



Guillermo Barandalla
Departamento de Análisis y Gestión

EL CICLO ECONÓMICO: "KEEP CALM AND CARRY ON"

El inversor, a lo largo de la última década, se ha mantenido ajeno a muchas de las grandes discusiones macroeconómicas que marcaban el devenir global. Sin embargo, hoy es el día en el que –en mayor o menor grado– **la divergencia entre las medidas de austeridad y las políticas de crecimiento económico en Europa centra muchas de nuestras conversaciones cotidianas**. Además, la trascendencia de estas reflexiones crece conforme padecemos los efectos de dichas políticas en primera persona; esto es, cuando la evolución macroeconómica global traslada sus efectos a nuestra microeconomía local.

Así, una reducción de la actividad económica general de un país (PIB), un incremento del número de individuos sin un puesto de trabajo (desempleo) o una caída del consumo de los particulares y de la inversión de las empresas, así como de la confianza de ambos, entre otras consecuencias, son propias de una etapa de recesión económica, –siendo hoy, a buen seguro, circunstancias que a pocos sonarán extrañas. Sin embargo, no siempre fue así. Hace tan sólo media década, los beneficios empresariales registraban máximos históricos, los salarios aumentaban, el consumo crecía, la confianza se fortalecía y el pleno empleo llegaba a ser potencialmente alcanzable.

Quien más, quien menos, se ha preguntado alguna vez si volverán aquellos tiempos de bonanza; y, sobre todo, ¿cuándo?

El ciclo económico: "keep calm and carry on"

Levantando la mirada y observando el pasado, la **economía global nos muestra su capacidad de generar periodos de recesión, precedidos por expansiones económicas** –de mayor o menor intensidad–, haciendo girar esta rueda una y otra vez. De hecho, basta con observar a continuación, la evolución de la economía norteamericana –representada por su PIB–, junto con los periodos de recesión económica a lo largo de los últimos sesenta años (marcados por las franjas grises).

Figura 1: Evolución del crecimiento económico (PIB1948-2012) en Estados Unidos.

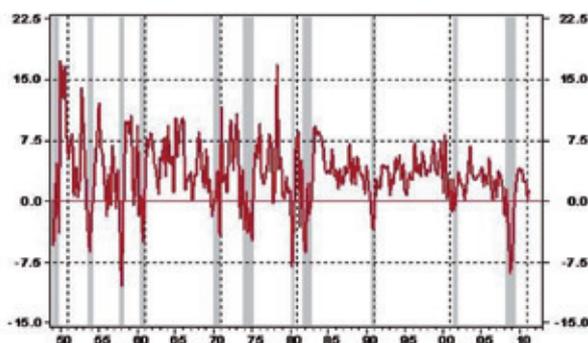


Figura 3

Fuente: Bureau of Economic Analysis / Harver Analytics

Así, en la teoría económica, a una sucesión de fases de crecimiento y decrecimiento económico, como las que hemos visto, se le denomina **"ciclo económico"**. Estos ciclos pueden explicarse por variables exógenas (físicas, psicológicas, políticas,...) o endógenas (aquellas que hacen referencia a factores exclusivamente económicos). Pudiendo éstas, al mismo tiempo, caracterizarse por ser procíclicas (aquellas que se mueven conjuntamente con la producción de una economía) o anticíclicas (aquellas que lo hacen de forma opuesta).

Para un mayor detalle, diremos que en el primer grupo de esta última clasificación encontramos variables como el empleo, los beneficios empresariales, la inversión, las importaciones o la recaudación tributaria. Mientras que en el segundo, se situarán el saldo de balanza comercial, el desempleo, el déficit público o los inventarios empresariales. Con todo, en función de la fase del ciclo económico en la que estemos, el comportamiento de dichas variables será razonablemente distinto, tal y como puede observarse a continuación:

Figura 2: Comportamiento de variables/indicadores según la fase del ciclo económico.

	Expansión	Pico	Recesión	Suelo
PIB	Δ PIB	=PIB	∇ PIB	= PIB
Consumo	Δ Consumo privado	=Consumo bienes duraderos	∇ Consumo privado	= Consumo
Inflación	Δ Precios	= Precios	=Precios	Leve inflación
Salarios	Δ Salarios	= Salarios	=Salarios (pérdida capacidad adquisitiva)	Δ Salarios
Beneficios empresariales	Δ Beneficios empresariales	=/ ∇ Beneficios empresariales	∇ Beneficios empresariales y Δ quiebras	=Beneficios empresariales y quiebras
Confianza	Δ Confianza consumidor	∇ Confianza consumidor	∇ Confianza consumidor	Δ Confianza consumidor
Desempleo	∇ Desempleo	= Desempleo	Δ Desempleo	=Desempleo
Ahorro/Deuda	Δ Propensión al endeudamiento	Δ Propensión al ahorro	Δ Ahorro	=Ahorro

=mantenimiento, Δ incremento, ∇ reducción

Predicciones económicas: "Cada día sabemos más y entendemos menos", Albert Einstein

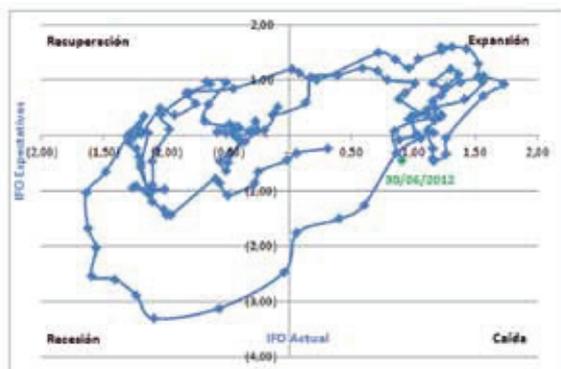
Muchas de estas variables, que explican por qué la economía se encuentra en la situación actual, se emplean también como **indicadores para predecir su evolución futura**. Entre éstos últimos, encontramos dos tipos: los denominados indicadores adelantados ("leading") -que constituyen una de las muchas formas de medición de las expectativas- y los retardados ("lagged").

Los **indicadores adelantados** recogen el movimiento de la actividad económica de forma previa, como es el caso de los permisos de construcción, los pedidos manufactureros o la confianza de consumidores e inversores. Y los indicadores atrasados, experimentan su movimiento con posterioridad al de la propia actividad económica, como lo hacen la recaudación tributaria o las reparaciones de bienes duraderos.

Así, estos indicadores son ocasionalmente empleados, junto con su variable económica de referencia, para tratar de obtener una proyección gráfica del movimien-

to del ciclo económico. Por ejemplo, en el gráfico que sigue, se ha empleado el indicador de clima empresarial a seis meses vista en Alemania (IFO expectativas), junto con el de condiciones actuales (IFO actual); dibujando sus variaciones a lo largo de distintas fechas. Esta representación gráfica recibe el nombre de "reloj del ciclo económico".

Figura 3: Reloj del ciclo económico 2001-2012: Alemania.



Fuente: elaboración propia y Bloomberg

Como vemos, en el caso de la reciente crisis financiera, a lo largo de 2008, las expectativas recogieron correctamente de forma adelantada la caída en la actividad. Sin embargo, la recuperación económica durante 2009 fue significativamente más lenta de lo anticipado por el indicador, -de ahí, en parte, la mayor amplitud del gráfico respecto al resto de fechas y ciclos representados, reflejando la dureza de la salida de la crisis.

El papel de las expectativas

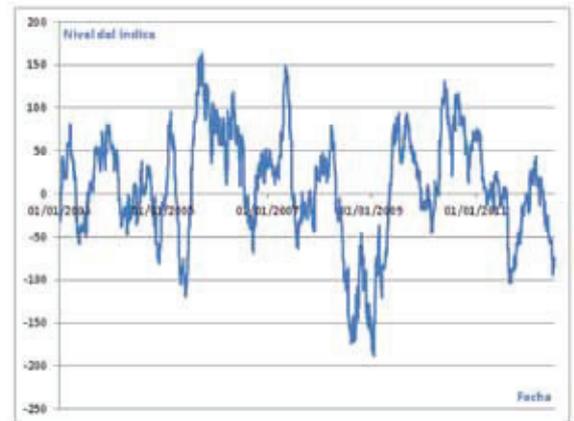
Por otro lado, es también frecuente que los distintos agentes económicos tengan sus propias previsiones acerca de la evolución de las variables económicas; generándose decepciones o sorpresas (positivas), una vez contrastada su estimación con los datos efectivamente publicados -dando lugar a otra de las formas más conocidas de medición de las expectativas.

Dicha expectativa del comportamiento de estas variables juega un papel relevante, tanto en el análisis económico en general, como en lo relativo a la inversión en los mercados financieros en concreto.

Así, su importancia es tal, que se han llegado a definir índices (véase el gráfico adjunto) de medición del

"gap" o diferencia entre los datos reales frente a las previsiones -frecuentemente realizadas por analistas financieros. El resultado dará lugar a periodos caracterizados por una consecución de decepciones o, en su caso, de sorpresas (positivas).

Figura 4: Citigroup Economic Surprise Index Euro Zone.



Fuente: Bloomberg

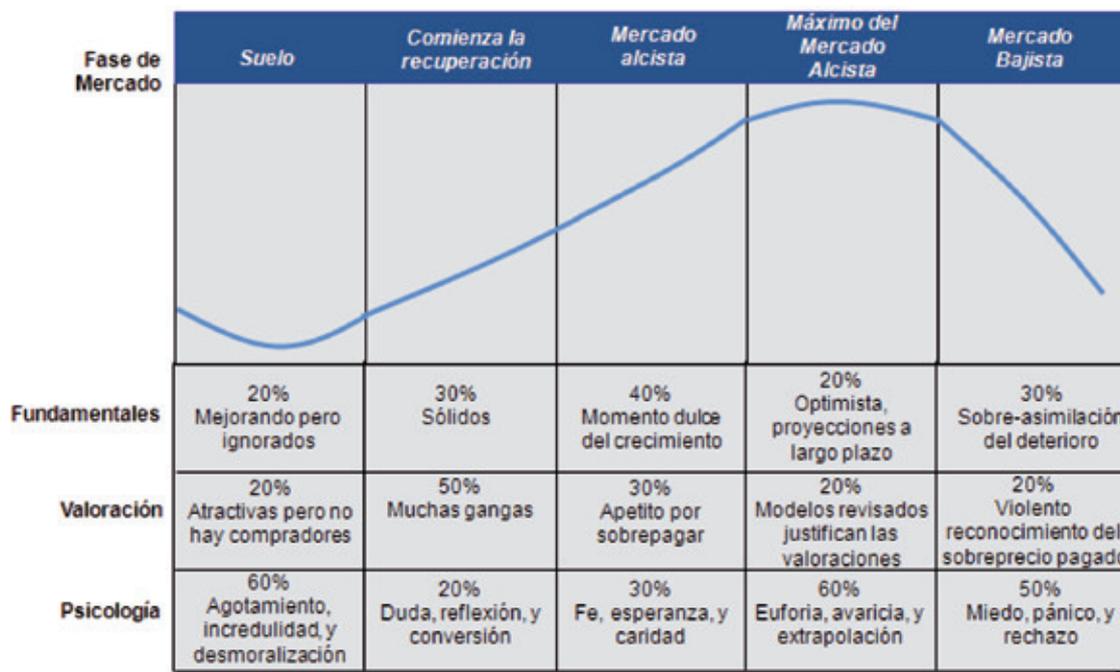
A modo de ejemplo, intuitivamente, diremos que es frecuente relacionar aquellos momentos en los que las decepciones marcan mínimos y comienzan a recuperarse, con el comienzo de periodos alcistas en los mercados financieros; motivado en parte, por encontrarse las previsiones cargadas de una excesiva dosis de pesimismo.

Psicología: "El tiempo es tu amigo, el impulso tu enemigo", John Bogle

Al hilo de esto último, en el plano de la inversión -donde como ya sabemos, los mercados financieros anticipan tradicionalmente los ciclos económicos reales-, el componente psicológico juega otro de los papeles importantes en la toma de decisiones del inversor.

De este modo, sus emociones y, con ellas, sus preferencias de inversión, variarán en función del momento del ciclo en el que nos encontremos; con síntomas de desmoralización en el "suelo" de la recesión y con cierta avaricia o euforia en los momentos más alcistas, tal y como se recoge a continuación.

Figura 5: Psicología de la inversión según el ciclo bursátil.



Fuente: Morgan Stanley

Es por ello entendible que, en función de la fase del ciclo, la distribución de activos de una cartera varíe también según dichas preferencias. De hecho, la historia efectivamente confirma cómo el **inversor modifica su preferencia de activos financieros en función de la fase del ciclo**; y dicho sea de paso, no siempre con el resultado más conveniente –especialmente si se responde a impulsos.

La historia económica es un incesante “volver a empezar”

Abanderada por el “Keep calm and carry on” (mantenga la calma y continúe) –tal y como acuñó el Gobierno Británico en 1939 para animar a su población durante el comienzo de la 2ªGM- **la actividad económica**



alterna irremediamente a lo largo de la historia entre el crecimiento y la recesión.

Así, en la actualidad, mientras que algunas regiones como Alemania o Estados Unidos tratan de sostener una fase de crecimiento económico, otras como España, buscan entrar en la senda de la recuperación.

En esta línea, el componente psicológico actual –de pesimismo abrumador en países como España-, coincide históricamente con mínimos de mercado; no obstante, parece que los indicadores adelantados aún no apuntan hacia la próxima recuperación.

Por todo ello, resulta razonable pensar que el inversor deba centrar sus esfuerzos en diseñar una estrategia adecuada y robusta; garantizando su supervivencia económica durante las etapas de recesión, aunque sin olvidarse de aprovechar el posterior crecimiento.