



Consensos de beneficios y valoraciones en España en el período 2003-2013.

AUTOR: Ricardo Santos Rodríguez, CFA

ÍNDICE:

1. Introducción	2
2. Estado de la cuestión	3
2.1. Una década de optimismo	3
2.2. Expectativas de los analistas vs Expectativas de los directivos	6
2.3. La difusión de la información	7
2.4. El analista como creador de marcos de referencia	9
3. Análisis del caso de los analistas españoles	11
3.1. Relación entre recomendaciones y rentabilidad de la inversión	12
-Grado de representatividad de las recomendaciones positivas	12
-Grado de representatividad de las recomendaciones negativas	15
3.2. La precisión de las estimaciones. Relación entre BPA estimado y BPA real	17
3.3. La precisión de las estimaciones. Relación entre BPA estimado y Bolsa	22
3.4. El efecto rebaño	23
4. Conclusión	32
Bibliografía	33



1.

Introducción

Al progresar los mercados financieros y ganar en complejidad y amplitud, sería racional pensar que las valoraciones también se han vuelto más precisas dado el mayor número de profesionales y el grado de avance y rapidez alcanzado gracias a la tecnología aplicada para analizar el creciente flujo de información disponible. Con todo, aunque la importancia del análisis financiero está fuera de toda duda, la calidad del mismo ha sido objeto de amplio y continuo debate en el mundo académico. La ciencia empírica ha puesto de manifiesto distintas fuentes de error sistemático, refrendadas por los conflictos de interés, fallos del mercado y desequilibrios vividos en las bolsas a lo largo de estos años, como anomalías que han terminado por relegar la tesis de eficiencia de mercado a un plano de hipótesis conceptual de carácter discursivo y efectivo en términos didácticos, pero que no ofrece una explicación completa para la interpretación del funcionamiento real de los mercados.

Así, a lo largo de estos años diversos autores han contrastado anomalías empíricas que no son consistentes con el marco teórico del mercado eficiente:

- Reversión a la media, estudiado por Poterba y Summers (1986, 1988), Cecchetti, Lam y Mark (1990), o Kim y Startz (1991).
- Mejor rendimiento de las firmas de ratio precio / valor contable superior frente a las de múltiplo inferior, de acuerdo a Fama y French (1995).
- Mejor rendimiento de valores de pequeña capitalización frente a grandes valores (descontando el impacto de sus betas), como señalan Keim (1983), Coggin y Hunter (1985), Lakonishok y Shapiro (1986), o Dimson y Marsh (1986).
- Efectos de acción (sobre-reacción) y de flujo (estacionalidad, efecto enero, efecto cambio de mes, efecto fin de semana, efecto lunes, efecto día festivo, efecto intra día y otros), señalados por Thaler (1987), Hau-

gen y Jorion (1996), Treynor (1994), Engel (1996), Siegel y Thaler (1997), o Bouman y Jacobsen (2000) entre otros.

Otro ámbito de investigación empírica estudia la precisión de las estimaciones de los analistas, bien desde un punto de vista estrictamente fundamental, bien derivado del punto de vista del concurso de belleza keynesiano mencionado en su "Teoría general del interés y el dinero". En este sentido, hay más de 450.000 estudios en SSRN (Social Science Research Network) que han sido descargados cerca de 77.000.000 de veces desde inicio del SSRN, lo que demuestra claramente que el interés sobre el *sell-side*¹ a nivel mundial es enorme.

A lo largo de esta investigación se analiza el caso español y se estudian las estimaciones de beneficios y recomendaciones por parte de los analistas financieros españoles durante el período 2003-2013 (una década que recoge un período alcista, otro bajista y otro de mercado intervenido) y su relación con la literatura académica.

Para ello, nos hemos servido de fuentes de mercado y académicas, así como de una base de datos propietaria (Patrivisión), elaborada en base a los datos publicados por 80 compañías españolas a lo largo de la última década, además de un consenso mensual formado por 17 entidades (JP Morgan, BNP Paribas, Fortis, Santander, BBVA, La Caixa, Bankia, Ahorro Corporación, Analistas Financieros Internacionales, Banesto, Bankinter, Banco Sabadell, Banca March, Mirabaud, Venture, Renta 4 y Link Securities).

Los temas a comprobar en el capítulo tercero de este trabajo son:

- Optimismo
- Efectividad de la recomendación
- Efectividad de los beneficios
- Efectividad del precio
- Efecto rebaño

1) Se denomina *sell-side* al conjunto de analistas de renta variable pertenecientes a brokers y casas de intermediación que emiten informes de inversión recomendando la compra, venta o neutralidad respecto a distintas acciones bajo cobertura.

2.

Estado de la cuestión

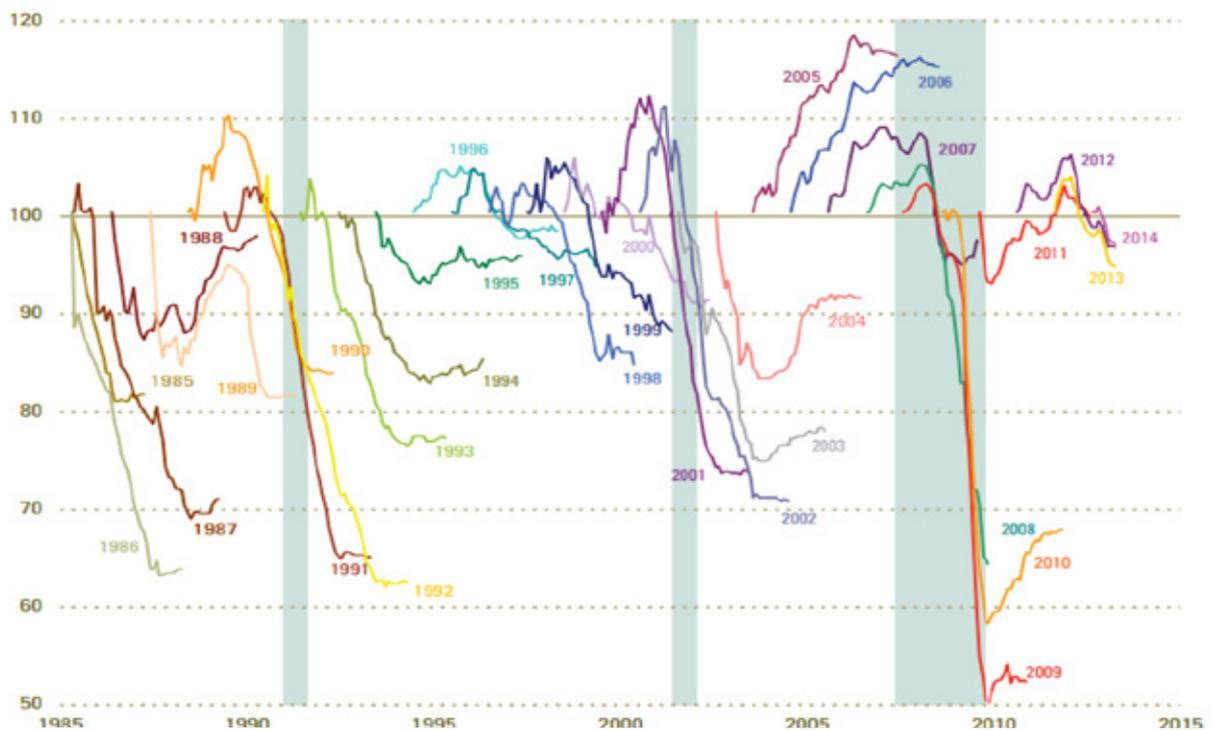
2.1. Una década de optimismo

De todos los defectos que se han atribuido a la industria del *sell-side* a lo largo del tiempo, el más recurrente ha sido probablemente el excesivo grado de optimismo. Numerosos estudios han puesto de manifiesto que los analistas suelen mostrar una tendencia persistente a edulcorar la realidad y a presentar predicciones que necesariamente han de ser revisadas. De hecho, uno de los estudios más citados en esta materia (Dremand y Barry, 1995) señalaba que durante el período 1972-1991 el beneficio esperado por el consenso

de analistas en EEUU superaba de forma recurrente al nivel real de beneficios obtenidos, sin haber distinción entre industrias o ciclos económicos. Los mismos efectos en magnitud y frecuencia han sido documentados en otros estudios recientes en EEUU (Goedhart, Raj y Saxena, 2010), así como en Europa (Capstaff et al 1995, 1998 y 2001).

Cabe mencionar que también hay un efecto optimismo similar en la precisión de las previsiones macroeconómicas de crecimiento por parte de la comunidad de analistas tanto a largo plazo como a corto

TABLA 1. EVOLUCIÓN DE LAS REVISIONES DE LAS PREVISIONES DE BPA DEL CONSENSO PARA EL S&P50

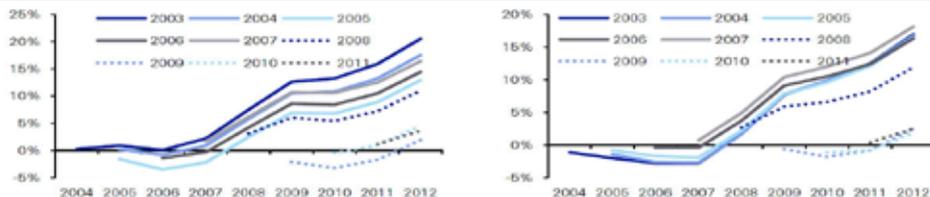


Fuente: Bloomberg, NBER. Serie indexada a 100 en base a la primera predicción de cada año. Las áreas sombreadas indican recesiones de acuerdo a los criterios del National Bureau of Economic Research (NBER).

TABLA 2. EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES MACROECONÓMICAS DEL CONSENSO RESPECTO AL PIB

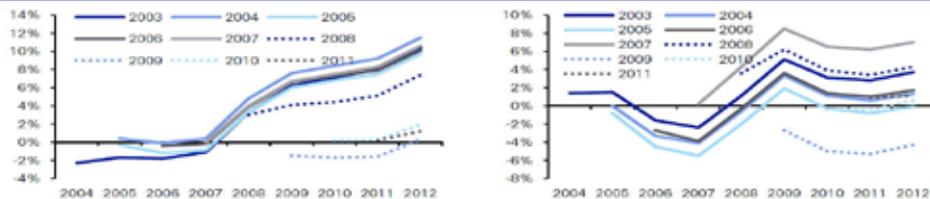
LARGO PLAZO

Figure 16: Cumulative Real GDP miss since 2004 for Italy (left) and Spain (right)



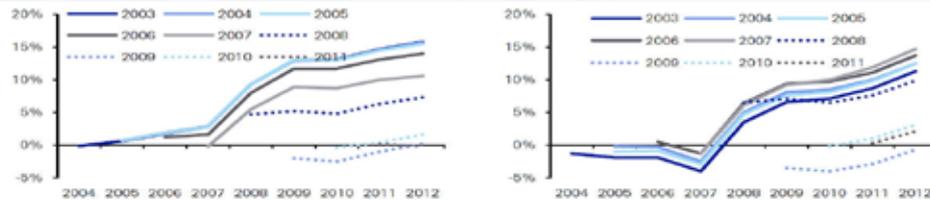
Source: Deutsche Bank, Consensus Forecasts

Figure 17: Cumulative Real GDP miss since 2004 for France (left) and Germany (right)



Source: Deutsche Bank, Consensus Forecasts

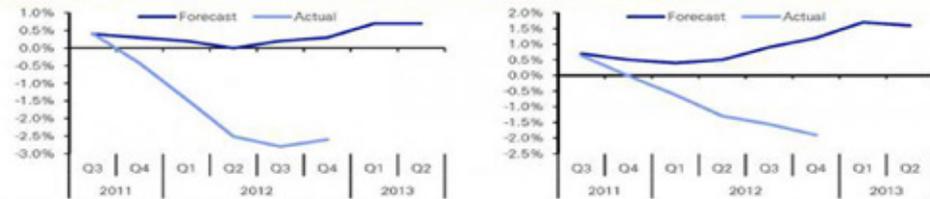
Figure 18: Cumulative Real GDP miss since 2004 for US (left) and UK (right)



Source: Deutsche Bank, Consensus Forecasts

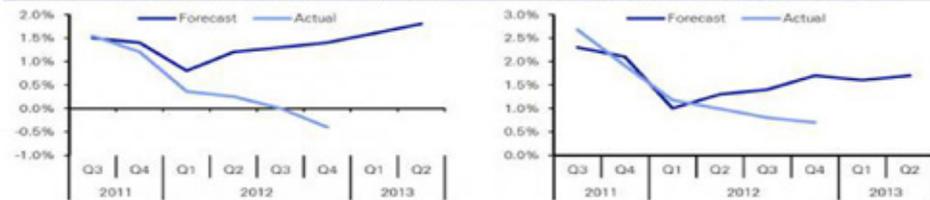
CORTO PLAZO

Figure 22: YoY Real GDP Growth Forecasts (from Q4 2011) and Outcome for Italy (left) and Spain (right)



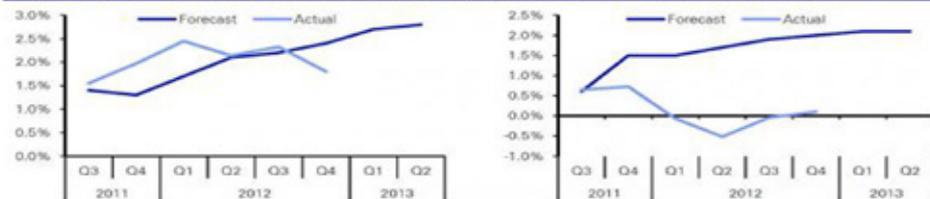
Note: Actual Q4 2012 for Spain and Q3/Q4 2012 for Italy based on recent DB estimates
Source: Deutsche Bank, Consensus Forecasts

Figure 23: YoY Real GDP Growth Forecasts (from Q4 2011) and Outcome for France (left) and Germany (right)



Note: Actual Q3/Q4 2012 based on recent DB estimates
Source: Deutsche Bank, Consensus Forecasts

Figure 24: YoY Real GDP Growth Forecasts (from Q4 2011) and Outcome for for US (left) and UK (right)



Note: Actual Q4 2012 based on recent DB estimates
Source: Deutsche Bank, Consensus Forecasts

Fuente: Deutsche Bank

plazo, por lo que el efecto optimismo no es un factor puramente microeconómico o “de abajo a arriba”.

Dado que la expectativa de crecimiento futuro (G) constituye una de las partidas de mayor peso relativo dentro de una valoración mediante el descuento de rentas futuras, se entienden las limitaciones en la elaboración y precisión de los resultados que impondrá la incertidumbre de esta variable sobre la totalidad del proceso.

Sin embargo, las distintas corrientes de investigación llevadas a cabo hasta el momento, han señalado distintas razones para justificar la reticencia de la industria a emitir recomendaciones negativas o a rebajar recomendaciones favorables.

Entre estas razones encontramos:

- Generar comisiones de intermediación (Kim y Lustgarten, 1998)

Obviamente el *sell-side* se llama así porque vende y se vende mejor con argumentos positivos y sin espantar a los clientes con análisis demasiado pesimistas. Además, el público potencial de una recomendación negativa es menor porque el consejo solo sirve a los inversores que ya tienen la acción, por lo que una recomendación de venta es menos productiva en términos monetarios; no hay que olvidar que la principal fuente de ingresos proviene de las comisiones generadas por los movimientos en las carteras de los inversores.

En este sentido, merece la pena resaltar el papel

que ha jugado la introducción de las nuevas tecnologías, generando un crecimiento exponencial en el número de informes y en la frecuencia de emisión de opiniones en los medios, ya que permite un mayor grado de flexibilidad para cambiar de opinión y acaba generando también cierto grado de sensacionalismo para destacar sobre la muestra y atraer la atención de la clientela estimulando el miedo o la avaricia. En general, el incremento en la frecuencia y variabilidad de las opiniones suele ir en detrimento de la fiabilidad de las mismas: generalmente, los analistas que aparecen más veces en público son los más dados a dar predicciones extremas para atraer la atención (y los clientes).

Estudios recientes (CXO Advisory, 2013) cifran la precisión media de los analistas más mediáticos en un 46.9%, número que en cierta medida señala, que más que la precisión sobre las predicciones, en ocasiones prima el marketing de las propias predicciones.

- Relaciones corporativas (Lin y McNichols, 1998 y Michael y Womack 1999).

Unas perspectivas optimistas incrementan la probabilidad de generar un mandato de banca de inversión, mientras que las negativas pueden reducir esa importante fuente de ingresos adicional.

- Obtener trato de favor del equipo directivo (Francis y Philbrick, 1993).

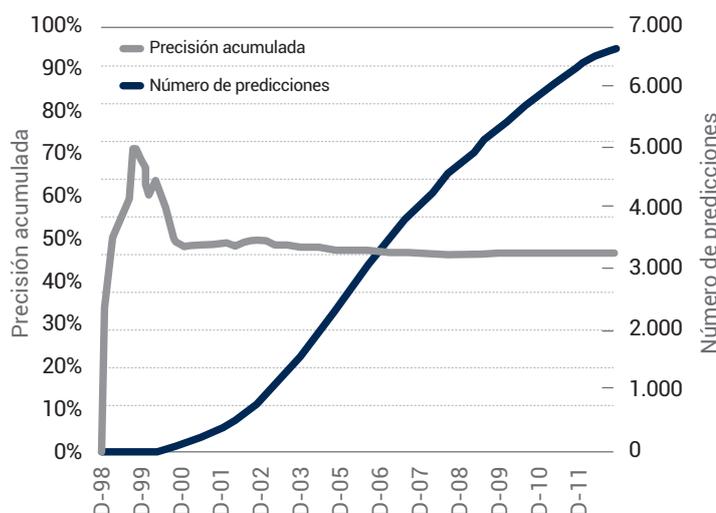
En línea con el supuesto anterior, un trato más favorable también permite tender puentes con el equipo directivo de las Compañías bajo estudio. De esta manera, el analista estaría dispuesto a relajar la efectividad de sus predicciones para obtener mejor acceso a la información por parte del equipo directivo o futuras oportunidades laborales.

- Beneficiar la evolución de las acciones en cartera de los fondos y planes de pensiones propios (Irvine et al, 1998).

Si bien el *front-running* (tomar posiciones antes que el cliente) es una práctica ilegal y perseguida por todos los organismos reguladores, el posicionamiento de un grupo en una serie de acciones puede generar un conflicto de interés que le lleve a “cuidar” la buena evolución de las mismas mediante acciones más próximas al marketing corporativo que al análisis fundamental financiero.

Del mismo modo, existen recurrentemente denuncias respecto al posicionamiento de algunos actores de mercado que aprovechan informes elaborados por sus propios analistas para aprovecharlos en sentido contrario, por ejemplo recomendar la compra de una acción con el objetivo de crear un flujo de fondos que le permita hacer exactamente lo contrario, es decir vender la posición al contado o a crédito.

TABLA 3. PRECISIÓN MEDIA ACUMULADA DE LAS PREDICIONES FINANCIERAS PUBLICADAS EN LOS MASS-MEDIA



Fuente: CXO Advisory Group LLC

Estudio basado en la rentabilidad de 6.459 predicciones realizadas entre 2005-2012 por los principales analistas en Wall Street



- Anclaje a las expectativas (Tversky y Kahneman, 1974).

Según esta explicación, las recomendaciones actuales están sesgadas por las dadas anteriormente, dado que las personas quieren construir justificaciones racionales para las conclusiones deseadas y suelen estar cautivas de sus opiniones previas que les impiden cambiar de opinión al contradecirse.

Si bien la precisión puede ir mejorando con la experiencia, merece la pena resaltar que el grado de éxito de las predicciones pasadas supone en términos estadísticos un factor diferencial de cara al éxito de predicciones futuras.

- Distribución incompleta (McNichols y O'Brien, 1997).

Los analistas acaban por eliminar de su cobertura a las empresas menos exitosas. La búsqueda continua de oportunidades de inversión rentables por parte del mercado lleva a cabo una selección natural en la distribución de recursos.

Así, las empresas de menos éxito o mayor riesgo, suelen tener un acceso más difícil a la liquidez del mercado. Esa incapacidad para generar volúmenes, genera una ralentización en la frecuencia de la cobertura y termina con el fin de la misma por parte de las principales casas que optimizan / enfocan sus recursos hacia otras áreas de mercado con mayor nivel de crecimiento, demanda e interés.

- Exclusión de extraordinarios (Horan y Bastarrica, 2013)

Otros autores señalan como principal hipótesis explicativa la inconsistencia entre los beneficios esperados por los analistas y los publicados por las propias compañías.

Los analistas tienden a trabajar con beneficios proforma que excluyen extraordinarios frecuentemente de corte negativo, lo que sitúa sus estimaciones en niveles superiores a los beneficios reales.

- Enamoramiento del analista con la Compañía (Clayman y Schwartz, 1994).

Los analistas acaban por perder la objetividad con las compañías que cubren. Este fenómeno puede achacarse en parte a factores emocionales y en parte a factores más microeconómicos: al no trabajar sobre un prisma más global, el analista puede perder en cierta medida la relación de su sector con otras industrias y factores, especialmente cuando el input que recibe está sesgado positivamente dado que los equipos directivos a los que tiene acceso tienen a su vez incentivos para crear un entorno económico positivo para su empresa.

2.2 Expectativas de los analistas vs Expectativas de los directivos

Según un estudio elaborado por Graham, Harvey y Rajgopal (2005) sobre una muestra de cerca de 400 Directores Financieros, el 73,5% de los directivos consideraba importante o muy importante el consenso de los beneficios de los analistas como índice de referencia sobre su gestión. Tan es así, que hasta un 80% contestó que estarían dispuestos a recortar el gasto en otras áreas como I+D, mantenimiento o personal y más de un 50% retrasaría nuevos proyectos para llegar a cumplir con las expectativas del mercado.

En la misma línea, podemos encontrar distintos artículos de prensa especializada en los que se indica que batir al consenso de analistas se puede considerar la principal medida de éxito en la gestión empresarial.

Dada su importancia es conveniente reseñar los importantes incentivos que existen para que los directivos traten de apaciguar el tradicional optimismo de los analistas:

- Las empresas que batan consistentemente las expectativas del mercado suelen cotizar con prima.

Algunos estudios (Bartov et al, 2002) indican que estas compañías cotizan con una prima del 3.4% trimestral sobre aquellas que simplemente cumplen con las expectativas; incluso en ocasiones, estas empresas cotizan por encima de los propios fundamentales, evidencia que subraya la importancia que el mercado da a las estimaciones de los analistas y que incentiva no ya a cubrir las expectativas de los mismos, sino a superarlas.

- Los directivos deben superar las expectativas si quieren maximizar sus retribuciones y planes de compensación (Healy, 1985).

- Si la Compañía va a vender acciones o quiere ampliar capital, los directivos tienen un incentivo fuerte a rebajar las expectativas de los analistas para luego batirlas con facilidad y obtener el mayor precio posible en el momento de la venta o de la ampliación (Richardson et al, 2004).

Sin embargo, hay que señalar que centrar la gestión excesivamente sobre los resultados distrae atención sobre la dirección estratégica de la empresa a largo plazo y genera un esquema de funcionamiento erróneo en la empresa al incentivar a los empleados a cumplir con objetivos de corto plazo.

Aun teniendo en cuenta estos incentivos de los equipos directivos, hemos visto como los analistas tienden a ser más positivos de lo que la realidad acaba demostrando. Por esta razón algunos estudios (Sedor, 2002) señalan como otra posible fuente de optimismo la forma en que se presentan y comunican las proyecciones financieras a los analistas.

- Presentar hipótesis futuras bajo escenarios llevaría

a los analistas a hacer estimaciones más positivas que frente a una lista de objetivos, ya que de esta manera:

- 1) implícitamente se están asignando probabilidades y certidumbre a distintos escenarios; y
- 2) explícitamente se reduce su esfuerzo cognitivo al facilitarles proyectar cómo y por qué un equipo directivo va a añadir valor a una Compañía.

Como se ha visto repetidamente, el grado de certeza de muchos de los escenarios es menor del esperado; Donald Rumsfeld ya dijo que en materia de escenarios "hay *conocidos-conocidos*, lo que sabemos que sabemos, hay *desconocidos-conocidos*, es decir, cosas que nosotros sabemos que no sabemos y también *desconocidos-desconocidos*, cosas que no sabemos que no sabemos".

Así pues, los equipos directivos deberían tratar de reducir el optimismo de los analistas y esforzarse en comunicarles el verdadero grado de incertidumbre o de probabilidad real de escenarios menos positivos.

En la misma línea cabe estimar que es probable que los directivos se vean limitados a la hora de difundir la información de manera precisa en la medida en que trabajan habitualmente con escenarios y tienen incentivos para crear un entorno económicamente positivo para su empresa (el *sell-side* no es exclusivamente financiero).

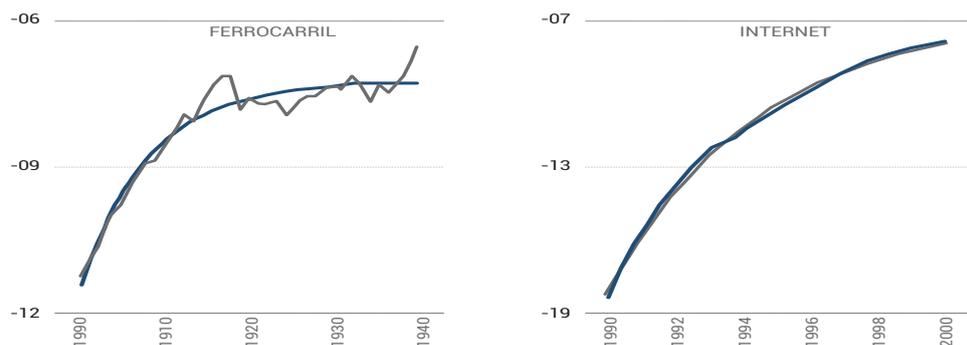
2.3 La difusión de la información

La distancia es un obstáculo para casi todas las transacciones económicas, ya que resulta en un coste añadido para el transporte de mercancías o la libre circulación de personas; sin embargo, la tecnología ha cambiado esta realidad para ciertos campos dado que permite una propagación de la información de manera epidémica y viral. Como nos explican Comin, Dmitriev y Rossi-Hansberg, "cada vez que un individuo usa más una tecnología, aumentan las probabilidades de contagio sobre otro individuo y, por tanto, su posterior difusión en el mercado hasta llegar a una homología completa, momento en el que la distancia geográfica respecto al líder tecnológico se convierte en irrelevante".

Esta lógica sugiere que el efecto de la distancia en la tecnología, especialmente en el campo de la información donde en ocasiones se llega a alcanzar un conocimiento prácticamente inmediato, es diferente al que tiene sobre las personas o sobre las cosas.

Del mismo modo, puede decirse que en la medida en que el alcance y el flujo de la información financiera han crecido de una manera exponencial gracias a las nuevas tecnologías, la posibilidad de actuación derivada de la cantidad de información es similar entre los distintos agentes económicos independientemente de su localización geográfica.

TABLA 4. GRADO DE DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN



Fuente: Comin, Dmitriev y Rossi-Hansberg



Sin embargo, en cuanto al *grado de impacto de las publicaciones de resultados*, hay distintos estudios (Das, Kim y Patro, 2011 y Damodaran, 2012) que han indicado un comportamiento anómalo durante el período de 60 días previos a la presentación de beneficios: habitualmente se produce un movimiento que explica cerca del 77% del movimiento causado por la propia sorpresa (tanto positiva como negativa), movimiento que alcanza una magnitud significativa durante el período de 20 días previos al anuncio de resultados.

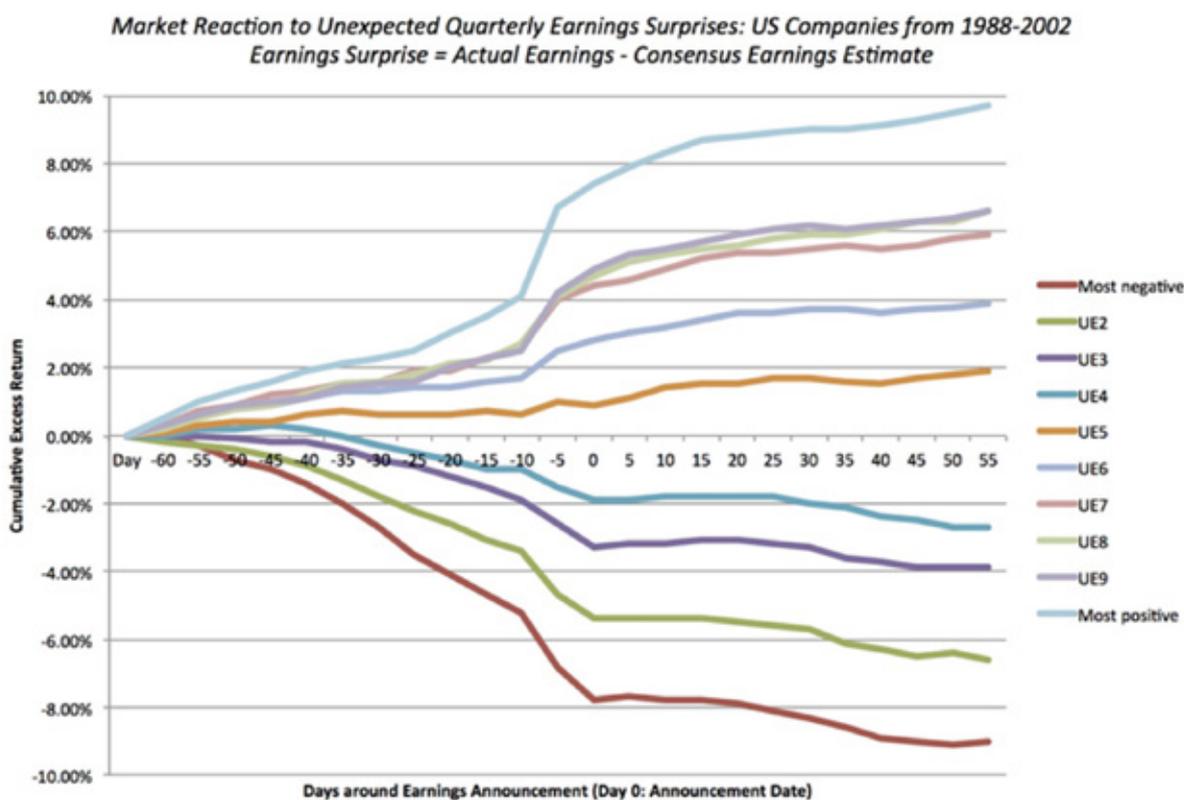
Es un factor que sugiere un funcionamiento anómalo respecto a la tesis de difusión de la información anteriormente mencionada, en la medida en que la ma-

yor parte de la información ya se encuentra reflejada con anterioridad a la publicación del evento (bien por información privilegiada, bien por precisión del mercado, la conclusión la dejamos a juicio del lector).

En cuanto a los días posteriores a la publicación de los resultados, ambos estudios señalan tendencias positivas durante los 30 días posteriores a una sorpresa positiva en beneficios dado que los analistas suelen tardar en reaccionar a la nueva información.

En el caso de las sorpresas negativas llegan a conclusiones dispares (Damodaran sugiere mayores caídas, mientras que Das, Kim y Patro indican que la mayor parte de las malas noticias ya están reflejadas en la cotización el día del anuncio).

TABLA 5. REACCIÓN DEL MERCADO ANTE DIFERENCIAS ENTRE RESULTADOS PUBLICADOS Y ESPERADOS (1988-2002)



Fuente: Damodaran

2.4 El analista como creador de marcos de referencia

Teniendo en cuenta todo este cuerpo teórico acumulado a lo largo de los años respecto a las estimaciones de beneficios por parte del *sell-side*, se puede entender que, de los distintos criterios por los que se juzga a los analistas dentro de las encuestas y rankings que habitualmente realiza la revista "Institutional Investor", el *stock-picking* (o elección de inversiones) y la precisión de sus predicciones de beneficio ocupen en la encuesta de 2011 sólo el décimo y duodécimo lugar respectivamente.

En la misma línea, otro estudio reciente (Brown, Call, Clement y Sharp, 2013) señala que para los propios analistas el grado de rentabilidad de sus recomendaciones o la precisión de sus estimaciones de beneficios son factores que se encuentran en penúltimo y último lugar dentro de los factores que tienen un impacto en sus compensaciones.

Aquí se deben recordar algunos estudios (Allison, 1970; Bateson, 1972; Goffman, 1974; Beunza, 2004) que señalan que la principal labor de los analistas puede no ser puramente financiera, sino de tipo informativo

y educativo, en la medida en que proveen a los gestores de carteras con un conocimiento específico de cada compañía y con un marco de referencia desde el que tomar decisiones y realizar sus cálculos.

La literatura académica financiera siempre ha retratado a los analistas o bien como individuos racionales que actualizan continua y mecánicamente sus predicciones o bien como ovejas de un rebaño que se mueve siempre en manada.

Sin embargo, según la clasificación de criterios de "Institutional Investor" o la de los propios analistas respecto a su trabajo, parece que el mercado sugiere que el mayor valor de los analistas consiste en crear un marco de referencia para la toma de decisiones y no tanto en la modelización financiera o en la estimación de beneficios concretos que recalcan sorprendentemente en el último lugar.

De alguna manera, el seguimiento y estudio diario que realizan en base a múltiples factores crea, mediante el uso y costumbre, una dinámica de análisis y seguimiento para una industria particular, algo que es especialmente importante en industrias sometidas a intensos cambios tecnológicos o de estructura.

TABLA 6. RANKING DE CARACTERÍSTICAS VALORADAS EN EL *SELL-SIDE* POR LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

	2000	2005	2010	Última encuesta (2011)
Integridad / Profesionalidad		2	2	1
Conocimiento de la Industria	1	1	1	2
Accesibilidad		3	3	3
Servicios especiales	2	5	4	4
Informes escritos	4	6	5	5
Acceso al equipo directivo		4	7	6
Llamadas & visitas útiles		7	8	7
Conocimiento del mercado local			6	8
Modelos financieros	3	9	9	9
Generación de ideas	7	11	10	10
Servicio	6		11	11
Estimaciones de beneficios	5	12	12	12
Habilidades comunicativas		8		
Control de conflictos de interés		10		
Calidad del equipo de ventas	8			
Ejecución de ordenes	9			
Servicios de mercado primario	10			

Fuente: *Institutional Investor*, elaboración propia

TABLA 7. RANKING DE LAS CARACTERÍSTICAS VALORADAS POR EL PROPIO SELL-SIDE COMO PRINCIPALES FACTORES EXPLICATIVOS DE SU SALARIO

Porcentaje de respuestas	Muy importante (5 o 6)	No importante (0 o 1)	Promedio
Conocimiento de la industria	72,18	1,93	4,95***
Posicionamiento en los rankings de analistas	66,85	4,97	4,73***
Integridad profesional	63,99	3,60	4,69***
Accesibilidad	63,54	2,21	4,73***
Relación con el equipo directivo de las Compañías	44,63	7,16	4,14***
Éxito a la hora de generar comisiones	44,20	20,17	3,65***
Informes escritos	38,95	2,76	4,17***
Rentabilidad de las recomendaciones	35,08	5,52	3,94***
Grado de precisión de las estimaciones de beneficios	24,10	7,76	3,59***
Muestra total: N=363			

Las columnas 1 y 2 presentan el porcentaje de encuestados indicando importancia alta o baja

La columna 3 indica los resultados de un T-test en el que se prueba la hipótesis nula de una respuesta media de 3, el punto medio del rango de respuestas, siendo ***, **, * los indicadores para niveles de rechazo de 1%, 5% y 10% respectivamente.

Fuente: Brown, Call, Clement y Sharp, 2013

3.

Análisis del caso de los analistas españoles

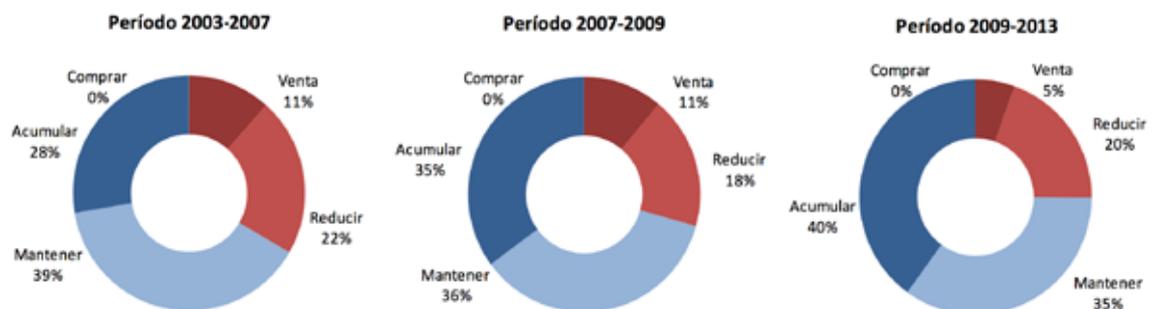
En el caso de los analistas españoles, el grado de optimismo es similar al obtenido en otros estudios internacionales y se demuestra de manera evidente a lo largo del período alcista 2003-2007, intervalo en el que un promedio del 67% de las acciones cubiertas obtuvo recomendación positiva de acumular o mantener; en el período bajista 2007-09, el porcentaje promedio mejoró hasta un 71%; y en el período de intervención 2009-13 se incrementó hasta el 75%, lo que supone un nivel un

8% superior respecto a los niveles de pico de ciclo del anterior mercado alcista.

En cuanto a la evolución media del precio objetivo sobre el precio de mercado, se sitúa también en torno a un 15% superior al precio de mercado.

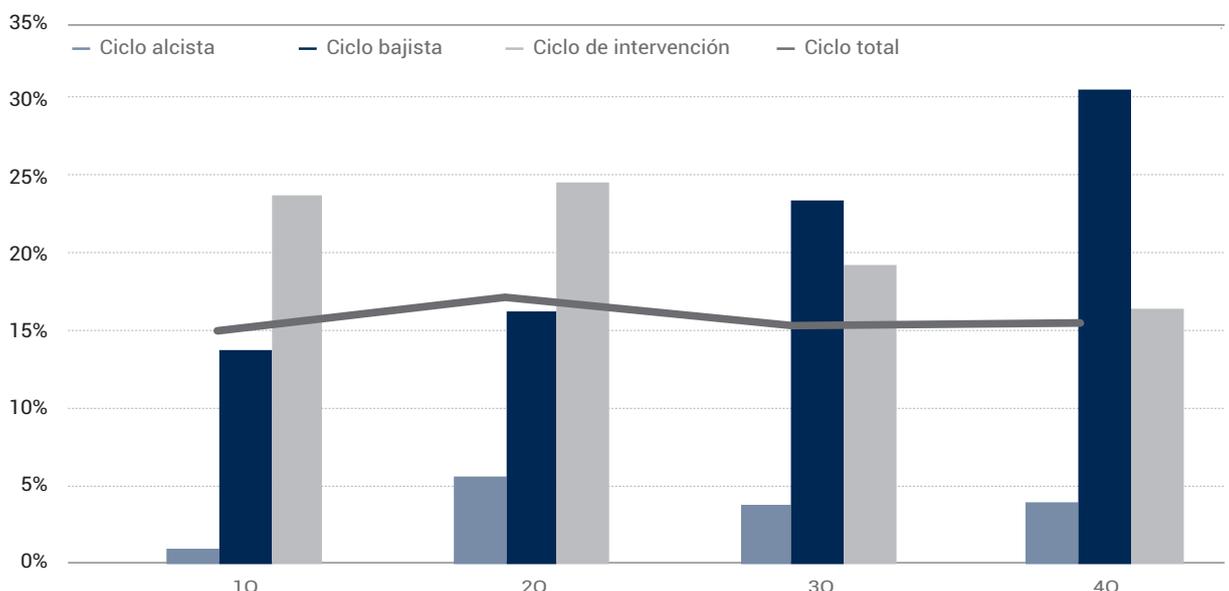
Por tanto, y de acuerdo a la muestra bajo estudio, podemos constatar como los analistas españoles tampoco han sido una excepción a este optimismo en sus recomendaciones.

TABLA 8. EVOLUCIÓN DEL UNIVERSO DE RECOMENDACIONES DEL SELL-SIDE ESPAÑOL



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

TABLA 9. EVOLUCIÓN MEDIA DE LA PRIMA DEL PRECIO OBJETIVO SOBRE EL PRECIO DE MERCADO



Fuente: Patrivisión, elaboración propia



Se podría alegar que el incremento en el número de recomendaciones positivas en un entorno recesivo estaba justificado dado que:

- a) Durante el crash de 2008, el mercado asumía escenarios cataclísmicos frente al del consenso de los analistas que mantenía hipótesis menos extremas (de ahí que el Precio Objetivo se mantuviera mientras el Precio de Mercado se hundía, ampliando el diferencial en el Ciclo Bajista)
- b) La intervención de los Bancos Centrales de una manera global y coordinada con políticas monetarias expansivas y favorables al crecimiento y a los mercados han reducido el nivel de riesgo de sus estimaciones.

No obstante, no deja de resultar discutible que en un entorno tan hostil como fue el año 2008, el grado de recomendaciones positivas en España llegara a alcanzar el 77%, sobre todo teniendo en cuenta el elevado peso del sector financiero y de construcción en nuestra economía y sus pésimas perspectivas económicas.

En este sentido, es destacable, en particular, que las recomendaciones en el sector financiero en 2008 tardaron en cambiar mucho más de lo deseable, ya que la media de las recomendaciones se mantuvo con una puntuación media de 2,26 (equivalente a mantener, en una escala de 0= compra a 5=venta) e incluso en marzo de 2010, la recomendación para este sector entró tímidamente en terreno de compra (1.86) para volver a la zona cómoda de mantener en marzo de 2012 (2.60).

En líneas generales, podemos resumir que en el caso español también se cumplen las conclusiones que la literatura académica ha puesto de manifiesto a lo largo de los años: que los analistas del *sell-side* viven en un estado permanente de optimismo, por el que sobre-reaccionan a las buenas noticias e infra-reaccionan a las malas (De Bondt y Thaler, 1990), aplicando de alguna manera el refrán de: "si no tienes nada bueno que decir, mejor no digas nada".

3.1 Relación entre recomendaciones y rentabilidad de la inversión

En este apartado trataremos de señalar el grado de acierto de la recomendación de los analistas del *sell-side*.

Para ello, se ha procedido al estudio de las rentabilidades promedio obtenidas en los 12 meses sucesivos a la emisión de recomendaciones positivas (tanto de compra como de fuerte compra) y a la emisión de recomendaciones negativas (tanto de venta como de fuerte venta).

Estas variaciones se han medido respecto de las experimentadas por el Índice General de la Bolsa de Madrid (en adelante IGBM), seleccionado frente al IBEX 35 por

ser un índice más diversificado y representativo de la economía nacional.

3.1.1 GRADO DE REPRESENTATIVIDAD DE LAS RECOMENDACIONES POSITIVAS

La década estudiada ofrece claramente un ciclo completo con distintas fases: 1) un período alcista y expansivo, 2) otro bajista y recesivo y 3) otro que llamaremos período de intervención con una evolución claramente alcista en las bolsas mundiales, pero que tiene lugar dentro de un panorama económico contractivo. Por ello, creemos conveniente proceder también al estudio diferenciado de estos períodos para adecuar las conclusiones.

A lo largo del período completo y para los valores recomendados positivamente, el porcentaje de períodos positivos frente a negativos es próximo al 50%, ofreciendo una rentabilidad media anualizada de +2.9% para los 12 meses posteriores a la recomendación en las ideas de mayor convicción, siendo menor respecto al índice en ambas magnitudes, rentabilidad y probabilidad. Cabe destacar la buena evolución positiva en los meses inmediatos a la recomendación, si bien el efecto va perdiendo fuerza a lo largo de los meses.

En el período alcista de 2003-2007, observamos que las recomendaciones positivas de mayor convicción no generan alfa² respecto al índice, obteniendo una rentabilidad media anual de sólo +2,4% para los 12 meses posteriores a la recomendación. Por su parte, aunque el porcentaje de períodos positivos aumenta hasta cerca del 64%, tampoco genera alfa en términos de frecuencia.

En el período bajista de 2007-2009, la rentabilidad anual para las ideas de mayor convicción es de -8,8%, con un promedio de períodos positivos de 33%, magnitudes ambas mejores que el índice tanto en términos de rentabilidad como de frecuencia.

En el período 2009-2013, que hemos llamado de intervención, la rentabilidad anual para las ideas de mayor convicción es de +2.5%, con un promedio de períodos positivos del 39% siendo otra vez generador de alfa en ambas vertientes.

Así pues, a la luz de estos resultados, se puede concluir que:

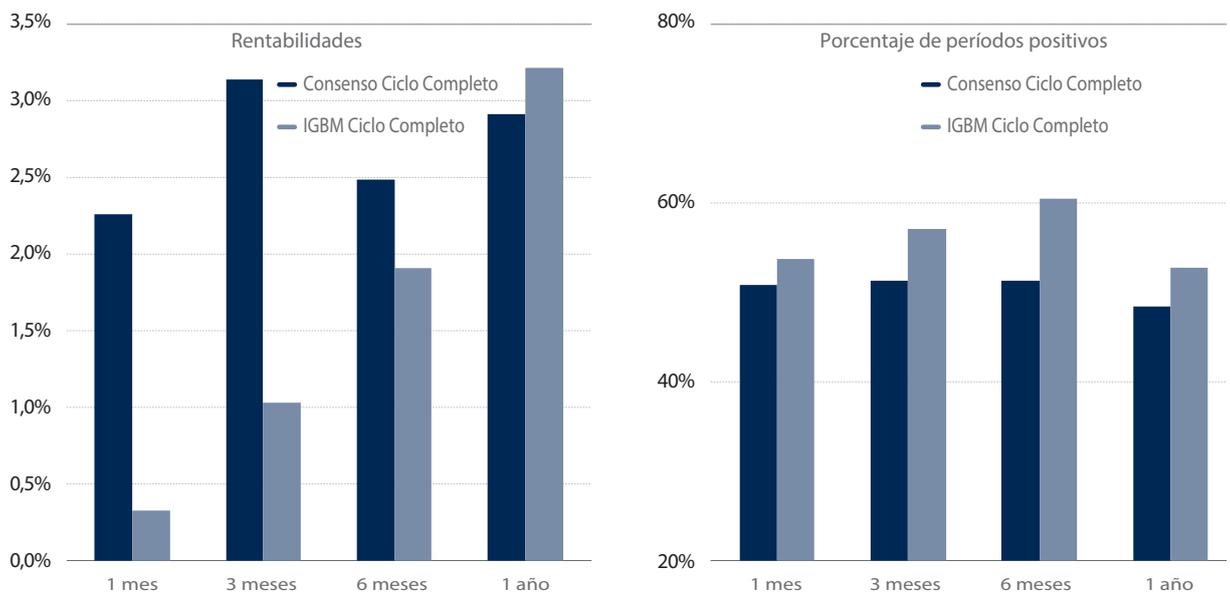
- Las recomendaciones positivas del *sell-side* a 1 año por parte del consenso de analistas del *sell-side* no generan alfa en mercados alcistas ni a lo largo del ciclo, dado que no solo el porcentaje de revalorización acumulado a lo largo del ciclo si no también el número de períodos positivos tras una recomendación positiva son menores a los que experimenta el índice al cabo de 1 año.
- Las recomendaciones positivas a plazos menores de 1

2) Generación de alfa: obtención de un diferencial positivo respecto al experimentado por el mercado.

año sí que consiguen generar alfa respecto al mercado, factor que puede venir derivado en parte de la entrada de flujos inversores derivada de una mejora de recomendación por parte del consenso. Con todo, el efecto se diluye en el tiempo.

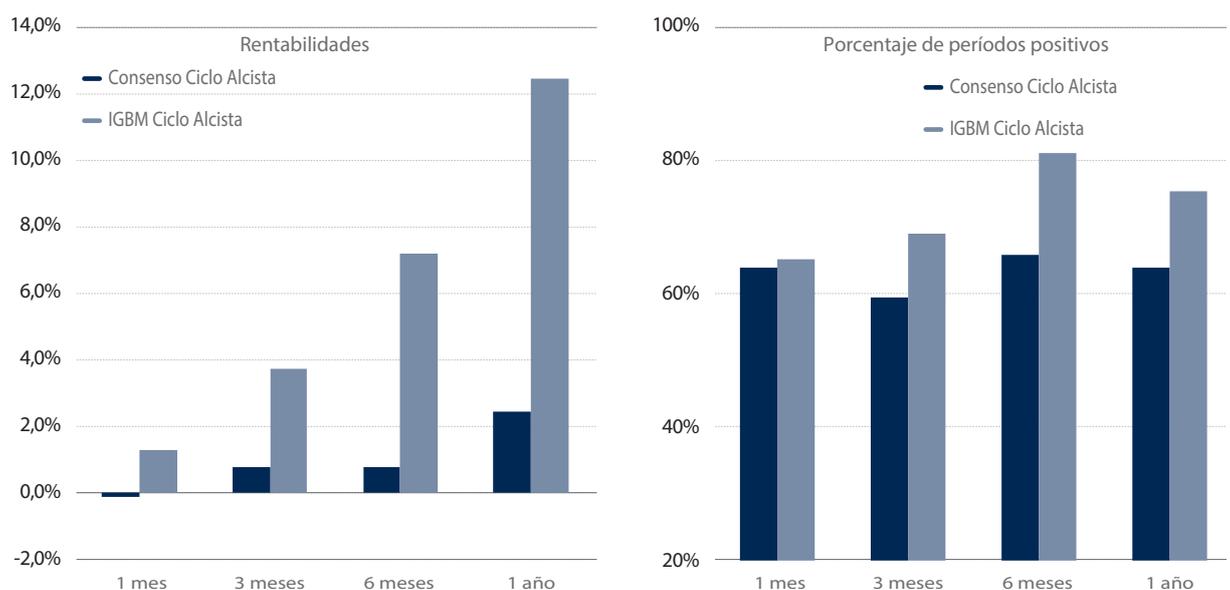
- Las recomendaciones positivas en los mercados bajistas y de menor crecimiento, sí generan alfa a 1 año, dado que los valores de mayor convicción caen menos, aunque no se consigue contrarrestar del todo el terreno perdido durante la parte alcista.

TABLA 10. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES POSITIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN VERSUS IGBM DURANTE EL PERÍODO 2003-2013 (CICLO COMPLETO)



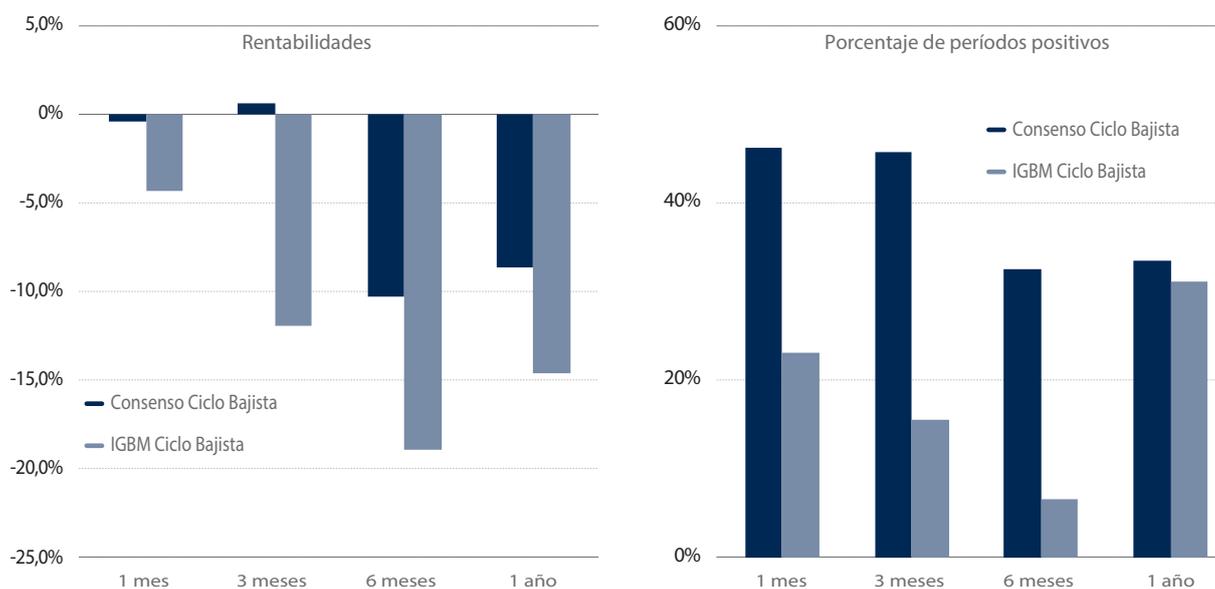
Fuente: Patrivisión, elaboración propia
Recomendaciones menores a 2 (escala de 0=compra a 5=venta)

TABLA 11. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES POSITIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN DURANTE EL PERÍODO 2003-2007 (CICLO ALCISTA)



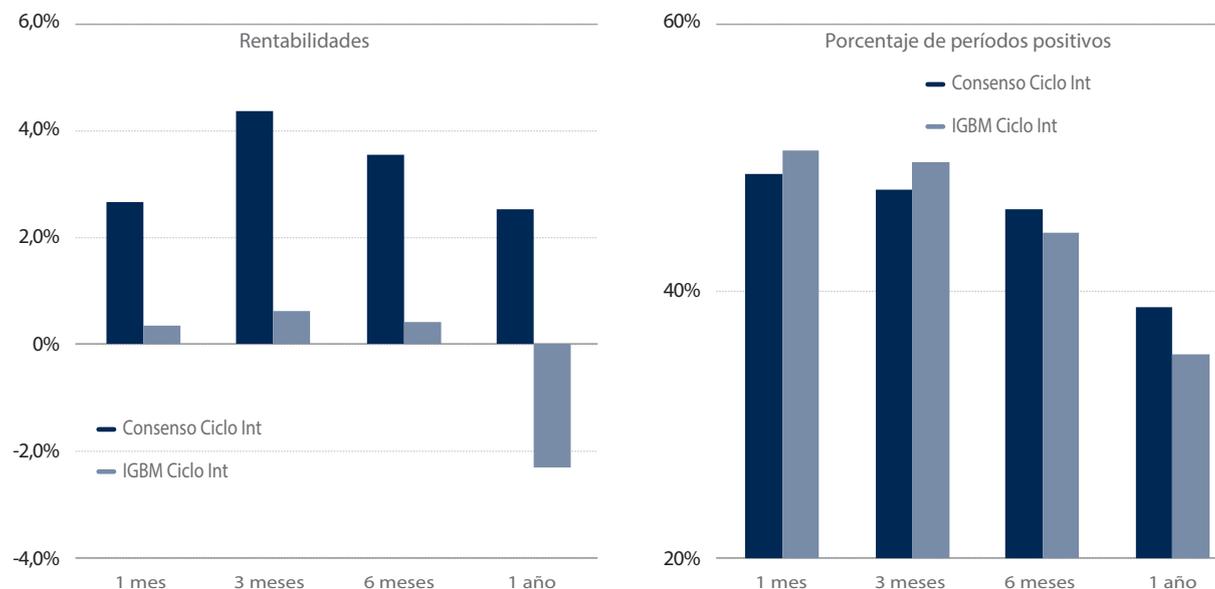
Fuente: Patrivisión, elaboración propia
Recomendaciones menores a 2 (escala de 0=compra a 5=venta)

TABLA 12. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES POSITIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN DURANTE EL PERÍODO 2007-2009 (PERIODO BAJISTA)



Fuente: Patrivisión, elaboración propia
 Recomendaciones menores a 2 (escala de 0=compra a 5=venta)

TABLA 13. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES POSITIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN DURANTE EL PERÍODO 2009-2013 (PERIODO DE INTERVENCIÓN)



Fuente: Patrivisión, elaboración propia
 Recomendaciones menores a 2 (escala de 0=compra a 5=venta)

3.1.2 GRADO DE REPRESENTATIVIDAD EN LAS RECOMENDACIONES NEGATIVAS

A lo largo de todo el período, el porcentaje de períodos positivos frente a negativos para los valores recomendados negativamente está próximo al 49%, ofreciendo una rentabilidad media anualizada de +2.3% para los 12 meses posteriores a la recomendación en las ideas de convicción negativa, siendo en ambos casos menores al índice y por tanto generadores de alfa dado que se busca un comportamiento peor al del mercado en términos relativos.

En el período alcista de 2003-2007, estas recomendaciones negativas consiguen revalorizarse menos que el índice (+7.4% vs +12.50%), ofreciendo asimismo una menor frecuencia de períodos positivos frente al índice (67% vs 75%) y aportando alfa para el inversor.

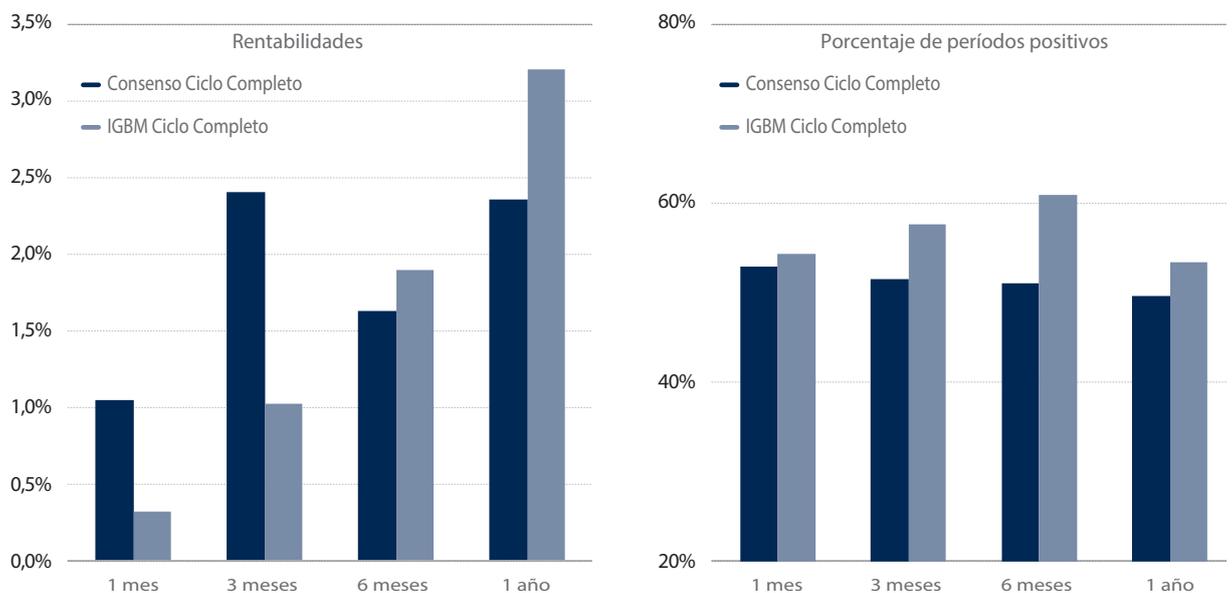
En el período bajista de 2007-2009, estas recomendaciones negativas no consiguen generar un com-

portamiento más negativo que el índice en términos de rentabilidad (-6.6% vs -14.76%) y similar en términos de frecuencia (34% vs 30%).

En el período denominado de intervención 2009-2013, estas recomendaciones negativas consiguen generar un comportamiento más negativo que el experimentado por el índice en términos de rentabilidad (-9.6% vs -2.3%) al tiempo que muestra un comportamiento parecido en términos de frecuencia (34% vs 35%).

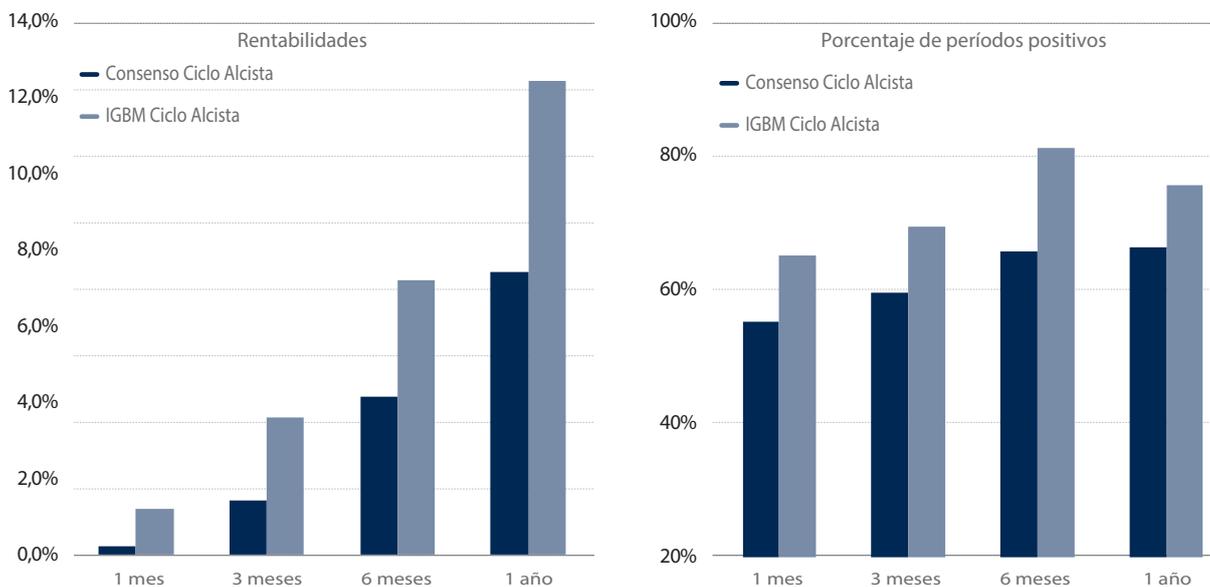
Por tanto, se puede concluir que las recomendaciones negativas del *sell-side* a 1 año han generado alfa en mercados alcistas, de intervención y a lo largo del ciclo ya que se revalorizan menos que el índice y además también experimentan un número de períodos positivos igual o menor al obtenido por el índice. Sin embargo, en los períodos bajistas estas recomendaciones negativas no generan alfa a 1 año.

TABLA 14. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES NEGATIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN DURANTE EL PERÍODO 2003-2013 (CICLO COMPLETO)



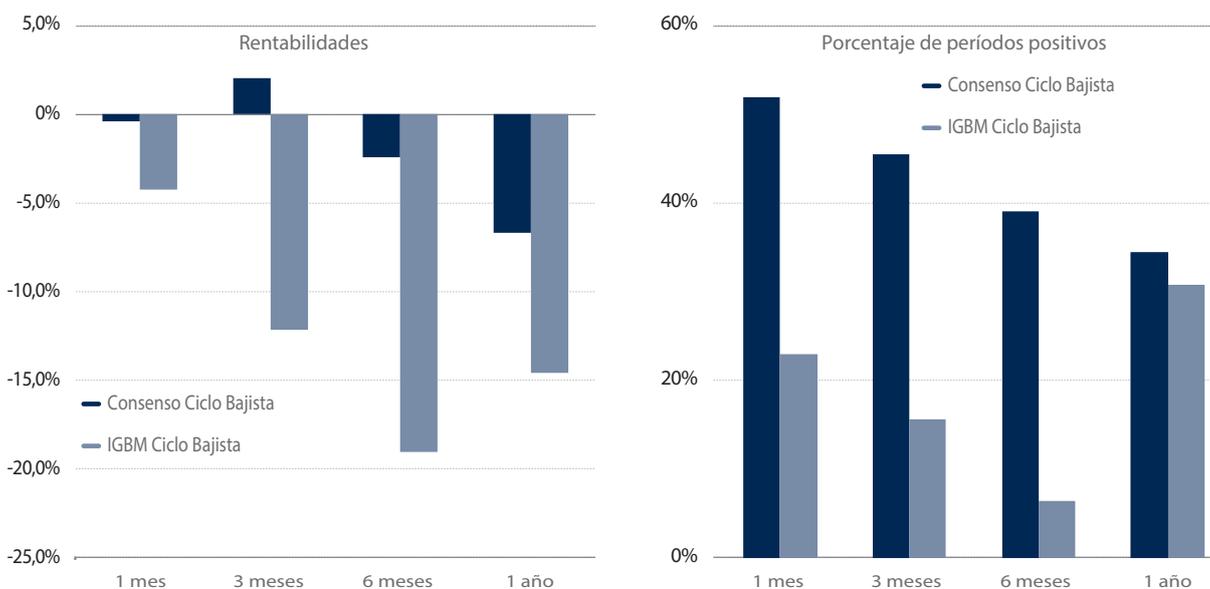
Fuente: Patrivisión, elaboración propia
Recomendaciones menores a 3 (escala de 0=compra a 5=venta)

TABLA 15. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES NEGATIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN DURANTE EL PERÍODO 2003-2007 (PERIODO ALCISTA)



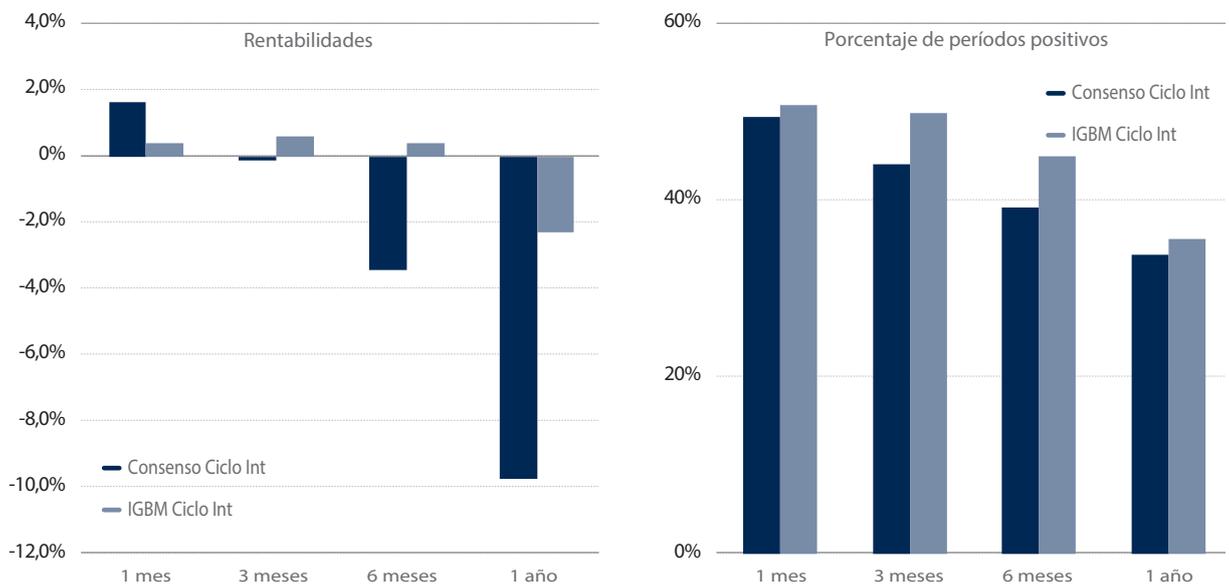
Fuente: Patrivisión, elaboración propia
 Recomendaciones menores a 3 (escala de 0=compra a 5=venta)

TABLA 16. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES NEGATIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN DURANTE EL PERÍODO 2007-2009 (PERIODO BAJISTA)



Fuente: Patrivisión, elaboración propia
 Recomendaciones menores a 3 (escala de 0=compra a 5=venta)

TABLA 17. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES NEGATIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN DURANTE EL PERÍODO 2009-2013 (PERIODO DE INTERVENCIÓN)



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

Recomendaciones menores a 3 (escala de 0=compra a 5=venta)

3.2 La precisión de las estimaciones. Relación entre BPA estimado y BPA real

Como ya hemos comentado, el *sell-side* tiende a ser demasiado positivo en sus recomendaciones.

Ahora procederemos a estudiar la precisión de sus predicciones, factor importante en la medida en que los inversores que siguen a los analistas se pueden beneficiar al identificar a los más certeros y de mayor consistencia, dado que las estimaciones de beneficios son uno de los principales inputs de las valoraciones, que un mejor input lleva a un mejor output, y, por tanto, hacia mejoras significativas de rentabilidad (Lohl y Mian, 2006).

Además, es conveniente recordar que un analista que ha demostrado precisión consistentemente en el pasado, suele continuar demostrándolo en años sucesivos (Sinha et al, 1997).

Por otra parte, la precisión de las estimaciones también es importante para los propios analistas que son

recompensados por la exactitud de las estimaciones y castigados por los fallos en las mismas (menor bonus, pérdida de trabajo, etc).

Así, analistas que tienen confianza en sus habilidades tienden a desmarcarse de la media, mientras que los que tienen menos confianza, suelen moverse con el rebaño (Hong et al, 2000).

En este sentido, merece la pena reseñar que las estimaciones de mayor precisión suelen venir de firmas pequeñas, reflejando su necesidad de diferenciación en una mayor convicción de sus ideas de compra y de venta.

Numerosos estudios muestran que los analistas comienzan el año de manera muy optimista y van rebajando sus estimaciones de beneficios hacia el valor final real a medida que pasa el año y se van conociendo más datos.

En muy raras ocasiones los analistas son más negativos que los datos reales (en los ciclos bajistas

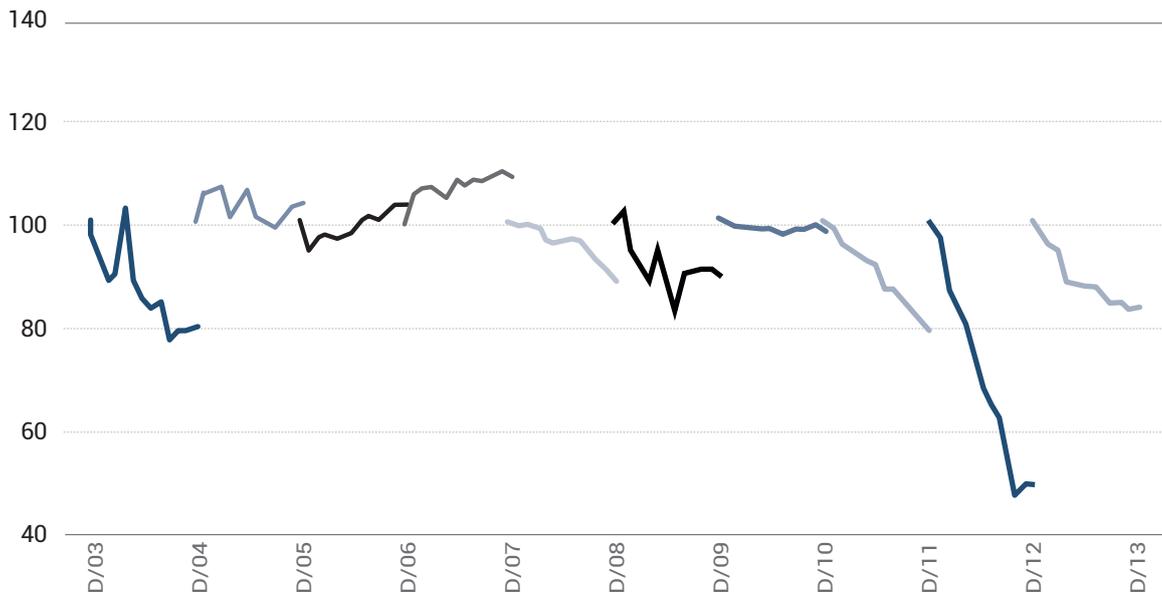
por ejemplo, es cuando más se ajustan sus datos con la realidad) y generalmente las revisiones siempre se realizan a la baja.

A este respecto, la mayoría de estudios multianuales (Chopra, 1998) muestran que, a nivel internacional, la

desviación media a principios de año sobre el dato real de final de año ha mejorado, desde una desviación media del 17% en la década de los 80 hasta un 11% actual.

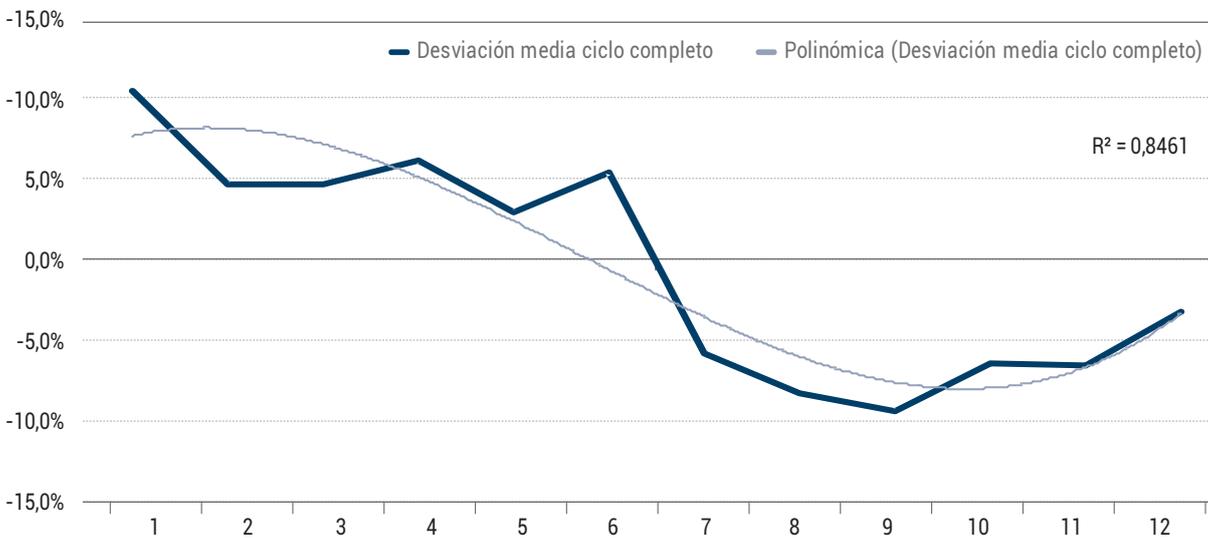
Estos estudios son coherentes con los resultados obtenidos en la muestra de estudio.

TABLA 18. DESVIACIÓN ANUAL BPA CONSENSO



Fuente: Patrivisión, elaboración propia
 Serie indexada a 100 en base a la primera predicción de cada año.
 Las áreas sombreadas indican recesiones de acuerdo a los criterios del INE

TABLA 19. EVOLUCIÓN PROMEDIO DE LA DESVIACIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE BENEFICIOS DURANTE EL CICLO



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

Como podemos observar en el gráfico 18 los analistas españoles tienden a empezar el año con unas estimaciones superiores en un 10.8% al resultado final de forma persistente a lo largo del ciclo completo.

Es a partir de julio, una vez conocidos los datos del primer semestre, cuando se realizan las revisiones más drásticas a las previsiones iniciales y cuando más se ajustan los resultados a la realidad.

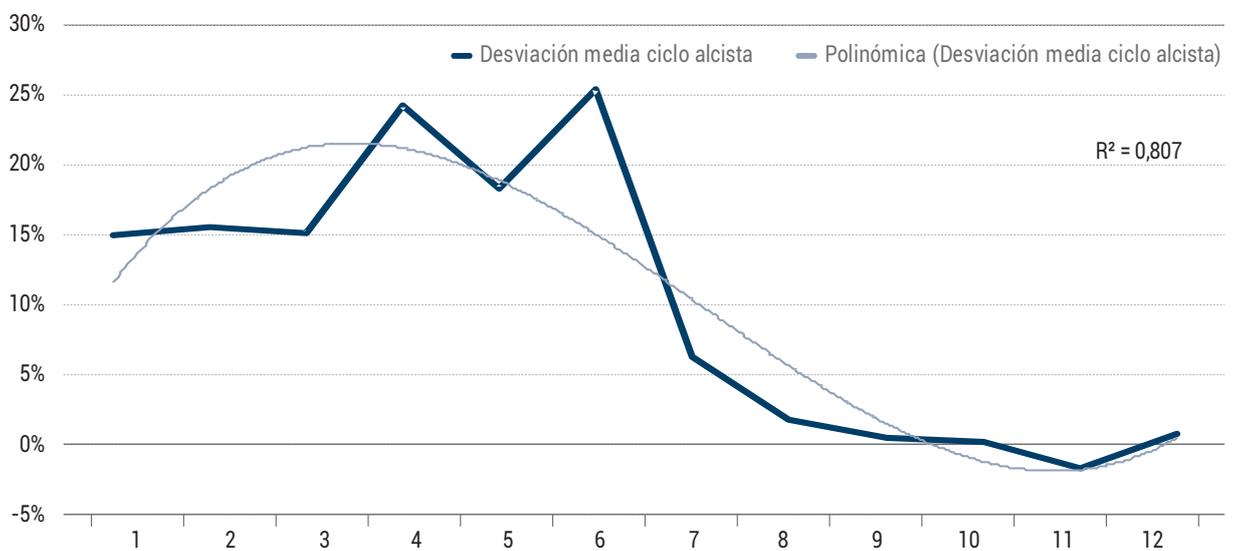
Quizás este fenómeno explique parte de la estacionalidad frecuentemente negativa de las bolsas en el mes

de septiembre, dado que el fin del período estival ayuda a ajustar las previsiones de principios de año en un mayor volumen.

En cualquier caso, también creemos conveniente diferenciar el estudio en base a los tres momentos del ciclo anteriormente mencionados. Así pues:

- **En un año típicamente alcista**, las desviaciones respecto a final de año pueden oscilar entre el 15% y el 25%, hasta la presentación de resultados del segundo trimestre, momento en el que los números vuelven a

TABLA 20. EVOLUCIÓN PROMEDIO DE LA DESVIACIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE BENEFICIOS EN PERÍODO ALCISTA



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

TABLA 21. EVOLUCIÓN PROMEDIO DE LA DESVIACIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE BENEFICIOS EN PERÍODO BAJISTA



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

TABLA 22. EVOLUCIÓN PROMEDIO DE LA DESVIACIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE BENEFICIOS EN INTERVENCIÓN



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

ajustarse a la realidad de manera gradual, de tal modo que las estimaciones a partir de septiembre se ajustan a la realidad de una forma más fidedigna.

- **En un período bajista**, el consenso del mercado se muestra especialmente cauto y conservador y ajusta más sus estimaciones desde principios de año, siendo las desviaciones menores al 5% durante la mayor parte del año. Es de destacar que a pesar de que el año empieza con un tono positivo, las revisiones son relativamente tempranas en comparación a otros ciclos y empiezan generalmente en el primer trimestre.

Estas conclusiones se encuentran en línea con estudios recientes (Loh y Stulz) que señalan que en los períodos de mayor incertidumbre y mayor riesgo de carrera, los analistas realizan un mejor trabajo, ya que aunque las predicciones son más difíciles, la calidad de las mismas en términos de influencia sobre el mercado es mayor.

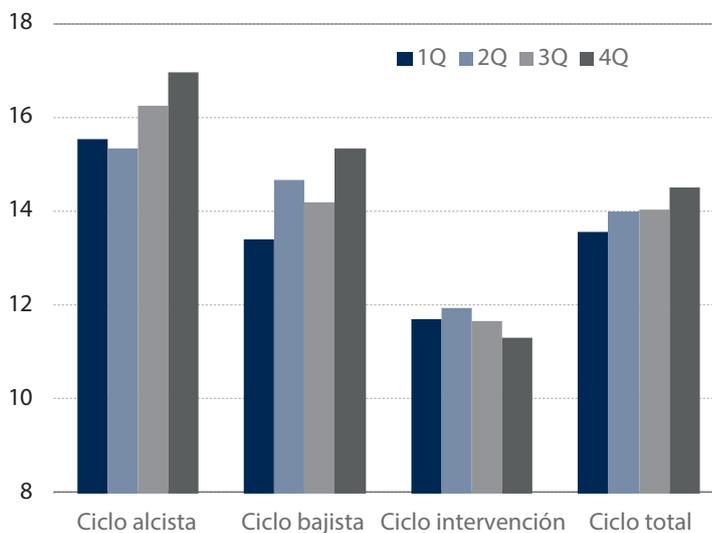
- **En un período de fuerte intervención por parte de los Bancos Centrales**, y a modo de curiosidad estadística, el gráfico 22 que adjuntamos ofrece una pauta parecida a la del período bajista a pesar de que en ese período los mercados siguen una tendencia alcista.

Como se puede apreciar, a pesar de la tendencia positiva de las bolsas, la pauta de comportamiento de los analistas en este período se corresponde claramente con el comportamiento del consenso en años de tendencia bajista, con fuertes revisiones a principios de año que tienden a ser actualizadas en el último tercio del año para ajustarse a la realidad final.

Este hecho se puede explicar porque los Bancos Centrales han adoptado una función fuertemente activa

y anticíclica en un entorno económico bajista recesivo. Sin embargo, no deja de resultar especialmente relevante el grado de divergencia que se mantiene a lo largo de todo el año respecto al resultado de final de año (con una desviación del 15% prácticamente todo el año hasta octubre); quizás cabría reflexionar si semejante falta de visibilidad entorpece no ya la labor del analista si no la propia actividad económica en la medida en que la imposibilidad de realizar proyecciones futuras frena posibilidades de inversión no sólo puramente financieras

TABLA 23. EVOLUCIÓN COMPARATIVA DEL PER MEDIO INTERTRIMESTRAL A LO LARGO DE LOS CICLOS



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

sino reales.

En general, se pueden deducir varios factores conductuales que explican el comportamiento descrito por parte de los analistas:

- En primer lugar, dado el optimismo ya descrito, las predicciones de crecimiento de beneficios para un analista serán prácticamente siempre positivas, y en caso de ser negativas, el efecto anclaje hace que el intervalo sea asimétrico con predominancia del sesgo positivo; así pues, en los períodos negativos, el optimismo pone un suelo en torno a los números del año anterior.

Para el período de estudio, el intervalo medio para la proyección de beneficios a principios de año se ha situado entre -14% y +17% por encima del año anterior. Ello ocasiona que las valoraciones de principios de año en base a las previsiones de beneficios no supongan una

buena referencia para la toma de decisiones dado que el PER irá aumentando a lo largo del año al ajustarse las estimaciones de beneficios a una realidad más baja.

Es decir, tomando como referencia el PER, una compra en base a las estimaciones de beneficios del consenso de principios de año, puede acabar descubriéndose como una compra un 10-15% más cara en base a los beneficios efectivamente obtenidos a final de año.

- En segundo lugar, se aprecia que los beneficios reales varían mucho más que las predicciones, que tienden a estar suavizadas. Otros estudios anteriores han encontrado pautas similares en la variabilidad de otros mercados desarrollados.

Excluyendo datos claramente fuera de media (*outliers*), los beneficios reales se han movido durante el período completo de estudio en un rango medio mucho más amplio de entre -57% y +29%, siendo los resultados de finales de año muy superiores en términos de volatilidad y amplitud del intervalo en comparación a las estimaciones de principios de año y con un sesgo más negativo que el que manejan las estimaciones.

Es decir, la realidad es más volátil (más aún si se incluyen los *outliers*) y en ocasiones es tendente a ofrecer más sorpresas negativas que positivas (*tail-risk*).

A pesar de todo, la correlación entre las medias anualizadas del crecimiento real de los beneficios y el estimado es de 0,70 similar al de estudios realizados en EEUU, lo que implica que los analistas han realizado de media un trabajo satisfactorio en términos predictivos.

Desglosando la media por ciclos, surgen dudas respecto a la rapidez con que los analistas pueden reflejar las aceleraciones y desaceleraciones del ciclo económico; quizás podría decirse que los analistas se centran demasiado en factores únicos relativos a la propia empresa y menos en factores macroeconómicos.

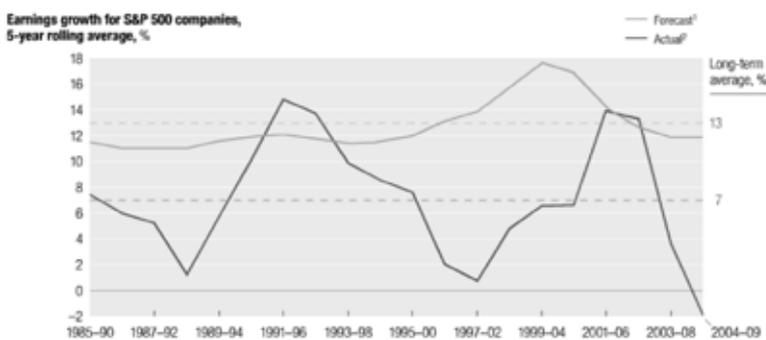
De esta manera, puede deducirse que modelos de valoración basados exclusivamente en las estimaciones de los analistas estarán sesgados al alza, por lo que el uso de información histórica sí puede ser un factor diferencial a la hora de seleccionar acciones frente a las estimaciones de futuro.

- Y en tercer lugar, el comentario al grado de divergencia entre las distintas opiniones de los analistas a lo largo del año.

La mayor diferencia de opiniones entre los analistas ocurre de enero a febrero (llegando a alcanzar en algunas acciones concretas hasta dos desviaciones estándar).

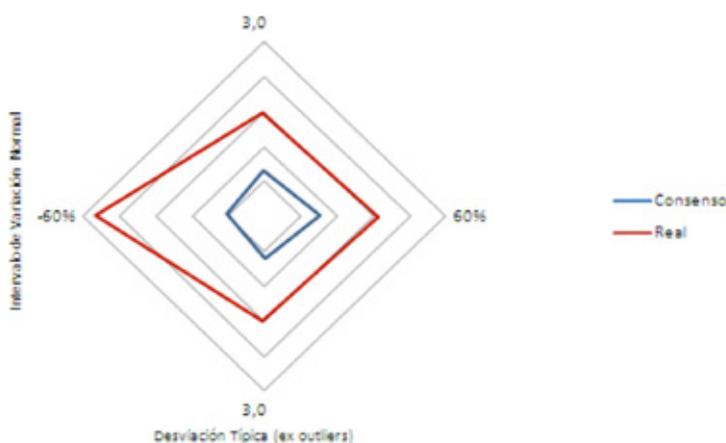
A partir de ese momento, las estimaciones de beneficios comienzan a converger rápidamente, entendemos que por conocimiento de nueva información (resultados trimestrales, comunicaciones corporativas, proyecciones macroeconómicas o informes de otros analistas).

TABLA 24. CRECIMIENTO BPA ESPERADO VS BPA REAL S&P 500



Fuente: McKinsey

TABLA 25. EJEMPLO DE INTERVALO REAL VS CONSENSO



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

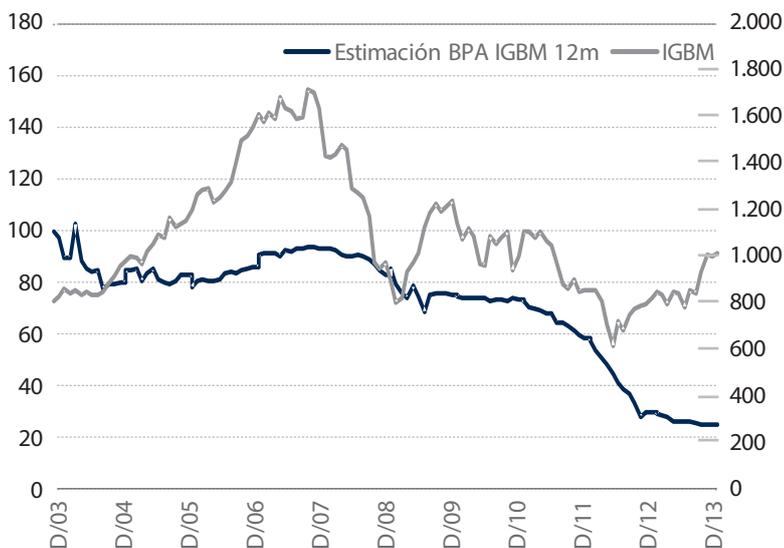


Este fenómeno no ha remitido, y aunque los analistas han mejorado en precisión respecto a décadas anteriores, su grado de diferenciación a principios de año se sigue manteniendo año tras año.

3.3 La precisión de las estimaciones. Relación entre BPA estimado y Bolsa

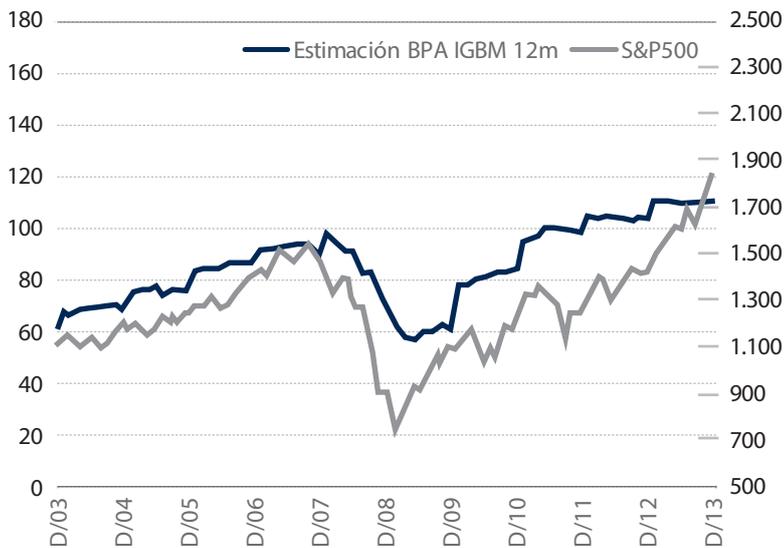
Sin embargo, la relación de las estimaciones de beneficios con el índice de referencia es de sólo 0.66, muy inferior a la de EEUU, cuyo rango de correlación es más elevado (87%).

TABLA 26. EVOLUCIÓN BPA ESPERADO VS IGBM



Fuente: Patrivisión, Bloomberg, elaboración propia

TABLA 27. EVOLUCIÓN BPA ESPERADO VS S&P500



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

3.4 El efecto rebaño

Hasta ahora no hemos tratado del riesgo de carrera y del riesgo reputacional.

Como hemos mencionado anteriormente, puede ocurrir que a pesar de dedicar mucho trabajo y de seguir un proceso razonado, objetivo y acertado, el mercado no acompañe; ya dijo Keynes que “el mercado puede mantenerse irracional más tiempo del que uno puede mantener su solvencia”, algo especialmente veraz en tiempos de intervención continua y continuada por parte de los Bancos Centrales, pero que incide especialmente en la solvencia del analista, tanto a nivel reputacional como a nivel económico (Hong et al, 2000).

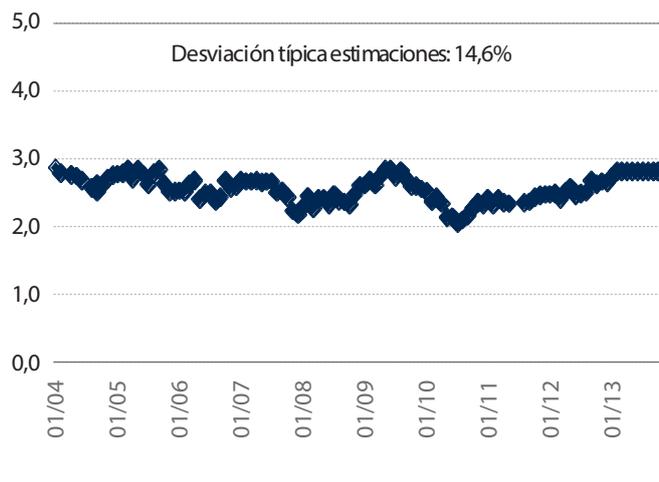
En esos casos, es normal que surjan dudas existenciales que lleven al analista a preguntarse si existe

verdaderamente la probabilidad de que el mercado se equivoque tanto y no sea el mismo el gran equivocado.

Esta incertidumbre acaba llevando a los analistas con menos confianza, a no desmarcarse del consenso sino a ajustar hacia arriba o abajo su valor fundamental para estar más en línea con el precio del mercado o con lo que piensan los demás y no ser percibido como alguien de baja calidad que corre el riesgo de ser “sustituido”.

El consenso de mercado en el caso español (en una escala de 0=compra a 5=venta), como se puede observar, no sólo es tendente a ser positivo si no que es bastante estable y propenso a converger a la media de 2,5 con una desviación típica de 14,6% entre las estimaciones de los analistas.

TABLA 28. EVOLUCIÓN CONSENSO SECTOR CONSUMO





Este comportamiento es similar en todos los sectores a excepción de los sectores industrial y de construcción, donde la variabilidad de los beneficios dificulta la concentración del consenso y contribuye a formar una muestra más heterogénea: las desviaciones típicas entre las estimaciones de los analistas para esos sectores son

cercanas al 20% para la muestra bajo estudio.

Por su parte, en los sectores de utilities y consumo hay mayor facilidad para llegar a conclusiones más similares en las estimaciones, con unas desviaciones típicas que rondan el 10%, todo ello derivado de una mayor visibilidad de los resultados y del ciclo económico.

TABLA 29. EVOLUCIÓN CONSENSO SECTOR CONSUMO

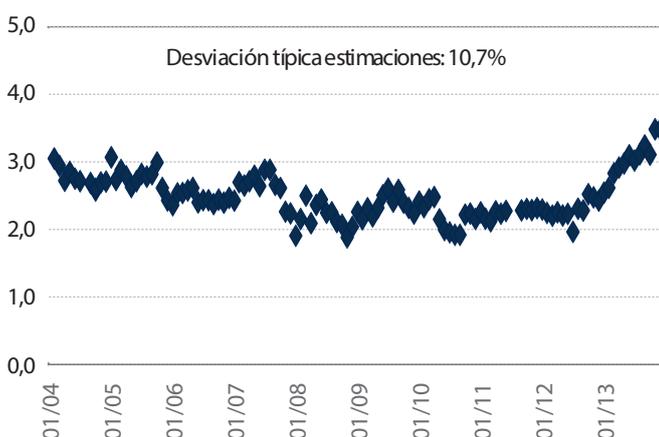


TABLA 31. EVOLUCIÓN CONSENSO SECTOR CONSTRUCCIÓN

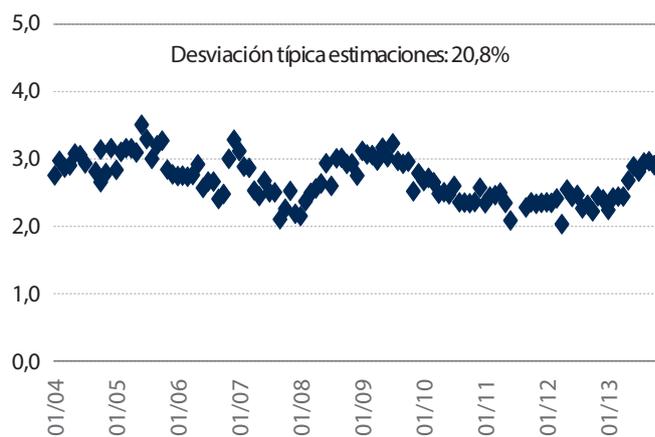


TABLA 30. EVOLUCIÓN CONSENSO SECTOR INDUSTRIA

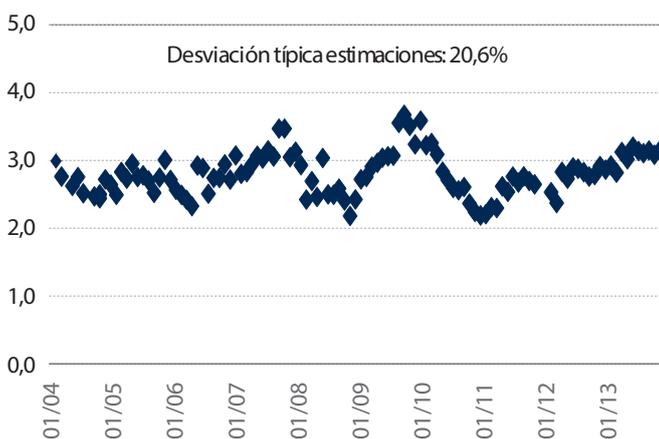
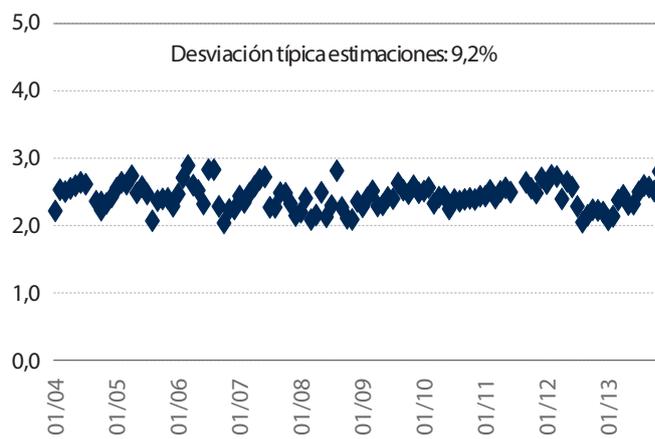


TABLA 32. EVOLUCIÓN CONSENSO SECTOR UTILITIES



Considerando la capitalización bursátil, la dispersión del consenso es especialmente notoria en los valores de baja capitalización.

En este caso, no influye sólo la inestabilidad e irre-

gularidad de sus resultados, sino también el bajo nivel de cobertura derivado de su falta de liquidez e interés por parte del mercado.

TABLA 33. EVOLUCIÓN CONSENSO SECTOR FINANZAS

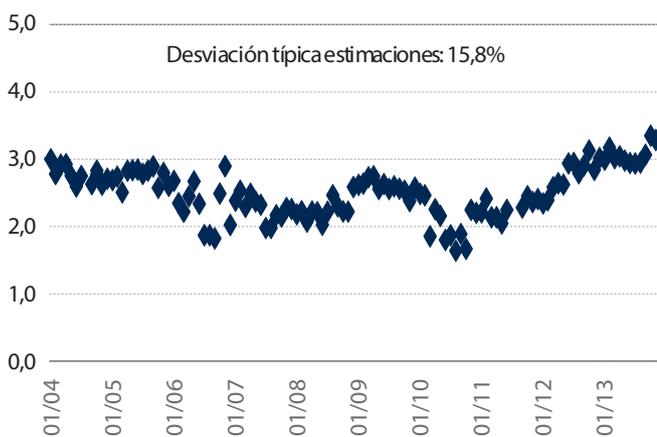
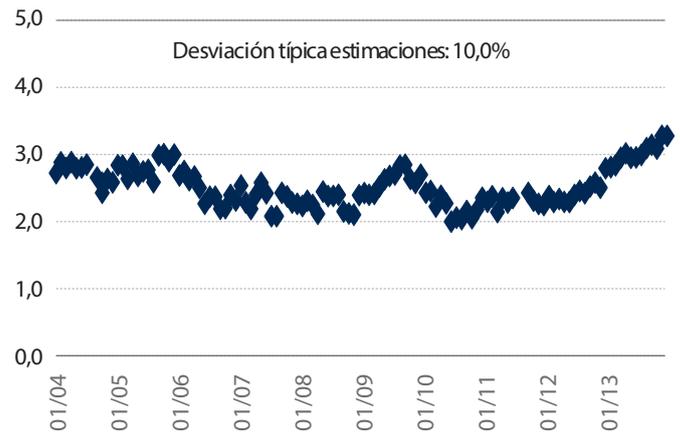
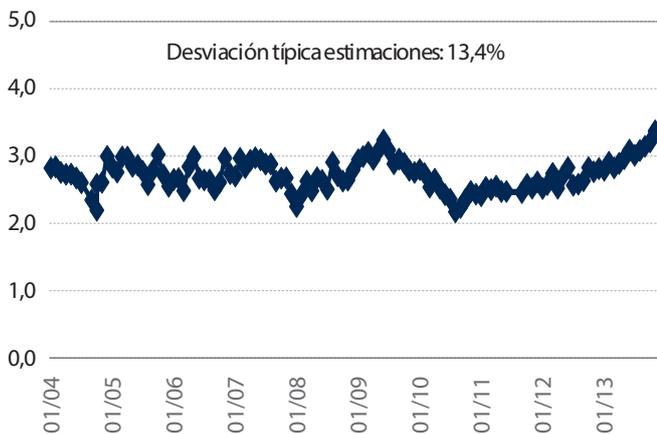


TABLA 34. EVOLUCIÓN CONSENSO LARGE CAPS



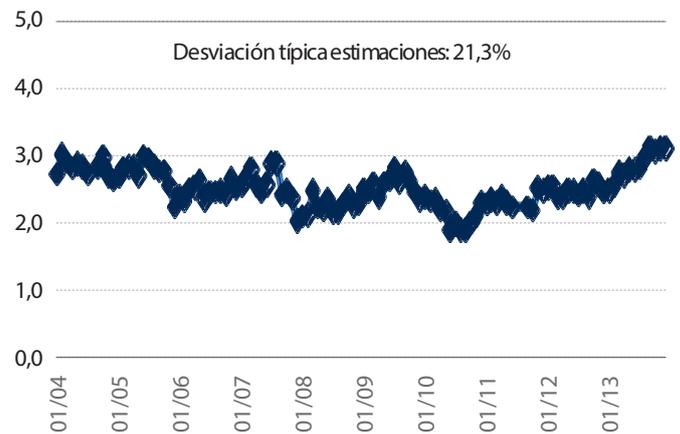
Fuente: Patrivisión, elaboración propia

TABLA 35. EVOLUCIÓN CONSENSO MID CAPS



Fuente: Patrivisión, elaboración propia

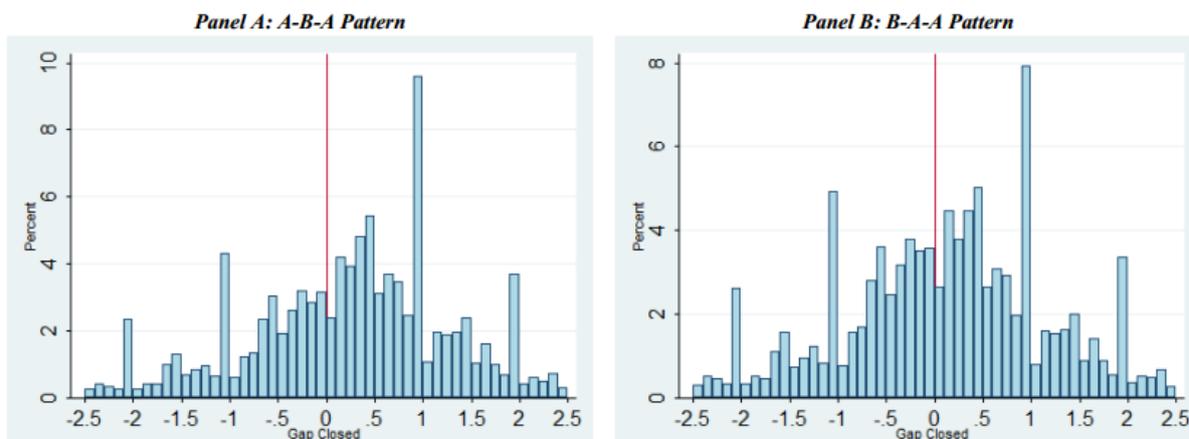
TABLA 36. EVOLUCIÓN CONSENSO SMALL CAPS



Fuente: Patrivisión, elaboración propia



TABLA 37. IMPACTO DE LA RELACIÓN CAUSA-EFECTO EN LAS REVISIONES DE LOS ANALISTAS



Fuente: Cohn y Juergens

Que los analistas tienden a moverse en “rebaño”, queda empíricamente comprobado y que siguen el modelo general observado en otros mercados internacionales por el que los agentes prefieren “pasar desapercibidos” dadas las consecuencias que puede tener sobre su carrera el ser identificados como fuentes de baja calidad (Scharfstein y Stein, 1990).

Dentro del funcionamiento de este modelo, merecen destacarse las predicciones “audaces”, aquellas que se desmarcan del consenso, dado que suelen reflejar una información de mayor calidad y acaban teniendo un gran impacto en el mercado, en la medida en que su función puede evaluarse como el de un fabricante de opinión y decisión (Scharf y Stein 1990, y Truman 1994).

De hecho, Cohn y Juergens (2012), han abierto una línea de investigación interesante que llega a cuantificar la respuesta de los propios analistas a los cambios en las estimaciones de otros analistas; según este estudio, los analistas tienden a cerrar la distancia respecto al analista líder entre 4% y 9% en su siguiente revisión, movimiento que explica entre el 12% y el 27% del movimiento total de estimaciones hacia otras proyecciones existentes.

Así pues, los intentos racionales por guardar la reputación llevan al efecto rebaño; por ello, cualquier modelo predictivo basado en las estimaciones de los analistas producirá mejores resultados si usa como media la de aquellos analistas de mejor historial y que demuestran capacidad de convertirse en creadores de opinión y generar argumentos de autoridad, en vez de una media simple basada en el consenso.

De donde resulta especialmente significativo que no sólo hay ponderar la precisión de las nuevas estimaciones de beneficios sino que también hay que adoptar una perspectiva histórica, en la medida en que los analistas tienden a estar anclados a sus recomenda-

ciones y estimaciones previas aunque pueda haber nueva información que exija cambios de mayor entidad en sus estimaciones (Truman 1994).

En resumen, la realidad demuestra que el mercado del *sell-side* tiende a moverse en rebaño, hasta que “alguien rompe la baraja” e inicia un movimiento de revisión de precios y/o beneficios.

La estadística señala que cada vez que ocurre una revisión significativa, se suele generar una corriente de opinión en el mismo sentido en el resto de analistas del sector durante las semanas sucesivas.

De algún modo, todos acaban fluctuando hacia la misma dirección, aunque, cuando todo el mundo está positivo sobre una acción es muy probable que no exista ya un comprador marginal, y sea más difícil en términos de flujos que el precio aumente en la misma proporción, ya que todo el mundo tiene la acción.

Si se produce la rotura del consenso en un caso así, es cuando se produce una mayor brusquedad en el cambio de tendencia.

Adjuntamos, a continuación, varios ejemplos de cambio de tendencia.

TABLA 38. EJEMPLOS DE ROTURA DE CONSENSO: BANKIA

Título	Broker	Fecha	Recomendación
BANKIA	Barclays	17/07/2012	INFRAPONDERAR
BANKIA	UBS	11/06/2012	VENDER
BANKIA	Natixis	29/05/2012	INFRAPONDERAR
BANKIA	BNP Paribas	29/05/2012	INFRAPONDERAR
BANKIA	JP Morgan	28/05/2012	INFRAPONDERAR
BANKIA	UBS	28/05/2012	VENDER
BANKIA	Bankinter	28/05/2012	VENDER
BANKIA	Nomura	28/05/2012	INFRAPONDERAR
BANKIA	UBS	04/05/2012	NEUTRAL
BANKIA	Nomura	13/03/2012	INFRAPONDERAR
BANKIA	UBS	05/03/2012	NEUTRAL
BANKIA	Barclays	28/02/2012	NEUTRAL
BANKIA	Banco Santander	29/12/2011	NEUTRAL
BANKIA	Bankinter	31/10/2011	NEUTRAL
BANKIA	JP Morgan	06/10/2011	NEUTRAL
BANKIA	Bankinter	03/10/2011	VENDER
BANKIA	Mediobanca	29/09/2011	NEUTRAL
BANKIA	Barclays	31/08/2011	NEUTRAL
BANKIA	BoA Merrill Lynch	30/08/2011	NEUTRAL
BANKIA	UBS	30/08/2011	NEUTRAL
BANKIA	Nomura	30/08/2011	INFRAPONDERAR

Fuente: Brokers, Patrivisión

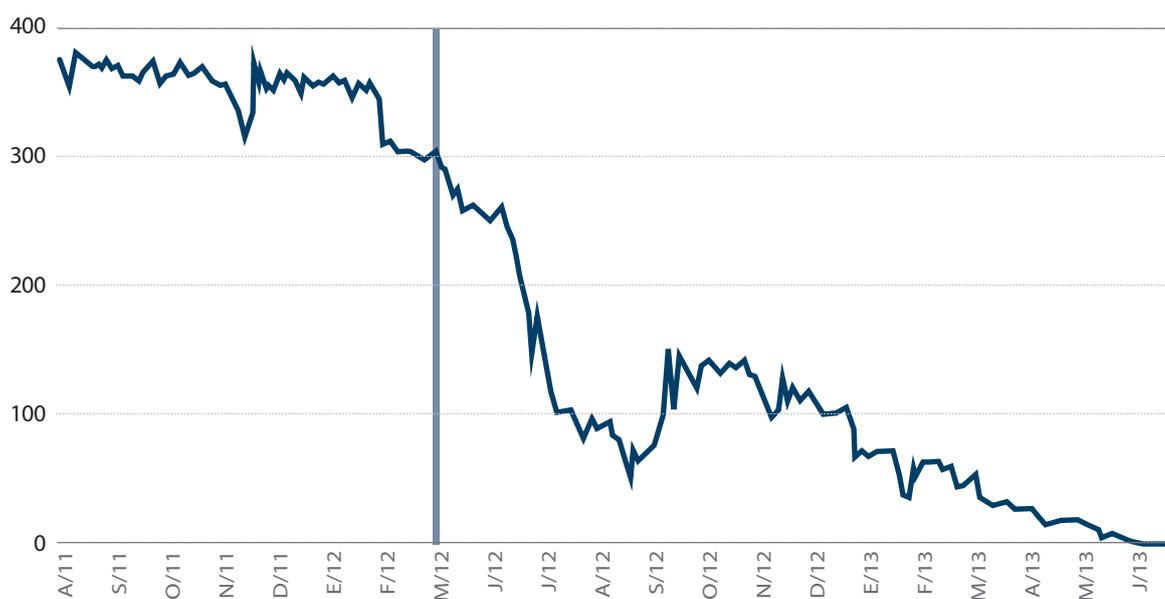
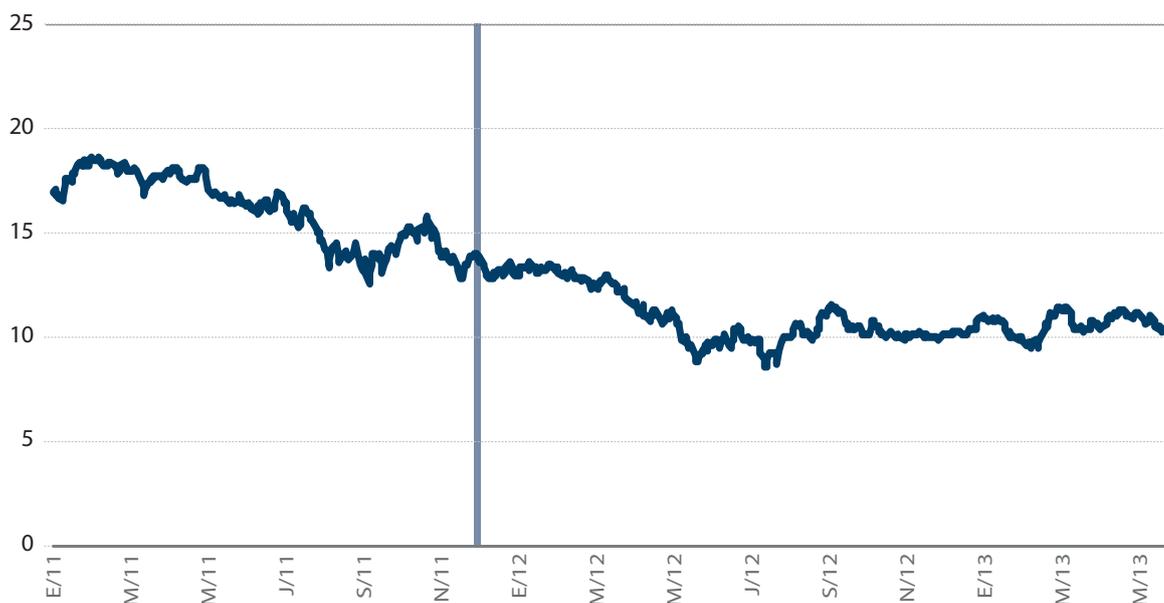
Fuente: Patrivisión, elaboración propia
Muestra de brokers ampliada

TABLA 39. EJEMPLOS DE ROTURA DE CONSENSO: TELEFONICA

Título	Broker	Fecha	Recomendación
TELEFONICA	Goldman Sachs	21/02/2012	VENDER
TELEFONICA	Goldman Sachs	21/02/2012	VENDER
TELEFONICA	Exane	13/02/2012	VENDER
TELEFONICA	Morgan Stanley	08/02/2012	INFRAPONDERAR
TELEFONICA	UBS	18/01/2012	VENDER
TELEFONICA	Nomura	13/01/2012	INFRAPONDERAR
TELEFONICA	Ahorro Corp	04/01/2012	COMPRAR
TELEFONICA	Barclays	20/12/2011	INFRAPONDERAR
TELEFONICA	HSBC	19/12/2011	NEUTRAL
TELEFONICA	Bankia	04/11/2011	COMPRAR
TELEFONICA	Bankinter	31/10/2011	COMPRAR
TELEFONICA	Goldman Sachs	11/10/2011	NEUTRAL
TELEFONICA	RBS	19/09/2011	COMPRAR
TELEFONICA	Credit Suisse	31/08/2011	NEUTRAL
TELEFONICA	Bankinter	12/08/2011	COMPRAR
TELEFONICA	RBS	03/08/2011	MANTENER
TELEFONICA	JP Morgan	02/08/2011	SOBREPONDERAR
TELEFONICA	Unicredito	29/07/2011	COMPRAR
TELEFONICA	Bankinter	26/07/2011	COMPRAR
TELEFONICA	HSBC	26/07/2011	SOBREPONDERAR
TELEFONICA	Bankinter	21/07/2011	COMPRAR
TELEFONICA	Bankinter	07/07/2011	COMPRAR
TELEFONICA	Inverseguros	27/05/2011	COMPRAR
TELEFONICA	Nomura	16/05/2011	NEUTRAL
TELEFONICA	RBS	13/05/2011	MANTENER
TELEFONICA	Unicredito	13/05/2011	COMPRAR
TELEFONICA	Goldman Sachs	11/05/2011	COMPRAR

Fuente: Brokers, Patrivisión

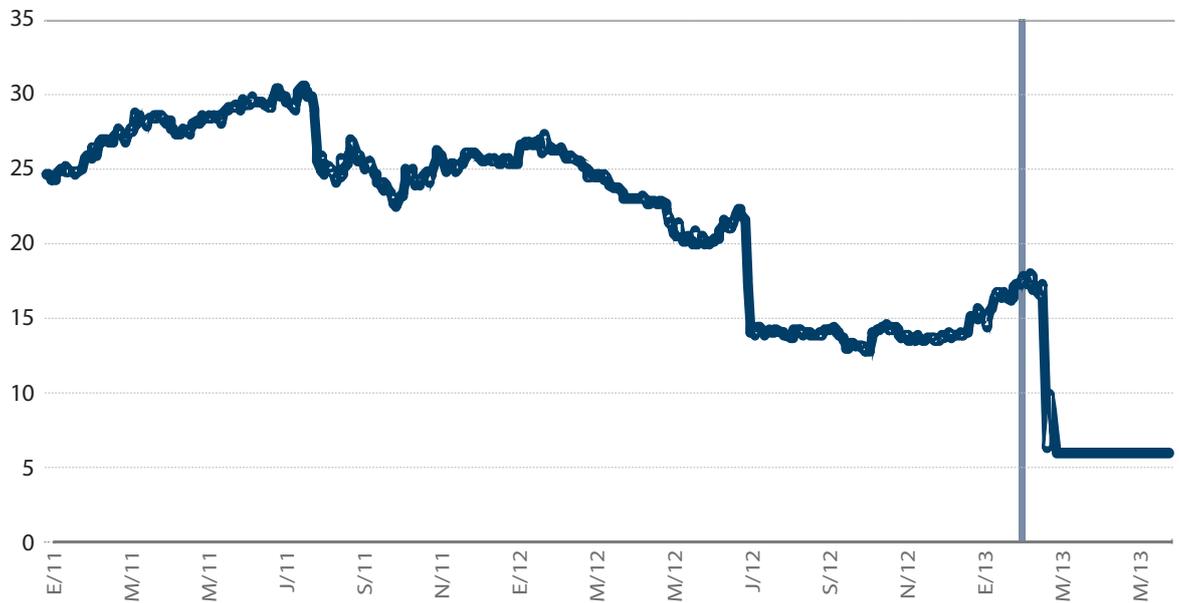


Fuente: Patrivisión, elaboración propia
Muestra de brokers ampliada

TABLA 40. EJEMPLO DE ROTURA DEL OPTIMISMO: PESCANOVA

Título	Broker	Fecha	Recomendación
PESCANOVA	Sabadell	07/03/13	COMPRAR
PESCANOVA	Banesto Bolsa	04/03/13	COMPRAR
PESCANOVA	BPI	25/02/13	COMPRA FUERTE
PESCANOVA	Ahorro Corporación	22/02/13	COMPRAR
PESCANOVA	Exane BNP Paribas	21/02/13	SOBREPONDERAR
PESCANOVA	Espirito Santo	13/02/13	COMPRA FUERTE
PESCANOVA	EVA Dimensions	17/01/13	COMPRAR
PESCANOVA	BBVA	17/01/13	SOBREPONDERAR

Fuente: Brokers, Patrivisión



Fuente: Patrivisión, elaboración propia
Muestra de brokers ampliada



Por otra parte, se debe señalar que cuando el consenso está mayoritariamente a favor (o en contra) de una acción, la falta de un comprador (vendedor) marginal final y la dificultad para cubrir unas expectativas excesivamente optimistas (pesimistas) puede suponer una fuente de generación de alfa, especialmente en la medida en que alguien puede “romper la baraja” generando el efecto manada a favor de la nueva posición abierta.

Así se ha señalado en el estudio de Russell (2014) en el que, sobre una muestra del 10% de *hedge funds* con mejores rentabilidades históricas, se indica que una parte importante de sus beneficios en *trading* se refiere a posicionamientos contrarios al consenso en períodos de tiempo cortos.

Esta fuente de alfa no tiene porqué limitarse a un período de tiempo corto, ya que diversos estudios (Lakonishok, Shleifer y Vishny, 1994) inciden en una reversión a la media a lo largo de los siguientes 3 a 5 años (quizás un horizonte temporal demasiado largo para una industria cada vez más centrada en el corto plazo).

No obstante, algunas opiniones discordantes como Fama y French (1995) hacen notar que es probable que bajo esta estrategia de generación de alfa simplemente se estén asumiendo mayores riesgos fundamentales.

En resumen, la lógica parece señalar que cuando el consenso es muy elevado sobre un activo o mercado tiende a servir como buen indicador de la opinión contraria: si todo el mundo es alcista en un valor, es porque ya casi todo el mundo lo ha comprado y queda poco

dinero fuera con capacidad de llevar los precios a niveles más altos (a falta de criterios fundamentales que lo justifiquen), mientras que el valor queda frágil a los cambios de tendencia.

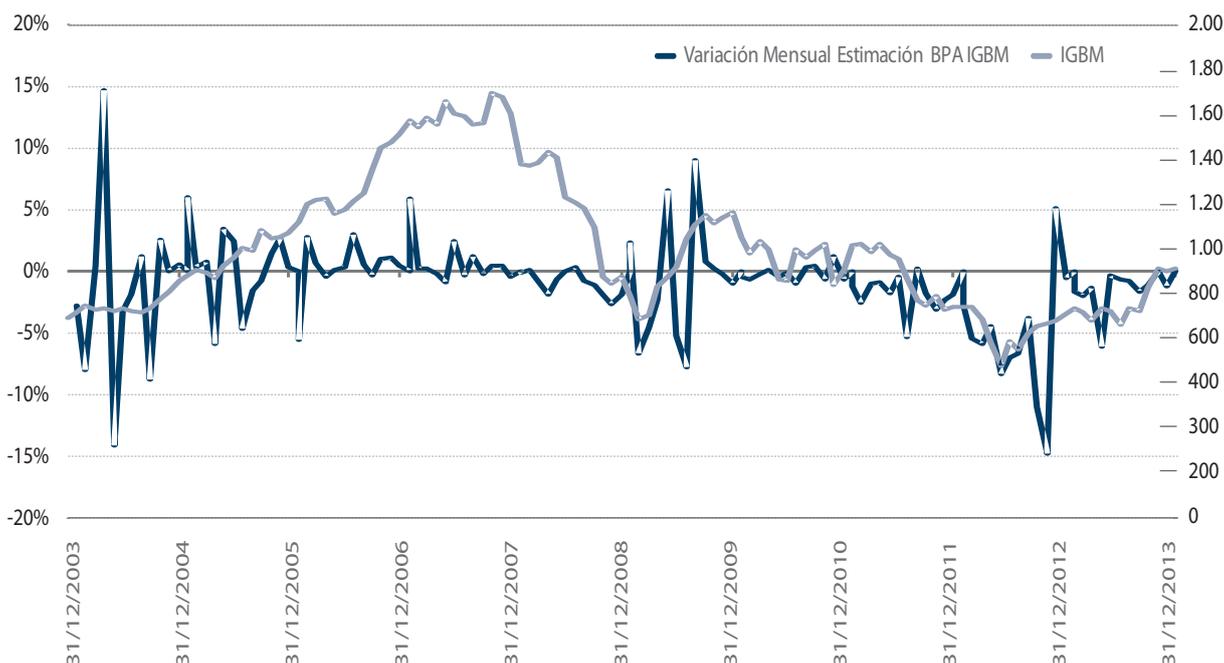
En nuestra muestra de estudio, encontramos algunas pautas similares:

- **Las recomendaciones extremadamente positivas muestran un comportamiento favorable en el corto plazo (1 mes),** pero ofrecen rentabilidades de menor entidad a las del mercado a medida que avanza el tiempo, ofreciendo así la posibilidad de generar alfa negativo con un elevado grado de probabilidad: de media, la rentabilidad final al cabo de un año es inferior a la del mercado y a lo que espera el *sell-side*.

- **En los consensos de recomendaciones extremadamente negativos,** sí que se aporta valor a largo plazo en la medida en que el rendimiento suele ser inferior al del mercado con una gran fiabilidad. Este hecho vuelve a llamar la atención sobre el valor de las recomendaciones negativas como fuente de valor añadido y pone de relieve la necesidad del análisis fundamental a la hora de evitar errores de inversión.

- Del modo similar a las recomendaciones, se pone de relevancia la importancia de las revisiones de las estimaciones de BPA en el corto plazo, especialmente las revisiones negativas. Como el gráfico indica, las revisiones negativas de BPA suelen generar un flujo inversor negativo, mientras que las positivas, no tienen tanto poder de arrastre.

TABLA 41. VARIACIÓN MENSUAL BPA ESTIMADO VS IGBM

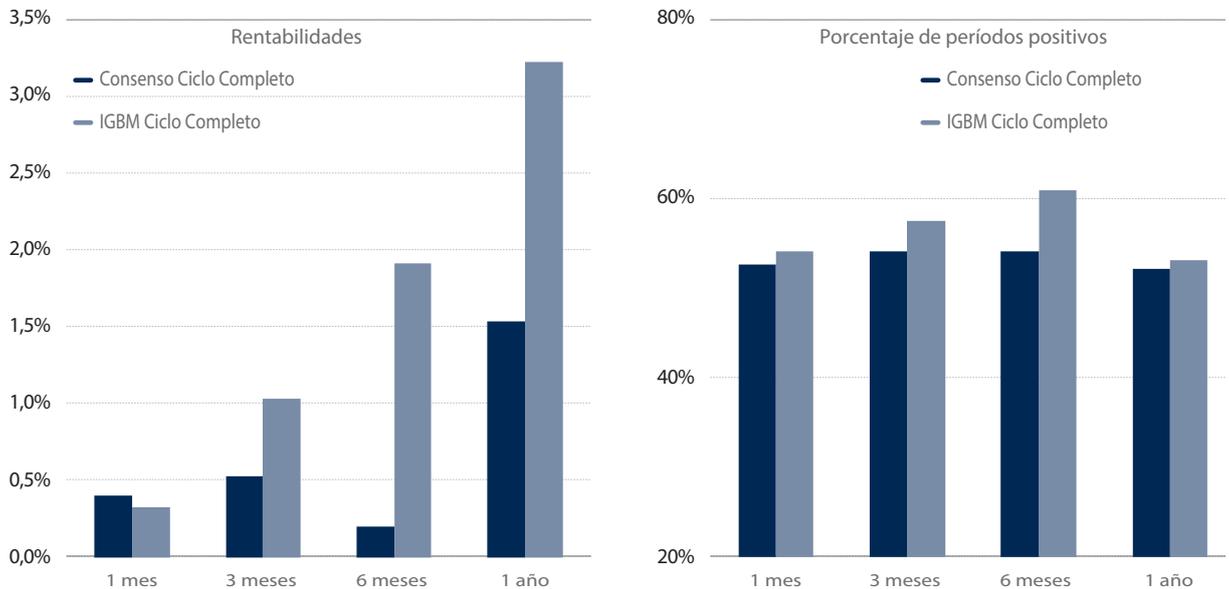


Fuente: Patrivisión, elaboración propia

Cabe destacar también que en el corto plazo, las recomendaciones negativas también pueden convertirse en una fuente de valor añadido para las estrategias “contra-

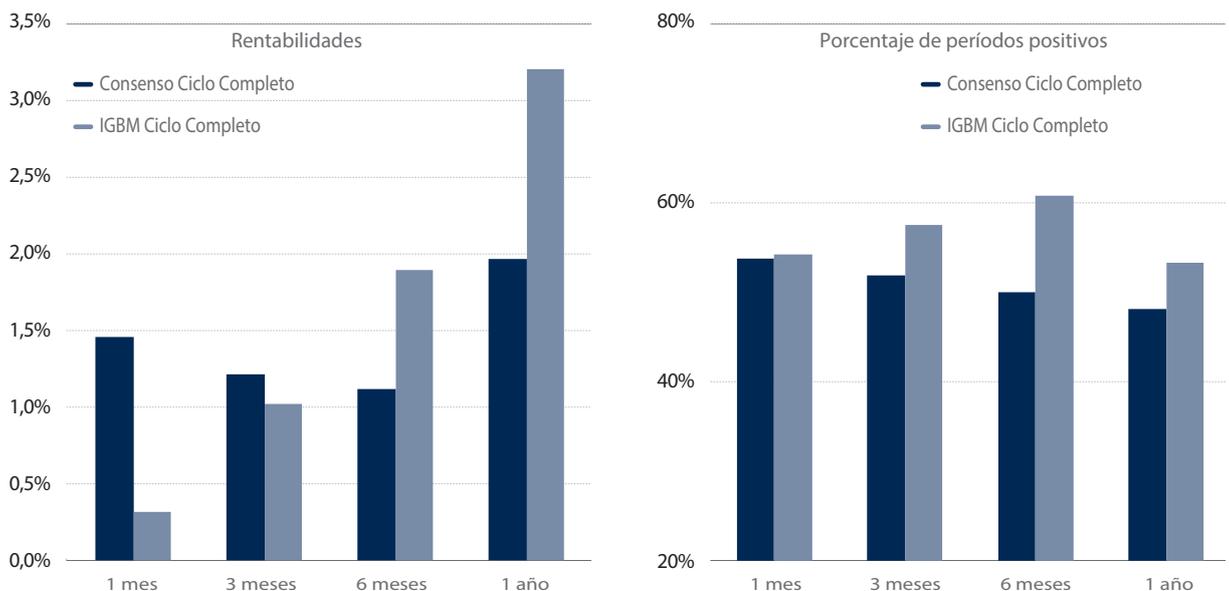
rian”, al ser valores propensos a experimentar una fuerte volatilidad ante eventos específicos de las propias compañías (refinanciaciones, venta de activos, MBO's, etc).

TABLA 42. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES EXTREMADAMENTE POSITIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN DURANTE EL PERÍODO 2003-2013 (CICLO TOTAL)



Fuente: Patrivisión, elaboración propia
Recomendaciones menores a 3 (escala de 0=compra a 5=venta)

TABLA 43. RELACIÓN ENTRE RECOMENDACIONES EXTREMADAMENTE NEGATIVAS Y RENTABILIDAD DE LA RECOMENDACIÓN DURANTE EL PERÍODO 2003-2013 (CICLO TOTAL)



Fuente: Patrivisión, elaboración propia
Recomendaciones menores a 3 (escala de 0=compra a 5=venta)

4.

Conclusiones

El valor de una empresa es algo más aproximativo que objetivo, porque valorar una empresa es un ejercicio de mirar hacia el futuro. Sin caer por ello en el relativismo, puesto que existen distintas metodologías para realizar estimaciones acerca del futuro de una empresa y así acercarnos a un rango apropiado/razonable.

Después de todo, el valor de una empresa depende de la capacidad de generar una renta a sus accionistas y según sea ésta, más volátil o más estable, más creciente o más estancada, así resultará en una buena o mala inversión cuantificable en términos de rentabilidad.

Cada analista financiero parte de las rentas que estima que va a producir una empresa en el futuro, para luego proceder a su descuento al tipo de interés apropiado al riesgo y traducir el resultado a un "precio objetivo" para su mejor comprensión por el público inversor (el precio que se espera que alguien pagará en el mercado para que el precio y el valor sean coincidentes).

Por ello puede decirse que la práctica dominante está dirigida a obtener predicciones precisas de los beneficios empresariales, que son el principal motor de las valoraciones y del precio. Aunque hay otros medios para estimar este precio objetivo (como la suma de las valoraciones de cada parte de la empresa, los múltiplos aplicados en valores comparables, la tasa interna de retorno implícita en la valoración, la estimación de su valor patrimonial y otros), son métodos menos comunes en su aplicación y pueden considerarse de resultado similar en la medida en que son distintas formas de medir los resultados que se pueden atribuir a una inversión.

Una vez fijado el precio objetivo, es difícil pronosticar cuánto tiempo va a tardar el mercado en "darse cuenta" de este valor fundamental estimado y, por ello, el analista realiza una recomendación en función de los catalizadores que existan para que esa reversión sea óptima para el cliente en términos de rentabilidad y riesgo. De esta manera puede decirse que el precio objetivo es siempre subjetivo.

Entendemos que reducir los estudios sobre la precisión de los analistas a apenas tres parámetros como precio, beneficio y recomendación puede resultar una simplificación discutible, pero es un ejercicio que aporta luz sobre sus distintas vertientes.

En general, se entiende que los analistas financieros están especializados y por ello tienen mejor acceso e información más precisa que el inversor medio a la hora

de valorar las compañías; de ahí que la opinión vertida por analistas y gurús sea una de las principales causas de variación del precio de las acciones (a veces causan incluso más impacto que los anuncios de las propias compañías).

Como hemos visto, cuando los analistas hablan, parece claro que habría que estar atentos pero también que hay que elaborar un proceso de actuación firme en base a un criterio propio.

Tal y como hemos señalado a lo largo del estudio, el *sell-side* tiende a ser demasiado positivo en sus recomendaciones y a empezar el año con estimaciones superiores a las efectivamente realizadas a final de año dado que su prisma de actuación es más reducido que la realidad que tratan de modelar y también más sesgado (por los distintos conflictos de interés ya reseñados).

De esta manera, puede deducirse que modelos de valoración basados exclusivamente en las estimaciones de los analistas estarán sesgados al alza, por lo que el uso de información histórica a la hora de seleccionar acciones puede constituir un factor diferencial de cara a formar estimaciones de futuro.

Del mismo modo, en el caso español, cabe reseñar la importancia de las recomendaciones negativas a la hora de generar alfa a lo largo del ciclo y durante los mercados alcistas, mientras que las recomendaciones positivas parecen generar alfa solo para los mercados bajistas o de menor crecimiento económico.

A modo de resumen, se puede concluir que:

Alfa / Mercado	Ciclo Completo		Mercado Alcista	
	Rentabilidad	Frecuencia	Rentabilidad	Frecuencia
Alfa Rec Positivas	No	=	No	No
Alfa Rec Negativas	Si	Si	Si	Si

Alfa / Mercado	Mercado Bajista		Mercado Intervenido	
	Rentabilidad	Frecuencia	Rentabilidad	Frecuencia
Alfa Rec Positivas	Si	=	Si	Si
Alfa Rec Negativas	No	=	Si	=

Por último, también es conveniente resaltar la importancia de buscar al analista que ha sido consistentemente más certero, dado que suele generar argumentos de autoridad y como ya se ha demostrado anteriormente, suele mantener (e incluso mejorar) esta habilidad en años sucesivos.

Bibliografía

- LOH y STULZ, 2014** "Is *Sell-Side* Research More Valuable in Bad Times?", Singapore Management University
- RUSSELL, 2014** "How Do Hedge Fund 'Stars' Create Value? Evidence from Their Daily Trades", University of Kentucky
- FONTAINE y ROGER, 2013** "Target Prices: A Mark-to-Market Approach for Evaluating Analysts Accuracy", University of Grenoble
- BROWN, CALL, CLEMENT y SHARP, 2013**, "Inside the Black-Box of *sell-side* financial analysts", University of Texas
- COHN y JUERGENS, 2012** "How Much Do Analysts Influence Each Other's Forecasts?" University of Texas
- COMIN, DMITRIEV, y ROSSI-HANSBERG, 2012**, "The Spatial Diffusion of Technology", CEPR Discussion Paper 9208 y NBER Working Paper 18534.
- DAS, KIM y PATRO, 2011**, "On the Anomalous Stock Price Response to Management Earnings Forecasts", SSRN 1965692
- GOEDHART, RAJ, SAXENA, 2010** "Equity analysts: Still too bullish", McKinsey Corporate Finance Practice
- BEUNZA, 2004**. "Security analysts as frame-makers", Pompeu Fabra
- DOSSOU, LARDIC, MICHALON, 2004**. "Can earnings forecasts be improved by taking into account the forecast bias?", Sinopia AM
- HING y KUBIK, 2003**, "Analyzing the analysts: Career concerns and biased forecasts", *Journal of Finance* 58, pp. 313-351.
- SEDDOR, 2002**, "An explanation for unintentional optimism in analysts' earnings forecasts", *The Accounting Review* vol 77, nº4, pp. 731-753
- DREMAN, 2002**. "Bubbles and the Role of Analyst's Forecasts", *The Journal of Behavioral Finance*, 3, 1, pp. 4-14.
- CLAUS y THOMAS, 2001**. "Equity Premia as Low as Three Per Cent: Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets", *Journal of Finance*, 56, October, pp. 1629-1666. 246
- BRAV y LEHAVY, 2001**. "An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short Term Informativeness and Long Term Dynamics", Duke University, working paper.
- BROWN, 2001**, "Predicting individual analyst earnings forecast accuracy", *Financial Analysts Journal* 57, pp. 44-49.
- HARRIS y MARSTON, 2001**. "The Market Risk Premium: Expectational Estimates Using Analysts' Forecasts", University of Virginia, working paper.
- WELCH, 2001**. "The Equity Premium: Consensus Forecast Revisited", Yale School of Management, working paper.
- HONG, KUBIK y AMIT, 2000**, "Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts", *RAND Journal of Economics* 31, pp. 121-144.
- WELCH,, 2000**, "Herding among security analysts", *Journal of Financial Economics* 58: 369-396
- BOUMAN y JACOBSEN, 2000**. "The Halloween Indicator: Sell in May and Go Away, Another Puzzle", University of Amsterdam, working paper.
- BUTLER, K. C., y SARAOGU, H. 1999**. "Improving analysts' negative earnings forecasts". *Financial Analysts Journal* (Mayo), pp. 48-56.
- CHOPRA, 1998**. "Why so much error in Analysts' earnings forecasts?", *Financial Analysts Journal*, Vol. 54, No. 6 (Nov. - Dec.), pp. 35-42
- TASKER, 1998**. "Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure". *Review of Accounting Studies* 3 (1-2), pp. 137-167.



- KEANE y RUNKLE, 1998.** "Are Financial Analysts Forecasts of Corporate Profits Rational?", *Journal of Political Economy*, 106, August, pp. 768-806.
- WOMACK, 1998.** "Do Brokerage Analyst's Recommendations Have Investment Value?", *Journal of Finance*, March, pp. 137-167.
- LANDER, ORPHANIDES, y DOUVOGIANNIS, 1997.** "Earnings Forecasts and the Predictability of Stock Returns: Evidence from Trading the S&P", *Journal of Portfolio Management*, 23, 4, Summer, pp. 24-35.
- SIEGEL y THALER, 1997.** "Anomalies: The Equity Risk Premium Puzzle", *Journal of Economic Perspectives*, 11, Winter, pp. 191-200.
- OLSEN, 1996.** "Implications of herding behavior for earnings estimation, risk assessment and stock returns", *Financial Analyst Journal*, Vol. 52, No. 4 (July – August), pp. 37-51
- HWANG, JAN. y BASU, 1996.** "Loss firms and analysts' earnings forecast errors. The Journal of Financial Statement Analysis (Winter): pp. 18-30.
- ENGEL, 1996.** "The Forward Discount Anomaly and the Risk Premium: A Survey of Recent Evidence", *Journal of Empirical Finance*, 3, pp. 123-192.
- HAUGEN y JORION, 1996.** "The January Effect: Still There After All These Years", *Financial Analysts Journal*, 52, 1, Jan.-Feb., pp. 27-31.
- FAMA y FRENCH, 1995.** "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, 50, March, pp. 131-155.
- DREMAN y BERRY, 1995.** "Analyst forecasting errors and their implications for security analysis", *Financial Analyst Journal*, Vol. 51, No. 3 (May – June), pp. 30-41.
- KAPLAN y RUBACK, 1995.** "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, September, pp. 1059-1093.
- PREVITS, G. J., BRICKER, R. J., ROBINSON, T. R., y YOUNG S.J., 1994.** A content analysis of *sell-side* financial analyst company reports. *Accounting Horizons* 8, pp. 55-70.
- TRUMAN, 1994,** "Analyst forecasts and herding behaviour", *Review of Financial Studies* 7, pp. 97-124.
- TREYNOR, 1994.** "The Invisible Costs of Trading", *Journal of Portfolio Management*, 21, 1, Fall, pp. 71-78.
- LAKONISHOK, SHLEIFER, y VISHNY, 1994** "Contrarian Investment, Extrapolation and Risk", University of Chicago
- CABALLERO y JAFFE, 1993,** "How High Are the Giants' Shoulders: An Empirical Assessment of Knowledge Spillovers and Creative Destruction in a Model of Economic Growth", *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge. MA: MIT Press.
- FRANCIS y PHILBRICK, 1993.** "Analysts' decisions as products of a multi-task environment". *Journal of Accounting Research* 31 (2), pp. 216-230.
- BROWN, 1993.** "Earnings Forecasting Research: Its Implications for Capital Markets Research", *International Journal of Forecasting*, September, pp. 295-320.
- HARRIS y MARSTON, 1992.** "Estimating Shareholder Risk Premia Using Analysts' Growth Forecasts", *Financial Management*, Vol.21, N.2, Summer, pp. 63-70.
- BROWN y KIM, 1991.** "Timely Aggregate Analysts Forecasts as Better Proxies for Market Earnings Expectations", *Journal of Accounting and Economics*, 29, 2, Autumn, pp. 382-385.
- KIM y STARTZ, 1991.** "Mean Reversion in Stock Prices: A Reappraisal of the Empirical Evidence", *Review of Financial Studies*, 58, pp. 515-528.
- CECCHETTI, LAM, y MARK, 1990.** "Mean Reversion in Equilibrium Asset Prices", *American Economic Review*, 80, February, pp. 21-45.
- SCHARFSTEIN, y STEIN, 1990,** "Herd behavior and investment", *American Economic Review* 80, pp. 465-479.
- HARRIS, 1988.** "Using Analysts' Growth Forecasts to Estimate Shareholders Required Rates of Return", *Financial Management*, Spring, pp. 58-67.
- O'BRIEN, 1988.** "Analyst's Forecasts as Earnings Expectations", *Journal of Accounting and Economics*, 10, pp. 53-83



- POTERBA y SUMMERS, 1988.** "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications", *Journal of Financial Economics*, 22, October, pp. 26-59.
- DIMSON, 1988.** "Stock Market Anomalies", Cambridge University Press.
- THALER, 1987.** "The January Effect", *Journal of Economic Perspective*, 1,1, pp. 197-201.
- DIMSON y MARSH, 1986.** "Event Study Methodologies and the Size Effect", *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 113-142.
- LAKONISHOK y SHAPIRO, 1986.** op. cit. POTERBA y SUMMERS, 1986. "The Persistence of Volatility and Stock Market Fluctuations", *American Economic Review*, 76, 5, December, pp. 1142-1151.
- COGGIN y HUNTER, 1985.** "Are High-Beta, Large-Capitalization Stocks Overpriced?", *Financial Analysts Journal*, 41, 6, pp. 70-71.
- ASHTON y ASHTON, 1985.** "Aggregating Subjective Forecasts: Some Empirical Results", *Management Science*, December, pp. 1499-1508.
- GIVOLY y LAKONISHOK, 1984.** "Properties of Analysts' Forecasts of Earnings: A Review and Analysis of the Research", *Journal of Accounting Literature*, vol. 3, Spring, pp. 117-152.
- KEIM, 1983.** "Size-related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 12, June, pp. 13-32.
- ELTON, GRUBER y GULTEKIN, 1981.** "Expectations and Share Prices", *Management Science*, 27, pp. 975-987.
- BROWN y ROZEFF, 1978.** "The Superiority of Analysts: Forecasts as Measures of Expectations", *Evidence from Business*, 33, 1, pp. 1-16.
- CLINTON, 1977.** "How Good is Institutional Brokerage Research?" *Journal of Portfolio Management* pp. 26-31.
- ELTON y GRUBER, 1972.** "Earnings Estimates and the Accuracy of Expectations Data", *Management Science*, 18, pp. 409-424.
- ZARNOWITZ, 1967.** "An Appraisal of Short Term Economic Forecasts", New York, NBER, Univ. of Chicago Press.

