

DOBLE CLICK

ECONÓMICO

Más que una columna

18

18ª EDICIÓN

Sincronización de retornos: Cuando la magia de la diversificación pierde su poder

Jaime Lavin, Ph.D UAI. Profesor de Finanzas e Investigador, Escuela de Negocios UAI. Director Magister en Dirección Financiera.

Resumen

El mercado financiero se ha configurado como un sistema complejo global, caracterizado por múltiples interdependencias y conexiones que amplifican perturbaciones y shocks locales, transformándolos en eventos de alcance global capaces de desestabilizar el sistema financiero. En este contexto, el riesgo de sincronización se materializa en períodos de alto estrés, cuando activos tradicionales —como acciones e instrumentos de deuda— exhiben correlaciones elevadas. Este fenómeno reduce significativamente los beneficios de la diversificación, exponiendo a los inversionistas a pérdidas simultáneas en múltiples clases de activos y mercados, y elevando el riesgo sistémico. La evidencia internacional y local muestra que las correlaciones de los retornos son heterogéneas en el tiempo y tienden a intensificarse ante eventos extremos o shocks, con efectos relevantes para inversionistas y reguladores debido a su impacto transversal en distintas clases de activos financieros.

El fenómeno

La apertura económica y la integración financiera de los últimos 30 años han impulsado la interconexión de los mercados y expandido los mercados de capitales en línea con el crecimiento global. Esta evolución ha configurado un sistema financiero con características de sistema complejo, marcado por interdependencias transfronterizas. En este contexto, los shocks escalan hacia eventos globales mediante comportamientos de manada, imitación social y mecanismos de retroalimentación positiva, que generan cambios abruptos en los precios, aumentos en los volúmenes de transacción, sincronización de retornos, elevada volatilidad y formación de burbujas en los mercados de capitales¹.

Estos efectos pueden persistir mucho después del shock inicial y alterar significativamente los patrones de precios de los activos. Episodios como la Gran Crisis Financiera, la pandemia y el shock inflacionario de 2022–2023 muestran cómo la interconexión de los mercados amplifica los shocks y dificulta la gestión del riesgo. En particular, la persistencia en la transmisión de volatilidad intensifica el contagio entre activos, lo que refuerza la necesidad de desarrollar herramientas para comprender la dinámica de los mercados en períodos de turbulencia, implementar sistemas de alerta temprana ante cambios de régimen y detectar la formación de burbujas².

Las crisis financieras y los colapsos en los precios de los activos financieros amenazan la estabilidad del sistema. Estos episodios reflejan patrones persistentes, determinados por la naturaleza del shock y el nivel de incertidumbre. En estos contextos, los

¹ Raddant, M., & Kenett, D. Y. (2021). Interconnectedness in the global financial market. *Journal of International Money and Finance*, 110, 102280.

² Lavin, J. F., Valle, M. A., & Magner, N. S. (2019). Modeling overlapped mutual funds' portfolios: a bipartite network approach. *Complexity*, 2019(1), 1565698.

inversionistas suelen adoptar el “*flight to quality*” o “vuelo hacia la calidad”, vendiendo activos riesgosos para adquirir instrumentos más seguros, como activos monetarios y deuda soberana. Este ajuste de carteras puede intensificar la inestabilidad del mercado: la mayor demanda por liquidez genera ventas forzadas de activos y eleva la volatilidad y la fragilidad del sistema financiero³. Por lo tanto, es fundamental desarrollar métodos y modelos empíricos que ayuden a anticipar y monitorear eventos disruptivos, cambios de régimen y la formación de burbujas, factores clave del riesgo de sincronización.

El riesgo de sincronización refleja una propiedad fundamental de los activos financieros: las correlaciones de los retornos no son constantes, sino que dependen de cambios de régimen en los mercados y del *sentiment* de los agentes. En condiciones normales, acciones y bonos suelen exhibir correlaciones bajas o incluso negativas. Estas relaciones sustentan la lógica de la diversificación sobre la que se basa la teoría moderna de portafolios de Markowitz. Así, combinar acciones y bonos resulta recomendable, ya que correlaciones bajas o negativas reducen la covarianza de los retornos y, en consecuencia, el riesgo total de la cartera es inferior a la suma de los riesgos individuales.

La “magia” de la diversificación tiene un talón de Aquiles. Durante episodios de estrés financiero —como crisis económicas, guerras, shocks inflacionarios o eventos black swan— las correlaciones aumentan significativamente. La evidencia empírica muestra que este fenómeno es más intenso en la cola izquierda de la distribución de retornos: cuando los mercados caen, tienden a hacerlo en conjunto, con acciones y bonos moviéndose de forma sincronizada. Este fenómeno se conoce como “falla de la diversificación”. En contraste, en períodos alcistas, las correlaciones no disminuyen en la misma proporción, generando una asimetría desfavorable para los inversionistas.

¿Qué factores se relacionan con la sincronización?

Los aumentos en las correlaciones responden a múltiples factores de naturaleza política, económica y social. Entre ellos destacan los shocks macroeconómicos —como inflación, cambios en tasas de interés, devaluaciones o ajustes arancelarios—, las variaciones en el sentimiento de mercado asociadas a eventos como guerras, ataques terroristas o pandemias, y factores políticos, regulatorios e incluso desastres naturales. Estos elementos amplifican el *co-movement* de los activos financieros, ya que no solo alteran las perspectivas económicas y financieras, sino que también modifican la estructura de covarianzas entre activos, debilitando las estrategias tradicionales de diversificación y gestión de riesgos de las carteras⁴.

Los cambios de régimen que generan sincronización se han estudiado mediante modelos que capturan variaciones regulatorias, políticas y de las condiciones económicas. Por ejemplo, en renta fija, las tasas de interés —en particular la política monetaria— son clave en la formación de precios e influyen también en otros activos financieros. En acciones, los regímenes se asocian a períodos de alta y baja volatilidad, así como a ciclos alcistas y bajistas vinculados a la evolución económica. Estos modelos permiten estructurar cambios en los fundamentos —a menudo interpretables *ex post*— y resultan útiles para decisiones *ex ante*, como la gestión de portafolios, la predicción de mercados y la supervisión de riesgos. Además, generan diferencias en retornos en términos de medias, volatilidades, autocorrelaciones y covarianzas según estados “buenos” o “malos”, lo que facilita el análisis del riesgo financiero⁵.

Los modelos de cambio de régimen presentan limitaciones relevantes. Por un lado, no anticipan la ocurrencia de “cisnes negros”; por otro, no capturan plenamente las interdependencias propias de sistemas complejos, donde emergen dinámicas autogeneradas, no lineales y shocks endógenos. En los mercados de capitales —entendidos como sistemas complejos en los que agentes heterogéneos interactúan bajo asimetrías de información— estas dinámicas pueden generar comportamientos alejados de la racionalidad. En tales estados, los mercados, propensos al *herding* o comportamiento de rebaño, exhiben dinámicas que pueden derivar en la formación de burbujas y sus posteriores colapsos⁶.

¿Qué nos enseña la historia reciente?

Una forma intuitiva de examinar episodios de sincronización es a través de la correlación de los retornos. Por ejemplo, el CFA Institute estima que, en los últimos 40 años, la correlación promedio entre índices accionarios globales se ha duplicado, reduciendo significativamente los beneficios de la diversificación como herramienta de gestión de riesgos⁷. La **Tabla 1** muestra que, en una muestra amplia de mercados emergentes y desarrollados, la correlación promedio fue de 0,25 en la década de 1980, aumentó a 0,51 en la década terminada en 2010 y llegó a máximos de 0,70 entre 2020 y 2022.

³ Song, D. M., Tumminello, M., Zhou, W. X., & Mantegna, R. N. (2011). Evolution of worldwide stock markets, correlation structure, and correlation-based graphs. *Physical Review E—Statistical, Nonlinear, and Soft Matter Physics*, 84(2), 026108.

⁴ Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2014). On the network topology of variance decompositions: Measuring the connectedness of financial firms. *Journal of econometrics*, 182(1), 119-134.

⁵ Ang, A., & Timmermann, A. (2012). Regime changes and financial markets. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 4(1), 313-337.

⁶ Výrost, T., Lyócsa, Š., & Baumöhl, E. (2019). Network-based asset allocation strategies. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 516-536.

⁷ Horstmeyer, McManus & Oliver (2022). “Portfolio Diversification: Harder Than It Used to Be?”. CFA Institute.

Período	Min.	Max.	Mediana	Promedio	Desv. Est.
1980s	-0.51	0.83	0.25	0.25	0.32
1990s	-0.12	0.83	0.30	0.31	0.24
2000s	0.20	0.95	0.62	0.59	0.16
2010s	0.19	0.87	0.50	0.51	0.14
2020-2022	0.37	0.93	0.72	0.70	0.14

Tabla 1: Correlaciones entre principales índices accionarios mundiales

Fuente: Horstmeyer, McManus & Oliver (2022).

La menor efectividad de la diversificación no es exclusiva de los mercados accionarios. También se observa una mayor sincronización con otras clases de activos, como la renta fija, especialmente en períodos de alto estrés. Page & Panariello (2018)⁸ muestran que, entre 1970 y 2017, la correlación promedio entre acciones estadounidenses y no estadounidenses osciló entre 0,4 y 0,6. Sin embargo, en episodios extremos del mercado estadounidense, estas correlaciones alcanzaron máximos de 0,87 y mínimos de -0,17. Esta asimetría sugiere que la diversificación internacional es más efectiva en fases alcistas, mientras que en períodos de caída la correlación aumenta significativamente. Resultados similares encuentran Longin & Solnik (2001)⁹ al analizar correlaciones entre Estados Unidos, Francia, Alemania, Reino Unido y Japón.

La diversificación también falla al combinar acciones con otras clases de activos, como bonos corporativos, bienes raíces y bonos *high yield*. Esto se debe al aumento de la correlación durante las caídas bursátiles, en comparación con las fases alcistas. Por ejemplo, existe evidencia de que, cuando los retornos accionarios en Estados Unidos se ubican en el percentil 5%, las acciones no estadounidenses, los commodities y los REITs también registran retornos significativamente negativos, más allá de lo predicho por correlaciones promedio¹⁰. Así mismo, los mercados accionarios del G-5 tienen el doble de probabilidad de colapsar simultáneamente que los mercados de bonos¹¹ y las monedas exhiben un patrón similar al caer en sincronía ante shocks¹².

¿Qué ocurre con los activos alternativos? Aunque existe escepticismo respecto a los beneficios de diversificación de la deuda privada, los bienes raíces y los fondos de cobertura, su potencial aporte a carteras tradicionales sigue siendo relevante para los inversionistas profesionales. Esto persiste pese a los problemas de liquidez y a los bajos rendimientos observados recientemente en algunos fondos locales e internacionales. Aun así, los inversionistas institucionales continúan aumentando su exposición a activos alternativos, en la búsqueda de mejorar el perfil riesgo-retorno de sus carteras

¿Qué ocurre en el mercado local?

El mercado local no está exento del fenómeno de sincronización. La **Tabla 2** presenta la correlación promedio entre el índice accionario IPSA y los principales índices de deuda local para el período 2001-2026. Como se observa, las correlaciones son bajas e incluso negativas, pero exhiben alta variabilidad en torno a su media. Sin embargo, estas correlaciones corresponden a promedios históricos y no capturan la naturaleza dinámica de la sincronización. En la práctica, promedian regímenes muy distintos; por tanto, no representan un estado económico real, sino una combinación de ellos. En consecuencia, un inversionista que se basa únicamente en estos promedios tiende a sobreestimar la estabilidad de la diversificación y su aporte a la gestión de carteras.

	IPSA-LVACL	IPSA-LVACLG	IPSA-LVACL C	IPSA-LVACLI
PROMEDIO	-0.02	-0.06	0.02	-0.10
MÁXIMO	0.74	0.73	0.78	0.72
MÍNIMO	-0.72	-0.81	-0.63	-0.80
DESV. EST.	0.34	0.35	0.32	0.31

Tabla 2: Correlaciones mensuales de 12 meses promedio – enero 2001 – marzo 2026

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg. LVACL, índice de retorno total compuesto por todos los títulos de renta fija emitidos en Chile con rating local BBB o superior. LVACLG, incluye todos los bonos emitidos localmente por el Banco Central de Chile y la Tesorería General de la República. LVACL C, incluye a todos los bonos corporativos emitidos en Chile, con rating local BBB o superior. LVACLI, índice del mercado monetario con plazos hasta 30 días.

⁸ Page, S., & Panariello, R. A. (2018). When diversification fails. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 19-32.

⁹ Longin, F., and B. Solnik. 2001. "Extreme Correlation of International Equity Markets." *Journal of Finance* 56 (2): 649-76.

¹⁰ Garcia-Feijoo, L., Jensen, G. R., & Johnson, R. R. (2012). The effectiveness of asset classes in hedging risk. *Journal of Portfolio Management*, 38(3), 40.

¹¹ Hartmann, P., Straetmans, S., & Vries, C. D. (2004). Asset market linkages in crisis periods. *Review of Economics and Statistics*, 86(1), 313-326.

¹² Hartmann, P., S. Straetmans, and C.G. de Vries. 2010. "Heavy Tails and Currency Crises." *Journal of Empirical Finance* 17 (2): 241-54.

Para visualizar la dinámica de la sincronización, el **Gráfico 1** muestra la evolución de la correlación móvil entre índices de deuda local y el IPSA. Observamos que las correlaciones no son estables, sino que presentan ciclos que coinciden con períodos de alta incertidumbre, shocks y cambios de régimen en el mercado chileno. Destacan episodios de alta sincronización durante la Crisis Financiera (2007–2008), la pandemia y los retiros de fondos de pensiones (2020–2021) junto con la incertidumbre política (2020–2022), así como en el ciclo de alzas de tasas globales (2023–2024). En estos períodos, la diversificación pierde efectividad ante shocks políticos y sociales, presiones inflacionarias y políticas monetarias restrictivas.

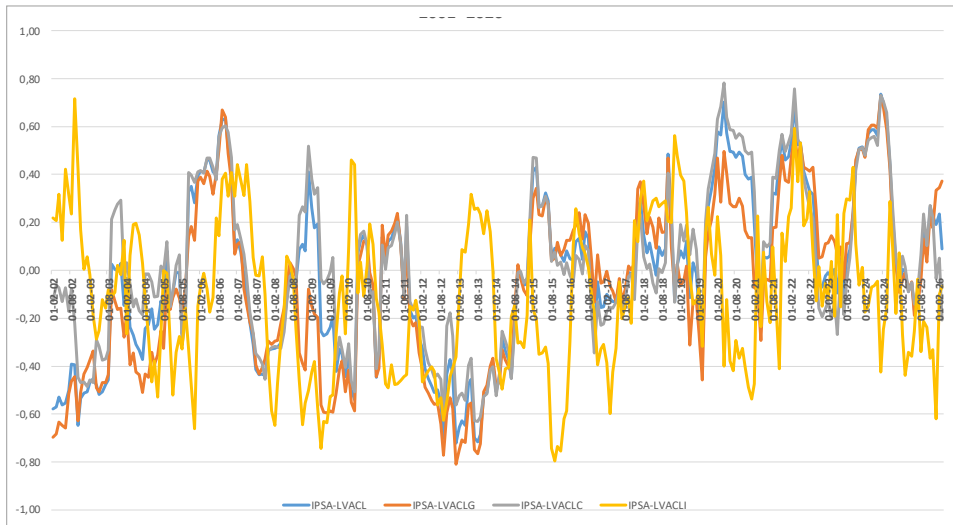


Gráfico 1: Correlación mensual de 12 meses IPSA e Índices de Deuda

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

El **Gráfico 2** muestra el histograma de la correlación entre el IPSA y el índice LVACL. La distribución es asimétrica, con alta dispersión respecto de la media, mayor frecuencia de valores extremos que la esperada bajo normalidad y presencia de colas gruesas o “fat tails”. Esto sugiere que asumir normalidad subestima la probabilidad de eventos extremos. Además, la mayor concentración de observaciones se ubica en rangos bajos, lo que indica que, en promedio, la correlación entre acciones y deuda ha sido moderada. Sin embargo, la distribución presenta una leve asimetría hacia la derecha, con una cola más extendida en correlaciones positivas altas (~0,8), reflejando episodios de fuerte sincronización. Al mismo tiempo, existe una masa relevante de correlaciones negativas (entre -0,48 y 0), lo que evidencia períodos en los que la deuda sí cumple un rol diversificador.

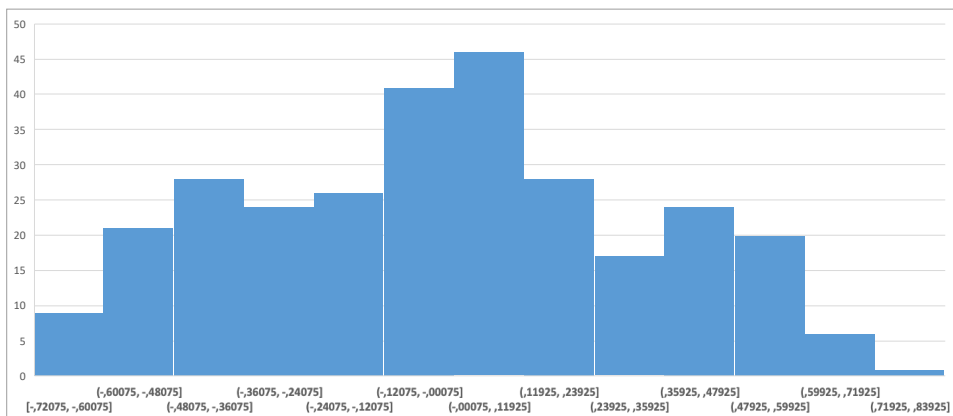


Gráfico 2 – Histograma correlación mensual de 12 meses IPSA - LVACL

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

La evidencia sugiere que la relación entre acciones y deuda en el mercado local es dependiente del régimen y no sigue una distribución normal. Aunque la correlación promedio de los últimos 25 años es baja, se observan episodios de desacople (correlaciones negativas) y —más críticamente— de alta sincronización (correlaciones positivas), lo que implica que la deuda no siempre actúa como un activo amortiguador de shocks bursátiles. Además, esta correlación es altamente volátil y no puede tratarse como un parámetro fijo en modelos de gestión de carteras. Si bien la diversificación existe, no es plenamente confiable en todo momento: los episodios de alta correlación positiva son frecuentes, económicamente relevantes y tienden a concentrarse en el tiempo.

BOTTOM LINE



El riesgo de sincronización constituye una limitación de la diversificación tradicional. La evidencia muestra que las correlaciones entre activos financieros dependen del estado del mercado y aumentan significativamente en períodos de crisis. Esta asimetría —baja correlación en fases alcistas y alta en caídas— implica que los beneficios de la diversificación se reducen precisamente cuando más se necesitan.

El caso chileno confirma esta dinámica. En los últimos 25 años, la relación entre acciones y bonos ha transitado desde esquemas de diversificación relativamente efectivos hacia episodios recurrentes de alta sincronización, especialmente en contextos de crisis globales, shocks locales y períodos inflacionarios recientes.

En consecuencia, comprender y modelar el riesgo de sincronización no es solo un ejercicio académico, sino una necesidad práctica. Ignorarlo puede conducir a decisiones subóptimas de asignación, subestimar el riesgo y aumentar la vulnerabilidad frente a shocks sistémicos.

Para inversionistas *retail*, es clave no depender exclusivamente de la diversificación tradicional entre acciones y bonos, ya que en crisis ambos pueden caer simultáneamente; por ello, conviene incorporar instrumentos defensivos, como liquidez o activos indexados a inflación, y mantener horizontes acordes al riesgo. Para inversionistas profesionales y gestores de portafolio, es fundamental complementar los modelos tradicionales con análisis de correlaciones condicionales y escenarios extremos, incorporando métricas y simulaciones de crisis. Finalmente, los reguladores deben monitorear la sincronización de los mercados como fuente de riesgo sistémico y diseñar marcos que consideren el comportamiento agregado de los inversionistas institucionales —por ejemplo, cambios de régimen en fondos de pensiones— y los riesgos de liquidaciones simultáneas de activos.

SOBRE UAI Y LA ESCUELA DE NEGOCIOS

Con más de 70 años de trayectoria, la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez es una de las más prestigiosas de Chile y un referente en la formación de líderes empresariales de Latinoamérica. Su excelencia está respaldada por su triple acreditación internacional (Equis, AMBA y QS) desde el año 2015, única en el país, y por la alta calidad de sus posgrados, MBAs y cinco carreras de pregrado. Su destacado cuerpo académico contribuye con investigación de alto nivel, donde destaca el ámbito de la economía y finanzas.

NEGOCIOS.UAI.CL

SOBRE ICARE

ICARE es una corporación privada sin fines de lucro e independiente de intereses gremiales y políticos, fundada en 1953 por empresarios y profesionales vinculados a diversos sectores de la actividad económica nacional con el propósito de promover la excelencia empresarial en el país. Proporciona a los niveles directivos información relevante sobre el medio nacional e internacional, facilitando la comprensión y oportuna evaluación de las fuerzas que mueven los mercados y las tendencias que influyen en el funcionamiento de las empresas. Además sirve de punto de encuentro para la reflexión sistemática sobre la gestión empresarial y su enfoque presente y futuro.

ICARE.CL