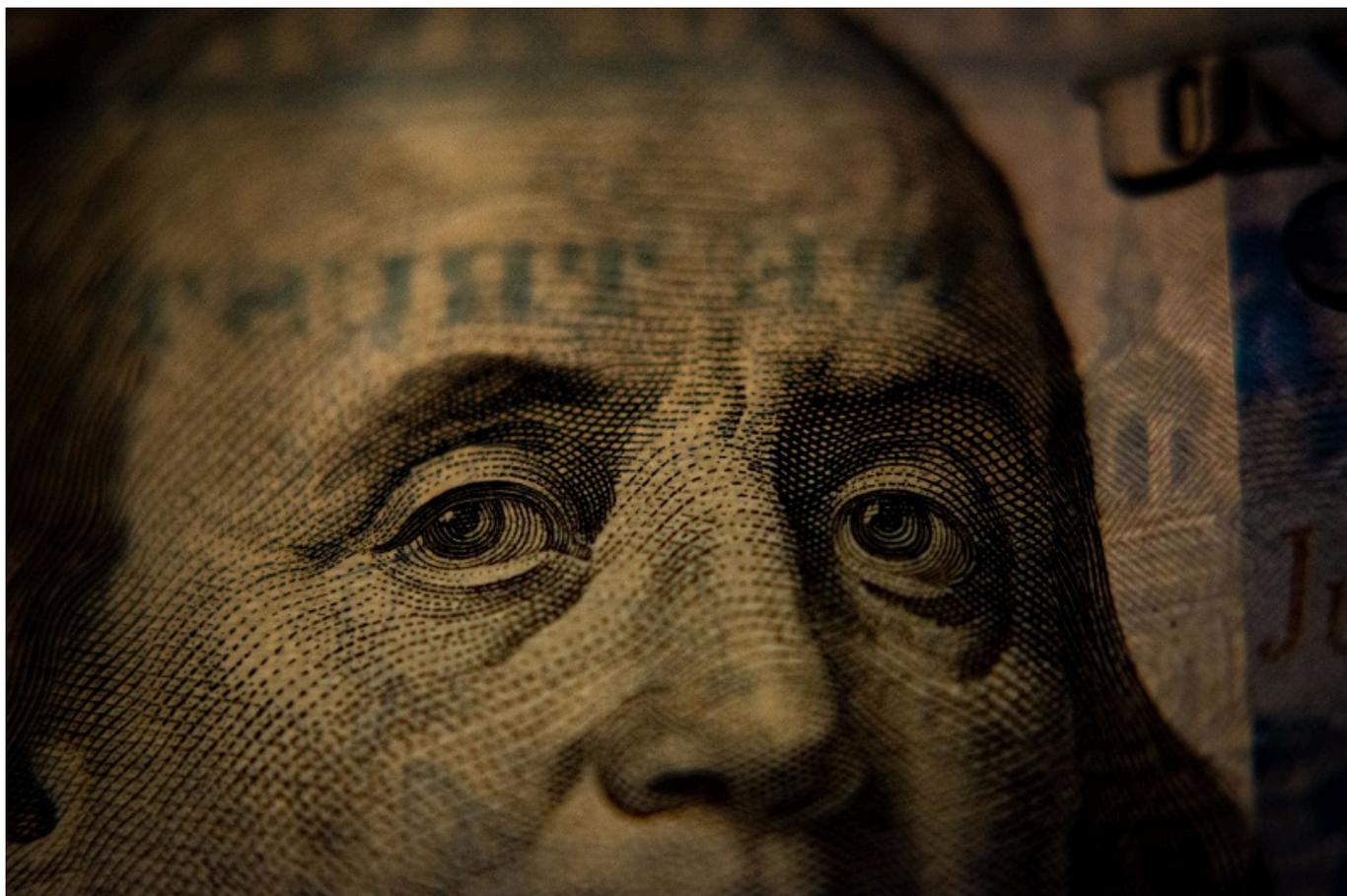


Un rompecabezas presidencial

José Antonio y Miguel Ángel Herce
1 junio, 2022



En nuestra entrada de la semana pasada destacamos cómo el inversor individual medio, al menos en los amplios mercados bursátiles estadounidenses, generalmente vende acciones cuando los precios ya han bajado y compra cuando los precios han empezado a subir. El resultado es que la rentabilidad de su portafolio está por debajo de la que obtienen los inversores institucionales (*the Smart Money*), que disponen de mejor información y se adelantan a los inversores individuales tanto cuando los mercados suben como cuando bajan.

La semana que ha transcurrido desde que el índice Dow (DJIA) completara ocho semanas de pérdidas ininterrumpidas el pasado 20 de mayo, un récord que no se igualaba desde 1932, ha sido más positiva para las bolsas estadounidenses, con generosas y generalizadas ganancias. Generosas ganancias, sí, pero no lo suficiente como para recuperar lo perdido desde que comenzara la corrección bursátil a finales del año pasado.

En concreto, y como se indica en la tabla que presentamos a continuación, el índice Dow terminó la semana pasada, del 20 al 27 de mayo, con una ganancia del 6,24%, unas décimas porcentuales por debajo de las ganancias experimentadas por los índices S&P 500 TR y Nasdaq durante el mismo periodo.

Cambio porcentual de índices bursátiles en los periodos indicados

	Periodo	Dow	S&P 500 TR	Nasdaq
[1]	Máximo previo a 20 de mayo 2022	-15,05%	-18,19%	-29,29%
[2]	20 a 27 de mayo 2022	6,24%	6,62%	6,84%
[3]	Máximo previo a 27 de mayo 2022	-9,75%	-12,77%	-24,45%

Nota 1: los máximos previos de los tres índices se alcanzaron, respectivamente, el 4 de enero de 2022, 3 de enero de 2022 y 10 de noviembre de 2021.

Nota 2: las tasas en la fila [3] no son la suma de las correspondientes tasas en las filas [1] y [2] ya que son resultado del interés compuesto en cada caso (además de estar redondeadas).

La importante pero incompleta recuperación de las bolsas americanas, tras semanas de pérdidas sostenidas, pone de manifiesto la volatilidad de los mercados de acciones y la importancia para el inversor individual de mantener una perspectiva a largo plazo, idealmente a muy largo plazo, para maximizar la rentabilidad de su portafolio de renta variable.

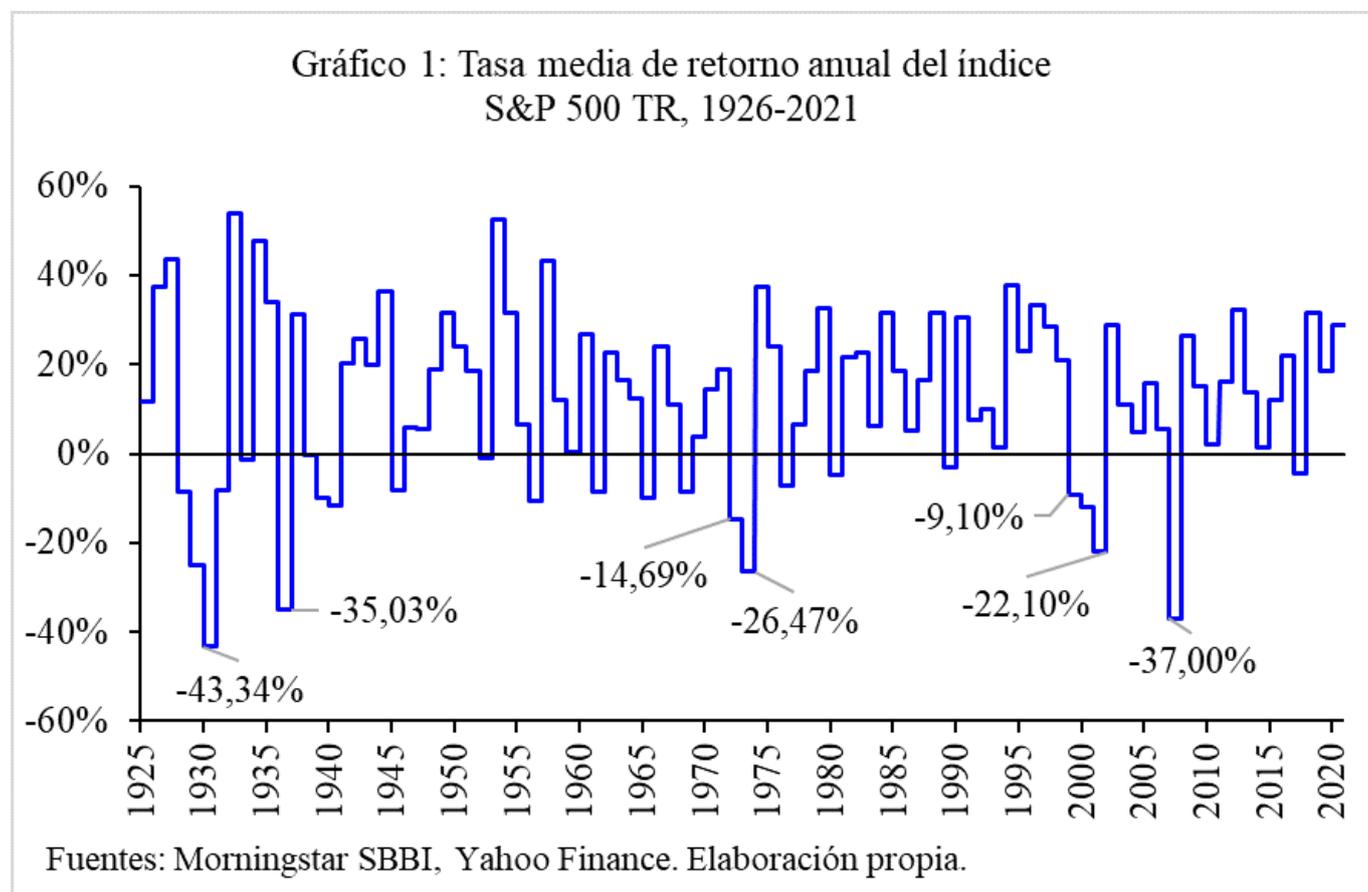
En nuestra entrada de hoy, sin embargo, vamos a sacar provecho de una serie temporal de datos tan amplia como la que empleamos en nuestra entrada anterior, abarcando casi cien años del índice S&P 500 TR, con el propósito de ilustrar un fenómeno observado en la economía americana, que tiene además interesantes ramificaciones políticas.

El rompecabezas presidencial

El fenómeno a que nos referimos es que la tasa anualizada de rendimiento del índice S&P 500 (con o sin dividendos) es muy superior, en promedio, durante la administración de un presidente del Partido Demócrata americano, comparada con la tasa anualizada que se observa cuando el presidente es del Partido Republicano. Esta regularidad estadística se conoce en círculos académicos como el «rompecabezas presidencial» (*presidential puzzle*) porque desafía la idea convencional de la supuesta afición del Partido Republicano estadounidense al capitalismo sin reservas, frente a la preferencia del Partido Demócrata por una economía más intervenida y centrada en la redistribución que en la persecución del beneficio privado¹.

Ya sé, Sapiéntísimo, que a medida que lees el párrafo anterior te estas rascando la cabeza y no sales de tu asombro. ¿Acaso no se encarna la persecución del beneficio privado en el precio de una acción mejor que en el precio de cualquier otra cosa? ¿Cómo es, entonces, posible que en Estados Unidos, nada menos que en el centro del universo capitalista universal, los precios de las acciones den más rendimientos bajo presidencias Demócratas que bajo Republicanas? ¿De qué estamos hablando?

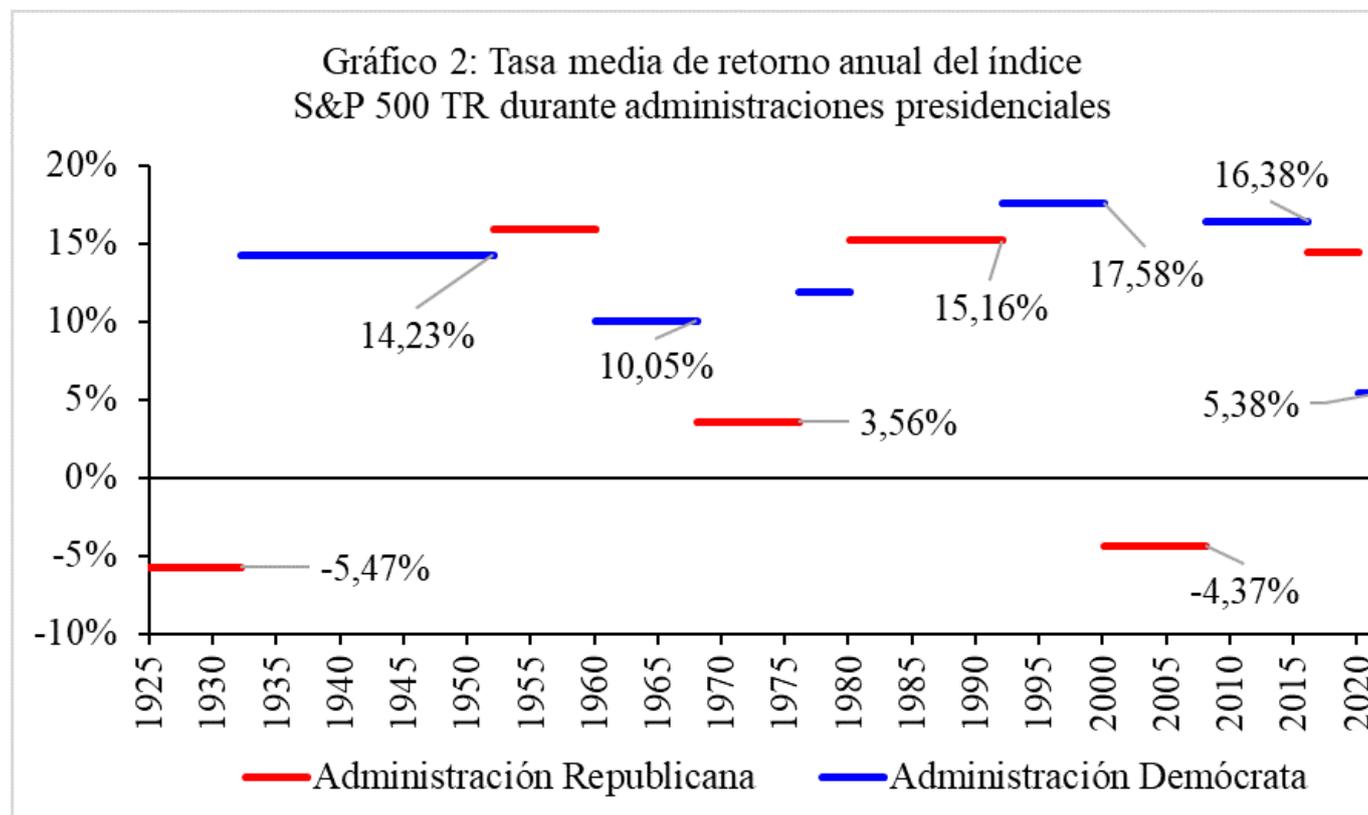
En primer lugar, reproduzcamos los datos en que se basa este interesante fenómeno. ¿Recuerdan ustedes el gráfico con que ilustramos la volatilidad del índice S&P 500 TR en la entrada de la semana anterior? Lo reproducimos aquí de nuevo. En principio, no tiene una dirección aparente, con la excepción de las cuatros serias crisis económicas a que nos referimos en dicha entrada (la Gran Depresión de los 1930, las crisis del petróleo de 1973 y 1979, la ruptura de la burbuja Dot.Com de 2000 y la crisis financiera de 2008). En el Gráfico 1 observamos enorme volatilidad en las tasas anuales de rendimiento sin un patrón evidente.



Para ver una cierta pauta que resalte la diferencia entre rendimientos anuales del índice durante una administración presidencial u otra, vamos a separar, en el periodo 1926 - 2021, los años en que hubo una administración Demócrata en Estados Unidos de los años en que un presidente Republicano ocupaba la Casa Blanca. Los términos presidenciales durante este periodo fueron de cuatro u ocho años, con la excepción de Franklin Delano Roosevelt (FDR), que fue elegido cuatro veces consecutivas, antes de la aprobación del límite a dos términos presidenciales, lo cual hubiera supuesto dieciséis años. FDR murió al poco de comenzar su cuarto periodo presidencial. Su vicepresidente, Harry Truman ascendió a la presidencia el 12 de abril de 1945 y dejó la presidencia el 20 de enero de 1953. Por lo tanto, desde el acceso a la presidencia de DFR, el 4 de marzo, de 1933, un presidente Demócrata ocupó la Casa Blanca durante cinco términos presidenciales, es decir, veinte años.

Las presidencias de Ronald Reagan (con dos términos presidenciales) y George H. W. Bush (el Viejo, con uno) ocuparon doce años, desde el 20 de enero de 1979 al 20 de enero de 1993. El resto del periodo, los presidentes estadounidenses alternaron entre los partidos Demócrata y Republicano por dos administraciones o una (como fue el caso de Jimmy Carter (demasiado inteligente y decente para el puesto) y Donald Trump (todo lo contrario)). La presente administración Biden ha existido durante un solo año completo hasta enero de 2022².

Resumimos toda esta breve historia presidencial en nuestro Gráfico 2.



En este gráfico, hemos calculado la tasa media de retorno anualizada del índice S&P 500 TR para cada una de las doce administraciones presidenciales que se alternan en el periodo que nos interesa. Las líneas que indican estas tasas de retorno anualizadas están trazadas con los colores que representan a los dos partidos estadounidenses, roja para el Republicano y azul para el Demócrata.

Por lo general, observamos muy saludables tasas anuales de rendimiento en ocho de estos periodos, oscilando entre el 10,05% durante los ocho años de la administración Kennedy-Johnson y el 17,58% anual durante la era Clinton. Tres periodos de administraciones replicanicas (Eisenhower, Reagan-Bush Sr. y Trump) obtuvieron tasas en el centro del rango citado, como así lo hicieron los periodos de las administraciones de FDR-Truman, Carter y Obama.

Los cuatro periodos con tasas anualizadas modestamente positivas o negativas corresponden a las presidencias Coolidge-Hoover (-5,74%), Nixon (3.56), Bush Jr. (-4,73%) y Biden (5,38%, de un solo año

completo de duración hasta hoy).

He aquí el rompecabezas. Si bien los ocho periodos de altas tasas de rendimiento anualizadas parecen repartirse por igual entre republicanos y demócratas, los periodos con menores tasas anualizadas corresponden a administraciones republicanas, dos de ellas con valores negativos, en promedio, durante casi ocho años cada una, y la tercera durante los ocho años de la administración Nixon.

Consideremos los tres periodos con menores tasas de retorno anualizadas. En el caso de la administración Coolidge-Hoover, el factor determinante de la tasa negativa fue la Gran Depresión, en la que se observaron fortísimas caídas bursátiles. En el Gráfico 1 observamos caídas sostenidas del índice de hasta un 43,34%. La administración de George W. Bush (el Joven) presidió sobre la debacle de la burbuja Dot.Com al principio y la crisis de 2008 al final que, en realidad, comenzó en agosto de 2007 y tocó fondo a primeros de marzo de 2009, al poco de comenzar la administración Obama. La modesta tasa observada durante los años de la administración Nixon (3,56%) es consecuencia de las sacudidas que en las economías de Occidente causaron las crisis del petróleo de 1973 y 1979 y la combinación de alto desempleo y elevada inflación que dichas crisis acarrearón.

Con respecto a las tasas anualizadas más elevadas, la mayor de ellas corresponde a la administración Clinton, con un fenomenal promedio anual del 17,58% durante ocho años, un periodo económico y político muy interesante, en el que se reconstruyeron los partidos Demócrata y Laborista, en Estados Unidos y el Reino Unido, respectivamente, se consolidó el nuevo orden mundial tras la desaparición de la Unión Soviética, y se estancó la economía japonesa que parecía amenazar la primacía económica de Estados Unidos. Durante la administración de Obama se registró la segunda tasa anualizada más alta de todas (16,38%), fundamentalmente gracias al estímulo fiscal que se realizó en los primeros meses de 2009 al comienzo de la era Obama. Si bien se considera hoy que el estímulo fiscal, en torno a los novecientos mil millones de dólares, no llegó ni a la mitad de lo que hubiera sido necesario para lograr una recuperación más rápida, lo cierto es que se impidió una debacle económica mucho mayor y se sentaron las bases para un crecimiento sostenido.

Es pronto para decir nada definitivo sobre la administración Biden, pero la modesta tasa anual del índice, en un 5,38%, es ciertamente una anomalía con respecto a las elevadas tasas conseguidas por otras administraciones Demócratas.

¿En qué sentido son estos resultados paradójicos? ¿Y hasta qué punto pueden atribuirse a los presidentes, estadounidenses o no, los rendimientos de los mercados de valores durante sus respectivos mandatos?

La paradoja se centra, como se comenta al principio de esta entrada, en la pretendida amistad del Partido Republicano con el capitalismo del beneficio empresarial y la supuesta tendencia del Demócrata a distribuir el pastel más que a hacerlo crecer. Pero la verdad es que ambas caracterizaciones son excesivamente simplistas. Más bien, podría argumentarse que la afición al beneficio privado del Partido Republicano es, en realidad, afición al capital oligopolista y a la relajación de la regulación que puede llevar a crisis financieras (esa mala deuda...) que acaban explotándoles en la cara. Puede también argumentarse que cuando llegan los malos tiempos, los

votantes llevan a los Demócratas al poder para que eliminen los excesos del capitalismo menos presentable. No olvidemos que, al margen de los votantes estadounidenses que votan con convicción y sistemáticamente a un partido u otro, existe un amplio segmento de ellos que vota según sus intereses económicos y suele desprenderse de una administración exhausta y sin ideas.

Si nos atenemos a esta explicación menos estereotipada del papel de los dos grandes partidos políticos en los Estados Unidos, hemos de admitir que, en democracia, aunque sea imperfecta, amplios sectores de la sociedad y de los votantes, valoran una economía y un sistema social en que la prosperidad es más compartida. Este fue, creemos, el tenor de las administraciones de FDR-Truman, Clinton y Obama.

En contraste a esta explicación, sin embargo, las crisis de los 1970, desde las dislocaciones causadas por el precio del petróleo hasta el agotamiento del sistema productivo al cabo de los años de gran crecimiento que tuvieron lugar con el fin de la Segunda Guerra Mundial, dieron paso a la revolución de Reagan, que parecía estar más enfocada en la persecución del beneficio privado y que dio lugar a tasas de crecimiento del índice del 15,16%, cercano al que se obtuvo durante la administración Eisenhower, veinte años antes. La afirmación del principio del beneficio privado parece haber dado frutos.

Y, claro está, es poco razonable atribuir enteramente a una administración presidencial, americana o no, el mérito de un espectacular año bursátil o la responsabilidad por un año negro. Y, sin embargo, sus aciertos y errores pueden tener influencia decisiva en el curso de la actividad económica, como se puso de manifiesto con el *New Deal* de FDR o la respuesta de la presidencia Obama a la crisis de 2008.

Resumiendo de forma dramática lo dicho hasta ahora, la tasa media anual de crecimiento del índice S&P 500 TR cuando el ocupante de la Casa Blanca es un Demócrata (incluido el año completo de Biden) ha sido, entre 1926 y 2021, un 14,03%. Durante administraciones Republicanas, la correspondiente tasa media anual ha sido de tan solo el 6,41%. Estas diferencias son considerables, dignas de un verdadero rompecabezas.

¹. Véase, Alan Blinder y Mark Watson, Presidents and the US Economy, American Economic Review, 2016, 106(4). Páginas 1015-1045.

². Hemos de incluir aquí la presidencia de los presidentes Republicanos Coolidge y Hoover, que incluyó el periodo de 1926 a febrero de 1933 con que comienza nuestro análisis. El magnicidio del presidente Kennedy impidió que terminara su primer y único mandato. Su vicepresidente Lyndon B. Johnson accedió a la presidencia y fue elegido en noviembre de 1964, de forma que las administraciones Kennedy-Johnson abarcaron dos términos presidenciales. Del 20 de enero de 1961 al 20 de enero de 1969.