ciclos dominantes en el mercado bursátil americano

Si nos centramos en la evolución de Dow Jones IAdesde los años 30, como índice representativo del mercado americano, podemos detectar los principales ciclos analizados en el epígrafe anterior. Tal y como se muestra en la figura 5, en la que se representa la evolución mensual en escala semilogarítmica¹ del citado índice, podemos detectar por medio de la inspección visual un ciclo de 52 años cuyo inicio se produjo en el año 1932, tras la crisis de 1929, y que finalizó con el crack de 1987. El siguiente habría empezado en el año 1987 y finalizaría sobre el 2041, por lo que su final todavía queda muy lejos.

¹ En la escala semilogarítmica el mismo espacio de tiempo representa el mismo porcentaje de apreciación, a diferencia de la escala aritmética en la que el mismo espacio es la misma cantidad de la unidad de referencia (euros, dólares, puntos...). Por tanto, es semilogarítmica un paso de 3 a 6 euros ocupa lo mismo que de 6 a 12, pero en aritmética de 3 a 6 ocupa lo mismo que de 12 a 15 euros.

Figura 5



A su vez, el ciclo de 52 años se encuentra dividido en tres ciclos cercanos los 18 años. En la tabla 1 se realiza un estudio más detallado de los ciclos de 18 años detectados por medio de la inspección visual, a partir de los datos de cierre diarios desde 1932, siendo la duración media 18,4 años. De igual forma, la duración media de las subidas es de 17,5 años y de las bajadas 0,9 años. *A partir de estos datos, considerando que el inicio del actual ciclo de 18 años fue octubre de 1987, su final teórico estaría en torno al 2005, aunque, en un escenario alternativo, en el que el ciclo fuese inferior a los 18 años, su final pudiera haber ocurrido en octubre del 2002. Todavía es prematuro para saber cuál es el escenario en el que nos encontramos.* El motivo de esta afirmación está en el hecho de que la subida de la bolsa, habida desde el otoño del 2002 (ver figura 7 bis), constituye el comienzo de una nueva fase líquida, tras un proceso de acumulación, que todavía no ha sido completada con la necesaria corrección. La profundidad de esta corrección marcará claramente si el ciclo de 18 años, comenzado en 1987, ha terminado en el 2002, de forma contraída. Alternativamente, si la corrección es lo suficientemente profunda, el ciclo anterior seguirá vigente hasta, al menos, el 2005-6, incorporando el ciclo actual de 4 años.

Tabla 1

Fecha del Mínimo	Mínimo cierre	Fecha del Máximo	Máximo cierre	Duración ciclo (años)	Duración subida (años)	Duración bajada (años)
07-07-32	41	05-01-53	294	21,2	20,5	0,7
14-09-53	256	11-01-73	1052	21,2	19,3	1,9
06-12-74	548	25-08-87	2722	12,9	12,7	0,2
19-10-87	1739					
Valores Medios				18,4	17,5	0,9

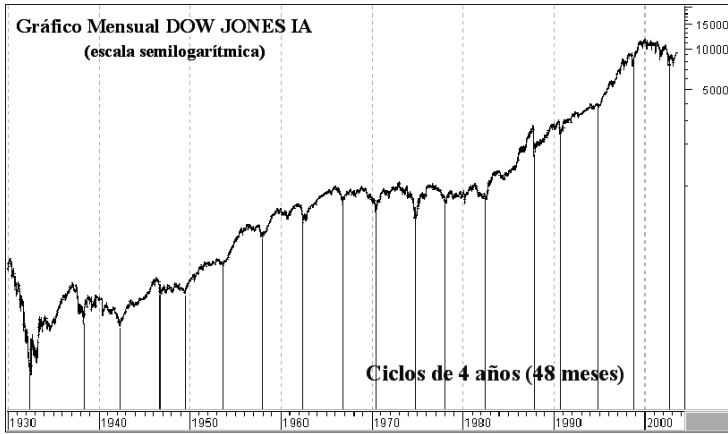
Si siguiendo con el estudio en la figura 5, también se puede observar de forma visual cómo los ciclos de 18 años se encuentran divididos en ciclos en torno a los 9 años de duración. En la tabla 2 se analizan dichos ciclos, siendo la duración media 10 años. A su vez, la subida media es de 8,1 años y la de la bajada 1,9 años.

Tabla 2

Fecha del Mínimo	Mínimo cierre	Fecha del Máximo	Máximo cierre	Duración ciclo (años)	Duración subida (años)	Duración bajada (años)
08-07-32	41	10-03-37	194	9,8	4,7	5,1
28-04-42	93	05-01-53	294	11,4	10,7	0,7
14-09-53	256	13-12-61	735	8,8	8,2	0,5
26-06-62	256	11-01-73	1052	12,4	10,5	1,9
06-12-74	578	27-04-81	1024	7,7	6,4	1,3
12-08-82	777	25-08-87	2722	5,2	5,0	0,2
19-10-87	1739	25-08-97	9338	10,9	9,9	1,0
31-08-98	7539					
Valores Medios				10,0	8,1	1,9

Con relación al ciclo de 4 años, se puede observar con más detenimiento a partir de la figura 6.

Figura 6



De igual forma, en la tabla 3 se muestran dichos ciclos, siendo la duración media 4,1 años. A su vez 3,1 es la duración media de las subidas y 1 año de las bajadas. En la actualidad, como se representa en la figura 6, se está formando un nuevo ciclo de 4 años, que podría extenderse hasta el 2005-6.

Tabla 3

Fecha del Mínimo	Mínimo cierre	Fecha del Máximo	Máximo cierre	Duración ciclo (años)	Duración subida (años)	Duración bajada (años)
08-07-32	41	10-03-37	194	5,7	4,7	1,1
31-03-38	99	12-09-39	156	4,1	1,5	2,6
28-04-42	93	26-05-46	213	4,4	4,1	0,4
09-10-46	163	15-06-48	193	2,7	1,7	1,0
13-06-49	162	05-01-53	294	4,3	3,6	0,7
14-09-53	256	06-04-56	52	4,1	2,6	1,5
22-10-57	420	13-12-61	52	4,7	4,1	0,5
26-06-62	256	02-09-66	995	4,3	4,2	0,1
07-10-66	744	03-12-68	985	3,6	2,2	1,5
26-05-70	631	11-01-73	1052	4,5	2,6	1,9
06-12-74	578	12-09-76	1015	3,2	1,8	1,5
28-02-78	742	27-04-81	1024	4,5	3,2	1,3
12-08-82	777	25-08-87	2722	5,2	5,0	0,2
19-10-87	1739	17-07-90	3978	3,0	2,7	0,2
11-10-90	2365	31-01-94	3978	3,5	3,3	0,2
04-04-94	3593	17-07-98	3938	4,4	4,3	0,1
31-08-98	7539	13-01-00	11582	4,1	1,4	2,7
09-10-02	7286					
Valores Medios				4,1	3,1	1,0

Por último, dentro del análisis del mercado americano, queremos resaltar que, en la actualidad, el índice más utilizado para el análisis de los ciclos es el S&P 500. Al igual que en el Dow Jones, también se aprecia dentro de este índice un ciclo en torno a los 4 años. En la figura 7, se pueden observar los ciclos de 4 años que se han venido produciendo en este índice desde el año 87 y en la figura 7 bis, de forma ampliada, el último ciclo de 4 años iniciado en el 98.

Figura 7

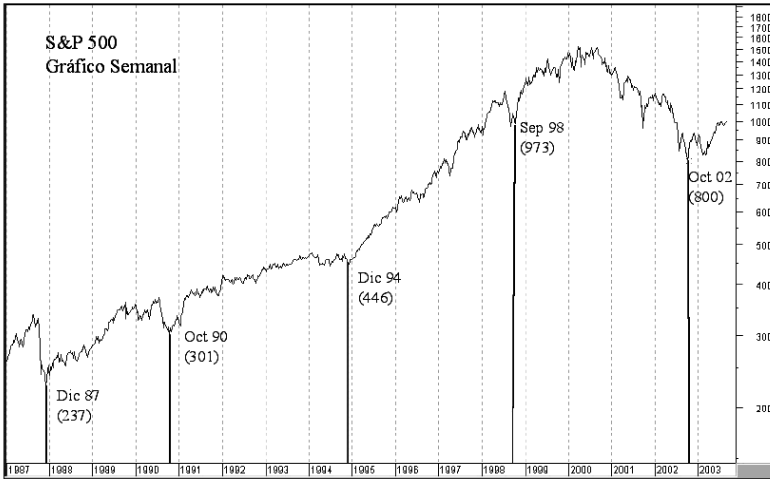


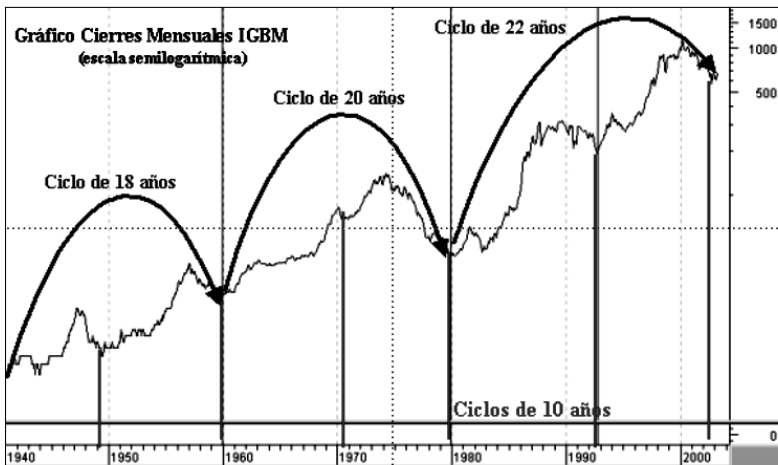
Figura 7 bis



6. Análisis y determinación de los ciclos dominantes en el mercado bursátil español

Al igual que hicimos con el Dow Jones, si analizamos visualmente, con la ayuda de aplicaciones informáticas de análisis técnico, la evolución del Índice General de la Bolsa de Madrid, como representación del mercado bursátil español, se pueden detectar los ciclos que le afectan. En la figura 8 hemos representado la evolución de los cierres mensuales desde 1941, en escala logarítmica, y sobre la cual hemos realizado nuestro estudio. Dichos datos fueron hechos públicos por la Bolsa de Madrid.

Figura 8



Tras dicho análisis, podemos detectar, en primer lugar, tres ciclos en torno a los 20 años, tal y cómo se representan en la tabla 4 a partir de los cierres mensuales. Como se puede apreciar, en este caso la duración es algo superior al ciclo de 18 años, siendo la media 20,6 años. De ellos 16,7 años corresponden a periodos de subida y 3,8 de bajada. Si lo comparamos con los datos del mercado americano, se puede observar cómo la duración de estos ciclos es mayor en el mercado español, aunque en este último la duración de la bajada es significativamente mayor.

Tabla 4

Fecha del Mínimo	Mínimo cierre	Fecha del Máximo	Máximo cierre	Duración ciclo (años)	Duración subida (años)	Duración bajada (años)
dic-40	5,86	ene-57	34,00	18,9	16,1	2,8
nov-59	19,65	abr-74	146,40	20,4	14,4	6,0
abr-80	38,16	feb-00	1123,75	22,4	19,8	2,7
sep-02	572-51					
Valores Medios				20,6	16,7	3,8

Con relación al ciclo en torno a los 9 años, se puede observar en la tabla 5, también utilizando cierres mensuales, cómo en ambos mercados se extiende por encima de los 10 años. El español tiene una mayor duración media, en concreto 10,3 años, de los cuales 6,9 son de subida y 3,5 de bajada.

Tabla 5

Fecha del Mínimo	Mínimo cierre	Fecha del Máximo	Máximo cierre	Duración ciclo (años)	Duración subida (años)	Duración bajada (años)
dic-40	5,86	abr-47	17,64	8,6	6,3	2,3
jul-49	8,8	ene-57	34	10,3	7,5	2,8
nov-59	19,65	feb-70	83	11,1	10,2	0,8
dic-70	68,91	abr-74	146,4	9,3	3,3	6,0
abr-80	38,16	abr-87	313,1	12,3	6,9	5,4
sep-92	192,95	feb-00	1123,75	10,1	7,4	2,7
sep-02	572,51					
Valores Medios				10,3	6,9	3,5

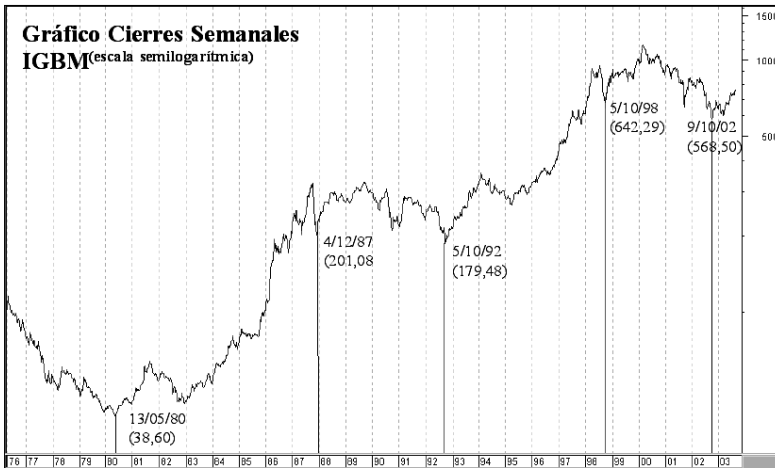
Por otra parte, los ciclos en torno a los 4 años en los que se dividen los ciclos anteriores, se han analizado en la tabla 6, a partir de los cierres diarios desde los años 80. De su estudio se llega a la conclusión de que la duración media es de 5,6 años, de los cuales 4,1 son de subida y 1,5 de bajada.

Tabla 6

Fecha del Mínimo	Mínimo cierre	Fecha del Máximo	Máximo cierre	Duración ciclo (años)	Duración subida (años)	Duración bajada (años)
13-05-80	38,6	06-10-87	328,36	7,6	7,4	0,2
04-12-87	201,08	13-09-89	328,55	4,8	1,8	3,1
05-10-92	179,48	17-07-98	947,62	6,0	5,8	0,2
05-10-98	642,29	06-03-00	1146,21	4,0	1,4	2,6
09-10-02	568,5					
Valores Medios				5,6	4,1	1,5

No obstante, si se analizan los datos de la tabla 6 y la figura 9, podemos observar cómo en los últimos años se está ajustando al americano, con duraciones cercanas a los 4 años. En la actualidad, estamos dentro de un nuevo ciclo de cuatro años que terminaría en torno al 2005–6.

Gráfico 9



7. Causas y efectos del comportamiento cíclico. Conclusiones.

En los epígrafes anteriores, hemos visto cómo los mercados financieros se mueven siguiendo una pauta cíclica, siendo el tiempo el que se ocupa del ajuste. Cuanto más tiempo emplee una tendencia en completarse, mayor será la aceptación psicológica de dicha tendencia y, por consiguiente, mayor necesidad tendrán los precios de las acciones de moverse en la dirección opuesta para su ajuste, completando un ciclo bursátil. Sin embargo, *dicho comportamiento cíclico es claramente contrario a los principios sostenidos por la teoría del mercado eficiente, basados en la racionalidad de los inversores y la teoría de paseo aleatorio.*

La razón de este comportamiento es que los mercados no sólo se basan en motivos fundamentales, sino que también hay que considerar la psicología del inversor, impulsada por comportamientos no racionales pero conocidos. Este conjunto de explicaciones alternativas a la eficiencia del mercado está conformando un nuevo paradigma en la teoría de las finanzas al que se ha dado en llamar “Behavioral Finance”.

- Así, uno de los factores que conforman la psicología del inversor y que influye en el comportamiento cíclico de los mercados es su tendencia a *infrarreaccionar* ante cualquier noticia relevante que afecte al valor de un título (por ejemplo, un incremento o decremento inesperado de beneficios). En contra de lo que preconiza la teoría del mercado eficiente, la noticia no tiene todo el impacto en el primer instante y, por consiguiente, no se refleja inmediatamente y en toda su amplitud en su precio, sino que se va ajustando durante un período más o menos dilatado de tiempo. Dicho fenómeno deriva de la lentitud de los individuos en cambiar sus creencias ante nuevas evidencias debido a su conservadurismo. Es como si a los inversores les costase hacerse a la idea de que las condiciones han cambiado y precisarían tiempo para asimilarlo y adaptarse a la nueva valoración. De esta forma, en un mercado ascendente, los inversionistas se habitúan a los precios crecientes, de tal forma que cualquier reacción se estima como temporal. Cuando se produce el cambio y se entra en una tendencia bajista, la primera corrección alcista se interpreta como señal de continuidad de la tendencia anterior.

- Otro factor que influye es la tendencia a la *sobrerreacción* ante la persistencia continuada de noticias en un mismo sentido. De esta forma, cuando hay una larga historia de buenas noticias sobre un determinado título o mercado, durante un período de tiempo relativamente dilatado, los inversores tienden a sobrevalorar el título correspondiente. En el caso de noticias negativas, ocurre lo contrario. Por ejemplo, una vez que se acepta el hecho de que se ha entrado en un ciclo bajista, a medida que los precios siguen bajando, los inversores se muestran pesimistas en exceso, provocando una mayor caída, justo cuando el mercado está próximo a cambiar de dirección.

- Por otra parte, también existe evidencia empírica que demuestra que algunos inversores *no actúan de forma racional*, tal y como se entiende en economía. Así, muchos inversores no suelen vender los títulos en los que están perdiendo con el fin de no asumir pérdidas, hecho conocido como *“aversión a la pérdida”*, a pesar de que por no hacerlo tengan posibilidades de aumentarlas. De igual forma, también existe evidencia de que muchos tienden a vender antes del momento más recomendable cuando están ganando.

- También se ha observado que muchos inversores tienen una tendencia “natural” a no mantener su cartera, sino a comprar y vender de forma poco explicable desde un punto de vista económico, efecto conocido como *“equity premium puzzle”*.

- Por último, también se ha demostrado que los inversores, pequeños y grandes, tienden a actuar en la misma dirección, siguiendo el sentimiento mayoritario del mercado, olvidando los motivos fundamentales, lo que provoca la sobrevaloración e infravaloración de los mercados y el aumento de la volatilidad.

- En definitiva, que la tendencia automática de los precios a converger a su valor fundamental estaría lejos de estar garantizada por comportamientos no racionales, por lo menos durante largos períodos de tiempo, favoreciendo la formación de los ciclos.

8. Bibliografía

- BRESSERT, W. J. (1991): *The Power of Oscillator/Cycle Combinations*. Bressert&Asociates.
- HURST, J. M. (1970): *The Profit Magic of Stock Transaction Timing*. Prentice-Hall.
- KAHNEMAN, D. y TVERSKY, A. (1979): "Propect Theory: An Analisis of decision under Risk". *Econometrica*, Vol. 47.
- MURPHY, J. J. (2000): *Análisis Técnico de los Mercados Financieros*. Editorial Gestión 2000.
- PRING, M. J. (1989): *Análisis Técnico Explicado*. Editorial Gemovasa.
- RUIZ, R. J. y DE LA TORRE, A. (1999): "El papel del Análisis Técnico en la Filosofía del Inversor Medio". *Boletín de Estudios Económicos*, Nº. 167, Agosto.
- RUIZ, R. J. y DE LA TORRE, A. (1999): "El papel del Análisis Técnico en la Filosofía del Especulador". *Boletín de Estudios Económicos*, Nº. 168, Diciembre.
- SEBASTIÁN, A. y SUÁREZ, J. (1992): *Análisis de la rentabilidad histórica de la inversión en acciones, deuda pública y renta fija privada en el mercado de capitales español*. Ediciones Bolsa de Madrid.
- TVEDE, L. (1997): *Psicología del Mercado Bursátil*. Ediciones Deusto, 2ª edición.
- VILLALBA, D. (2001): "Behavioral Finance". *Revista Bolsa de Madrid*, Nº 102, Octubre.

RESUMEN

La experiencia y los hechos demuestran que el mercado bursátil, al igual que la actividad económica, tienen un comportamiento marcadamente cíclico, alternando fases de alza bursátil y expansión económica, con otras de baja bursátil o recesión. El análisis de estos ciclos se convierte en un factor determinante a la hora de estudiar los movimientos alcistas y bajistas del mercado, ya que nos puede permitir conocer la dirección y amplitud con la que se moverá, así como el momento más probable para que se produzca, permitiendo a gestores e inversores anticipar sus estrategias. Con el presente trabajo pretendemos analizar los fundamentos, fases y principios del análisis cíclico. Se trata de la determinación de los ciclos dominantes en el mercado bursátil español en las últimas décadas y su comparación con las bolsas internacionales; así como de intentar explicar las posibles razones para la aparición de estos ciclos, en concreto las relacionadas con el comportamiento, hábitos y psicología del inversor, incluidas dentro de un nuevo paradigma en la teoría financiera denominado "finanzas conductistas" (behavioral finance), aunque sin olvidar los fundamentos económicos financieros englobados dentro del análisis fundamental.

SUMMARY

The experience and the facts show that the stock market, like the economic activity, has a cyclical movement, alternating from bullish movements and economic expansion to bearish movements and recession. The analysis of these cycles is very important to study the bullish and bearish movements of the market because it allows us to predict the direction and amplitude with which it will move, as well as the most probable moment so that it takes place, allowing to managers and investors create anticipatory strategies. In the present work we try to analyze the foundations, phases and principles of the cyclical analysis. With this purpose we will determine the dominant cycles in the Spanish stock market in the last decades and will make a comparison with the international stock markets. Next, we will try to explain the possible reasons for the appearance of these cycles, focusing on the related ones to the behavior, habits and psychology of the investor including within a new paradigm of the financial theory denominated "behavioral finance". However, we will consider also the economic and financial foundations including the fundamental analysis.

Reproduced with permission of the copyright owner. Further reproduction prohibited without permission.