

Un buen número de situaciones y agentes desafían cada día la racionalidad que sustenta la hipótesis de eficiencia de los mercados

LA PERFECTA IMPERFECCIÓN DE LOS MERCADOS

A pesar de las críticas, las puntuales ineficiencias constatadas y la moderna teoría conductista acerca del comportamiento de las finanzas y los mercados, no se ha conseguido desarrollar un cuerpo de conocimiento explicativo tan sólido como el surgido de los postulados enunciados entre 1952 y 1973 por Markowitz, Sharpe, Miller, Modigliani, Fama y otros padres de lo que sorprendentemente calificamos ya cómo teoría clásica de finanzas, mercados y valoración de activos. Lo cierto es que un recorrido por las fallas más conocidas de la hipótesis de los mercados eficientes, las teorías que tratan de interpretarlas y las fórmulas que utilizan un buen número de gestores para capturar rentabilidades adicionales de las mismas, permite visualizar el atractivo de los mismos en su condición de catalizador de infinitos comportamientos humanos. Un organismo imperfecto perfectamente preparado para dar respuesta a las expectativas de muchos inversores.

ANDREU GUILANYÀ MERCADÉ ⁽¹⁾

La teoría financiera clásica de los mercados planteaba racionalidad y eficiencia. Los agentes son racionales y, por tanto, los mercados eficientes; a partir de la racionalidad podíamos explicar de forma elegante y completa el comportamiento de la rentabilidad y el riesgo. La existencia de anomalías, sin embargo, pone en entredicho estos presupuestos y pone en duda que los precios del mercado reflejen por completo toda la información. El intento de salvar la teoría clásica de Fama y French, incorporando

las anomalías a la valoración como fuentes adicionales de riesgo, no parece ser una explicación ampliamente aceptada.

La explotación de las ineficiencias de los mercados parte de un anhelo humano perfectamente racional: a todos nos gustaría conocer reglas que nos permitieran obtener rentabilidades extraordinarias, en este caso en la Bolsa. ¿Tenemos que invertir en acciones grandes o en pequeñas?. ¿Da lo mismo en que momento del año se invierte?. ¿Invertimos en acciones con PER alto o bajo?. ¿Quién gana en las OPAS?. La respuesta a estas preguntas no es única pero la literatura

financiera que versa sobre estudios del comportamiento de las rentabilidades de las acciones proporciona pistas interesantes.

Las reglas de inversión identificadas por la literatura financiera y que permiten obtener rentabilidades extraordinarias se conocen como anomalías de mercado. Se denominan anomalías porque entran en contradicción con la eficiencia de mercado. A pesar de que resulta difícil aceptar que el mercado en su conjunto sea ineficiente, una de las razones de existencia de los hedge funds es la explotación de estas ineficiencias. Intuitivamente se infiere que la causa de las inefi-

ciencias viene, al menos en parte, derivada del comportamiento de los agentes que operan, que no son tan racionales como la eficiencia de mercado exigiría. La rama de las finanzas conocida como behavioral finance, o finanzas del comportamiento, estudia el comportamiento de los inversores y cómo su irracionalidad induce a ineficiencias en la formación de precios.

El objetivo de este artículo es revisar de forma sucinta la literatura sobre cuáles son las anomalías del mercado, cómo las explotan las distintas estrategias de los hedge funds y el origen de la irracionalidad de los agentes.

LAS ANOMALÍAS DE MERCADO

Una anomalía consiste en la identificación de patrones de comportamiento en los precios de las acciones cotizadas. El aprovechamiento de estos patrones anómalos permite generar retornos superiores a los que obtendríamos en el mercado asumiendo un mismo nivel de riesgo.

La existencia de anomalías contradice uno de los postulados básicos de la hipótesis de eficiencia de mercado, en el cual riesgo y rentabilidad deben ir siempre unidos. En un mercado eficiente las rentabilidades de los

activos siguen un camino aleatorio e impredecible, y por tanto, el mejor estimador del precio futuro del precio es el precio actual.

A continuación se describen diversas de las anomalías que han sido observadas en los mercados bursátiles y han ido ganando en relevancia y popularidad entre los agentes del mercado a lo largo de los últimos años.

EL EFECTO ENERO

La existencia de retornos anormalmente superiores en el mercado bursátil durante el primer mes del año - enero - en comparación al resto de meses del ejercicio, sin que el riesgo asumido justifique completamente el dife-

Algunos casos de anomalías reseñables constatadas

COMPORTAMIENTO DEL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL

El objetivo de este apartado es reflexionar sobre el grado de eficiencia que presenta la Bolsa en España. Con dicho propósito, se han revisado diversos de artículos publicados a lo largo de los últimos años acerca del mercado bursátil español en relación a las anomalías que en éste han aparecido. Asimismo, en algunos casos y con el objeto de certificar su existencia, se han utilizado datos elaborados por el propio autor. En algunos casos se han utilizado cálculos y datos, presentando, en algunos casos, datos de elaboración propia que respaldan dicha existencia.

1 Estacionalidad diaria

Son diversos los autores que han buscado comportamientos estacionales diarios en el nuestra Bolsa. En esta línea, encontramos a Amado Peiró (1994), quien analiza el mercado bursátil español para un período comprendido desde el 3 de enero de 1985 hasta el 31 de diciembre de 1993, para un total de 2134 observaciones. En el período analizado, el mercado español muestra un fuerte componente de esta-

cionalidad diaria. En concreto, los lunes presentan un retorno anormalmente elevado en comparación con el resto de días de la semana.

No obstante, el patrón tiende a desaparecer a partir de Noviembre de 1991, fecha a partir de la cual el sistema de liquidación de los valores cambia. El sistema hasta entonces utilizado parecía constituir la causa principal del fenómeno, puesto que incentivaba la adquisición de títulos en lunes y la venta de los mismos el último día de la semana, momento en que se debía satisfacer el importe monetario de la adquisición.

2 Momentum

Forner y Marhuenda (2003) estudian evidencias de la existencia del momentum en el mercado español, analizando un período que comprende desde enero de 1963 hasta diciembre de 2000, lo cual equivale a un total de 456 meses. El número de títulos de la muestra oscila entre los 78 iniciales y los 145 finales. Considerando períodos de formación y mantenimiento de 3, 6, 9 y 12 meses, se

ha obtenido evidencia de la existencia de un fuerte efecto momentum en el mercado español para el período analizado. No obstante, cabe matizar que es en la primera parte del mismo, el comprendido entre enero de 1963 y diciembre de 1981, donde éste se muestra especialmente acentuado y robusto. A partir de entonces se debilita, y termina prácticamente desapareciendo en la época de los noventa.

3 Anuncios sorpresa

Forner, Marhuenda y Sanabria (2004) estudian la tendencia post-anuncio de beneficios en el mercado bursátil español. Analizan un periodo que abarca desde enero de 1992 hasta diciembre de 2003. Se han utilizado datos referentes a fechas de anuncios de beneficios trimestrales, datos contables de ba-





Las reglas de inversión identificadas por la literatura financiera y que permiten obtener rentabilidades extraordinarias se conocen como anomalías de mercado. Se denominan anomalías porque entran en contradicción con la eficiencia de mercado.

rencial entre los distintos rendimientos, constituye el denominado efecto enero.

Se trata de una de las anomalías más populares entre los inversores particulares. Probablemente sea por ello que, dicha anomalía parece haber desaparecido, al menos tal y como fue concebida en un principio; cuando en el mercado son muchos los inversores que conocen su existencia, empiezan a explotarla hasta que los retornos derivados de la misma vuelven a sus niveles esperados. Mientras que una parte importante de la comunidad financiera defiende su completa desaparición, otros afirman que se ha adelantado. Es decir, el mercado descuenta la futura subida del primer mes del ejercicio, en el último o dos últi-

mos meses del ejercicio anterior, adelantándose de forma previa a las mismas.

Aunque son diversas las causas que pueden explicar el fenómeno, el mismo podría deberse principalmente a la reestructuración de carteras llevada a cabo por los gestores de los grandes fondos de inversión al cambiar de ejercicio. En otras palabras, en los primeros

compases del año las cotizaciones se ven impulsadas al alza puesto que todos los capitales que el ejercicio anterior han deshecho sus posiciones en pérdidas para recuperar parte de las mismas fiscalmente, vuelven a tomar posiciones compradoras en el mercado.

No obstante, durante los últimos ejercicios parece que el efecto enero se ha adelantado a finales del ejercicio, posiblemente a causa del conocido efecto maquillaje. Tanto las propias compañías cotizadas como los fondos de inversión, suelen intentar conducir el precio de la acción hacia cotas elevadas de cara a final del ejercicio, con el propósito que las rentabilidades anuales que se publiquen con posterioridad, por ejemplo en los infor-

lance, predicciones de consenso por parte de analistas sobre dichos beneficios, rentabilidades mensuales y diarias, y cifras de capitalización bursátil.

Tras realizar un análisis comparativo entre rentabilidades esperadas ajustadas por riesgo, se ha constatado que mediante la utilización de la estrategia PAD⁽¹⁾, pueden obtenerse retornos anormalmente elevados en los meses posteriores a la publicación de resultados trimestrales por parte de las compañías cotizadas en el mercado español.

Ninguno de los dos modelos propuestos por la teoría financiera clásica, ni el CAPM ni el modelo de Fama y French, consigue explicar la persistencia de dichos retornos en relación a los niveles de riesgo asumidos.

Entrada y salida del índice selectivo

Gómez Sala e Yzaguirre (2003), estudian el efecto precio en las revisiones del índice selectivo bursátil espa-

ñol de referencia, Ibex35. Analizan un período que abarca desde enero de 1991 hasta diciembre de 1998, comprendiendo un total de 26 entradas y 22 salidas, distribuidas en 13 revisiones. Los días de cómputo entre el anuncio y el cambio efectivo varían en cada una de las revisiones analizadas. El número medio de días para las altas es de 7,5 y para las bajas de 8.

Los resultados obtenidos apoyan la hipótesis de presión sobre los precios como explicación de los efectos provocados por las revisiones del índice. Así pues, los mismos son atribuibles a los fondos de gestión pasiva, y no a otras causas como las perspectivas futuras o las variaciones de liquidez.

En definitiva, que los valores que van a formar parte del índice muestran un efecto precio positivo en el día inmediatamente siguiente así como en los posteriores al anuncio de la revisión. No obstante, dicho efecto acaba revirtiendo de forma parcial, aproximándose a los niveles anteriores al anuncio.

Por su parte, los valores que van a dejar de formar parte del índice muestran un efecto precio negativo inmediatamente siguiente así como en los posteriores al

anuncio de la revisión. No obstante, dicho efecto acaba revirtiendo de forma completa, volviendo a los niveles anteriores al anuncio.

Operaciones corporativas

Farinós, García e Ibáñez (2003), estudian la existencia de inversores que utilizan información confidencial en el mercado español para su enriquecimiento personal. El período analizado abarca desde enero de 1990 hasta diciembre de 2002, comprendiendo un total de 54 anuncios de ofertas públicas de adquisición (OPA). Los resultados obtenidos ponen en duda la efectividad del control del uso de información privilegiada que ejerce la CNMV sobre los agentes del mercado. En efecto, aparece evidencia estadística significativa de retornos anormalmente elevados en los días previos al anuncio de operaciones de OPA, los cuales reflejan la existencia de participantes informados que sacan partido de su posición ventajosa y operan en el mercado.

Notas: (1) Estrategia consistente en comprar aquellos títulos con sorpresa favorable en los anuncios de beneficios, y vender al descubierto los que hayan tenido sorpresa desfavorable.



mes anuales presentados a sus partícipes o accionistas, sean lo más atractivas tanto para fidelizarlos, como para atraer a nuevos inversores potenciales.

EL EFECTO LUNES

La existencia de retornos anormalmente inferiores en el mercado bursátil durante el primer día de la semana - lunes - en comparación al resto de días de la semana, sin que el riesgo asumido justifique completamente el diferencial entre los distintos rendimientos, se conoce como efecto lunes.

A menudo, el efecto lunes suele englobarse dentro de otro más amplio, denominado efecto fin de semana, el cual plantea la existencia de retornos anormalmente elevados la última sesión bursátil hábil de la semana.

Aún hoy sigue habiendo un número elevado y mayoritario de defensores a ultranza de la eficiencia de mercado, frente a ellos y cómo un contrapunto relativamente novedoso, se yerguen los resultados conseguidos por los hedge funds

Aunque las causas explicativas del fenómeno son muy diversas, el efecto fin de semana suele atribuirse a las particularidades que presenta la microestructura de los distintos mercados. Encontramos pues explicaciones variadas como por ejemplo: los distintos plazos de liquidación de las acciones para los distintos días⁽²⁾, la asimetría temporal en la publicación de la información⁽³⁾ y la concentración de ciertas decisiones de los inversores en el fin de semana⁽⁴⁾.

SOBRERREACCIÓN A LA INFORMACIÓN

La existencia de la sobrerreacción a la información implica que las cotizaciones que se han movido en una cierta dirección a lo largo de un plazo medio de tiempo, acaban revirtiendo⁽⁵⁾. También es conocida como reversión a la media: después de un cierto período temporal, la tendencia de las cotizaciones se invierte, pasando a moverse en la dirección contraria. La duración de este nuevo movimiento suele asemejarse notablemente a la del anterior.

La causa más plausible que puede explicar la anomalía que nos ocupa, es de carácter psicológico. Es decir, muy probablemente, los elevados retornos obtenidos de forma reiterada se derivan de un sentimiento excesivamente optimista sobre las expectativas de las compañías por parte de los agentes que operan en el mercado. Por el contrario, también es la existencia de un sentimiento excesivamente negativo hacia las compañías perdedoras por parte de los agentes, lo que conduce a estas a tener un retorno por debajo del resto de compañías cotizadas.

MOMENTUM

El hecho de que las cotizaciones que se han movido en una dirección durante un plazo corto de tiempo sigan haciéndolo en la

misma dirección, es conocido como momentum⁽⁶⁾. En otras palabras, los precios continúan en la misma y reciente tendencia de corto plazo dado que todo movimiento lleva consigo asociado un cierto grado de inercia. La duración de dicho movimiento de continuación, suele asemejarse notablemente a la del anterior del cual se deriva.

Esta anomalía presenta una diferencia notable con la sobrerreacción a la información, anomalía expuesta anteriormente, dado que ambas presentan un efecto contrario en lo que a movimiento de precios de la acción se refiere. La razón que justifica dicha diferencia yace en el plazo de tiempo durante el cual se producen ambos fenómenos; mucho más reducido para el momentum que para la sobrerreacción.

Una vez más, debemos atribuir al factor psicológico del comportamiento de los inversores que intervienen en el mercado, la razón principal que justifica la existencia del fenómeno que nos ocupa. Contrariamente a lo que sucedía en la anterior anomalía analiza-

da, el mercado reacciona con retraso a la información que va apareciendo de forma sucesiva. Por tanto, los agentes están actuando de forma irracional, dado que es la propia inercia de los precios la que se erige en el factor causante de los movimientos en las cotizaciones.

ACCIONES DE VALOR (VALUE STOCKS) VS ACCIONES DE CRECIMIENTO (GROWTH STOCKS)

Uno de los múltiples criterios utilizados para clasificar las compañías cotizadas, consiste en diferenciar entre las compañías de tipo valor y de tipo crecimiento. La existencia de la presente anomalía se sostiene en el hecho de que el grupo de las primeras presenta unos rendimientos notablemente superiores al de las segundas en un horizonte temporal de medio y largo plazo, sin que el riesgo asumido justifique completamente el diferencial entre ambos rendimientos.

Ahora bien, veamos como podemos distinguir entre las compañías de una y otra naturaleza. Algunos de los ratios más comúnmente utilizados para ello son el PER, la rentabilidad por dividendo, el precio / valor contable y el precio / cash flow. Según estos indicadores las compañías de tipo valor presentarán ratios PER relativamente bajos, rentabilidades por dividendo relativamente altas, y ratios precio / valor contable y precio / cash flow relativamente bajos. Por el contrario, las compañías de crecimiento presentarán ratios PER relativamente elevados, rentabilidades por dividendo nulas o relativamente bajas, y ratios precio / valor contable y precio / cash flow relativamente elevados.

No obstante, con este mismo propósito de clasificación, a veces se utilizan criterios no estrictamente contables como la beta equity del modelo CAPM. Mientras que en las compañías de tipo crecimiento ésta es superior a la unidad, en las compañías de tipo valor es inferior a dicha cifra.

Muy probablemente, la razón fundamental que puede explicar este fenómeno está relacionada con las expectativas que los participantes del mercado tienen sobre las compañías cotizadas. Es decir, los inversores no

analizan la información aparecida en el mercado de forma completamente racional. En efecto, éstos están dispuestos a pagar unos múltiplos más elevados por aquellas empresas que tienen mejores expectativas, las cuales acaban no alcanzándose en la mayoría de los casos, hecho que acaba repercutiendo de forma negativa sobre las cotizaciones futuras de las compañías de crecimiento.

EFFECTO TAMAÑO

Otro de los criterios utilizados para clasificar las compañías cotizadas consiste en diferenciar entre las compañías pequeñas y grandes en función de su capitalización bursátil, entendiéndose como tal, el resultado de multiplicar el número de acciones por el precio de cada una de ellas.

La existencia de la presente anomalía explica que el grupo de las primeras presenta unos rendimientos notablemente superiores al de las segundas, sin que el riesgo asumido justifique completamente el diferencial entre ambos rendimientos.

La principal causa que puede explicar la existencia de la anomalía que nos ocupa es la falta de seguimiento y análisis de las pequeñas compañías por parte de los grandes agentes que mueven el mercado. Es decir, un importante número de compañías de pequeña capitalización suelen estar infravaloradas hasta que algún operador importante se interesa por ellas, momento a partir del cual su cotización empieza a ajustarse a su valor. En este sentido, podría perfectamente quedar aquí incluida la anomalía conocida como efecto empresa olvidada.

ANUNCIOS SORPRESA

La presente anomalía⁽⁷⁾ se fundamenta en que las cotizaciones de las compañías que tienen anuncios sorpresa en relación a lo que el mercado esperaba, bien sea en un sentido positivo, o bien sea en un sentido negativo, presentan retornos en sus cotizaciones anormalmente elevados, para el primer caso, o anormalmente reducidos para el segundo.

La tipología de dichos anuncios es de lo más variada; cambios en los resultados espe-



rados, en la política de reparto de dividendos o pay-out, en la política de autocartera o recompra de acciones propias, entre muchas otras.

Por enésima vez, la principal causa que puede explicar el fenómeno que nos ocupa es de carácter psicológico. En efecto, este tipo de reacción por parte del mercado puede explicarse porque los agentes que operan en el mercado acaban siendo influidos por sus sentimientos hacia las compañías cotizadas a la hora de tomar sus decisiones de inversor. En el caso de los anuncios positivos, pecan de excesivo optimismo o agresividad, mientras que en el caso de los anuncios negativos, pecan de excesivo pesimismo o conservadurismo.



ENTRADAS Y SALIDAS DEL ÍNDICE SELECTIVO

Las periódicas revisiones que los comités encargados de que los índices selectivos mantengan su representatividad del mercado realizan, comportan la aparición de la anomalía⁽⁸⁾ que nos ocupa. Las compañías cotizadas que van a ser objeto de incorporación al índice presentan unos retornos anormalmente elevados entre la fecha en que se anuncia que van a pasar a formar parte del mismo, y la fecha en la cual dicha entrada se hace efectiva. Por el contrario, las compañías cotizadas que van a abandonar el índice selectivo en cuestión presentan unos retornos anormalmente reducidos en ese mismo período de tiempo al que hacíamos referencia.

De manera similar a lo que apuntábamos cuando exponíamos el efecto enero, la causa del origen del movimiento puede ser atribuida a los gestores de los grandes fondos de inversión, que son los agentes del mercado que, a la postre, terminan teniendo una mayor influencia en los movimientos del mismo. Así pues, las carteras de los fondos de inversión cuyo objeto sea replicar los índices selectivos se desprenderán de los títulos salientes para poder tomar posiciones en los títulos entrantes. La presión vendedora sobre los primeros explicaría las caídas que estos presentan, mientras que el interés comprador por los segundos explicaría las alzas de los mismos.

OPERACIONES SOCIETARIAS

La última de las anomalías⁽⁹⁾ que presentamos se sostiene en la existencia de retornos anormalmente elevados o reducidos en las cotizaciones de las compañías que se ven envueltas en operaciones corporativas durante los días previos al anuncio de las mismas.

El estudio de este tipo de operaciones puede resultar de cierta utilidad para determinar el grado de eficacia con el que actúan las entidades reguladoras de los distintos mercados, puesto que una de sus funciones principales es justamente controlar el abuso en el uso de este tipo de información. Es decir, el fracaso o el éxito de dichas entidades pueden ligarse íntimamente al grado de eficiencia que, a este nivel, presentan los mercados que supervisan.

Muy probablemente esta sea una de las

pocas anomalías que no se explica por una causa puramente psicológica. Tanto es así que la explicación detrás de la misma es totalmente racional. Es decir, la información privada permite a los agentes que disponen de ella, ajustar las cotizaciones, y por tanto descontarla en los precios mucho antes que el resto del mercado, aprovechándose, pues, de su situación privilegiada.

BUSCADORES DE INEFICIENCIAS

A pesar de esta letanía de puntuales fallas en la hipótesis de racionalidad eficiente de los mercados, aún hoy sigue habiendo un número elevado y mayoritario de defensores a ultranza de la eficiencia de mercado, los cuales sostienen que no existen posibilidades de explotación sistemática de la información. Frente a ellos y cómo un contrapunto relativamente novedoso, se yerguen los resultados conseguidos por un colectivo inversor que a lo largo de la historia más reciente de los mercados, ha conseguido generar, de forma recurrente, retornos superiores a los del mercado. Se trata de los hedge funds, que han dejado en evidencia los modelos de valoración de activos de la teoría financiera clásica y de gestión de carteras, batiendo de forma sistemática a los mercados en la realidad.

Los hedge funds surgen en EE.UU. a finales de los años 40 como respuesta a las instituciones de inversión colectiva o fondos de inversión tradicionales. Estas entidades tienen como principal objetivo generar rendimientos absolutos positivos, independientemente del movimiento de los mercados. Con dicho propósito, utilizan instrumentos tales como derivados y ventas al descubierto para poder beneficiarse también de mercados moviéndose a la baja. Así pues, la clave de los resultados obtenidos por el fondo reside en la habilidad del gestor y no en el comportamiento del mercado.

Buscan construir carteras que presenten



un grado de correlación nulo o lo más bajo posible con los índices de referencia del mercado. Es por ello que muchos inversores les consideran como un instrumento útil para obtener un mayor grado de diversificación en su cartera.

Es poco habitual que las estrategias de inversión utilizadas por el gestor sean desveladas, puesto que ello comportaría que otros gestores o agentes del mercado las llevaran a cabo, reduciendo los potenciales retornos derivados de las mismas. Se trata, pues, de fondos con muy poca transparencia, dado que también suele resultar seriamente complicado realizar una valoración de sus posiciones globales.

ESTRATEGIAS MÁS COMUNES

En líneas generales, las estrategias que más comúnmente utilizan los gestores de este tipo de fondos de inversión son las conocidas como “Relative Value”, “Even-Driven” y “Oportunistas”. Las primeras son aquellas que intentan extraer beneficios de las ineficiencias del mercado así como de errores en la valoración de activos financieros. Pretenden capturar la diferencia entre la cotización del activo en el mercado y el valor teórico del mismo según el propio análisis realizado. Incluyen arbitrajes tanto de bonos convertibles como de renta fija, juntamente con estrategias de tipo equity market neutral.

En cuanto a las “Event-driven”, pretenden sacar provecho de la concurrencia de un hecho extraordinario en el mercado, concentrándose en compañías envueltas en operaciones societarias tales como reestructuraciones, fusiones, OPAS, procesos de liquidación o quiebra, entre otras. Además de incluir todo tipo de arbitrajes, como por ejemplo los centrados en ecuaciones de canje, o también usar estrategias de compra de bonos de alta rentabilidad o junk bonds.

Por último, la estrategia “Oportunista” apuesta fuertemente por el movimiento del mercado en una dirección concreta. A diferencia de las dos anteriores, su posición global no presenta habitualmente una beta prácticamente plana. También toman posiciones en relación a la volatilidad de los mercados, y, en otros casos, buscan explotar ineficiencias en mercados emergentes.

Una vez repasadas tanto las características fundamentales como la operativa empleada, podemos concluir que los resultados obtenidos se derivan principalmente de la explotación de ineficiencias y oportunidades de arbitraje que se presentan en los mercados, sin olvidar, no obstante, un componente especulativo también notable, especialmente en la última de las tipologías presentadas. Es decir, la existencia de los hedge funds parece entrar en seria contradicción con la hipótesis de la eficiencia de los mercados, puesto que para generar elevados retornos, justamente éstos se están aprovechando de la falta de inmediatez en el ajuste de las cotizaciones de mercado que precisamente dispone las bases de la misma.

Sin embargo, parece que la ingente cantidad de capitales que están absorbiendo estos fondos puede poner en peligro los brillantes resultados obtenidos a lo largo de los últimos años. En efecto, suponiendo que el número de ineficiencias permanece constante, un mayor número de gestores intentando sa-



car provecho de las mismas comportará una importante reducción en los resultados obtenidos. Podemos constatar, pues, que este tipo de fondos ha presentado un comportamiento relativo peor que el de los principales índices de referencia del mercado durante los dos últimos años, síntoma del deterioro de sus rendimientos.

NUEVAS TENDENCIAS EN LA MODELIZACIÓN DEL COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS: BEHAVIORAL FINANCE

La teoría clásica planteaba racionalidad y eficiencia. Los agentes son racionales y, por tanto, los mercados eficientes; a partir de la racionalidad podíamos explicar de forma elegante y completa el comportamiento de la rentabilidad y el riesgo. La existencia de anomalías, como comentábamos, pone en jaque la eficiencia del mercado; los precios del mercado no reflejan por completo toda la información. El intento de salvar la teoría clásica de Fama y French, incorporando las anomalías a la valoración como fuentes adicionales de riesgo, no parece ser una explicación ampliamente aceptada.

Las anomalías, junto con el hecho de que siempre han existido, y siguen existiendo, inversores que han obtenido rentabilidades extraordinarias ha hecho que se replantea la forma en qué los agentes toman decisiones: los agentes no son completamente racionales, sino que son humanos y también tienen en cuenta lo que les dicta el corazón. Este es el planteamiento del Behavioral Finance o teoría de las finanzas conductistas. Constituye, hasta el momento, la explicación más racional a la cada vez más aceptada existencia de agentes irracionales en el mercado.

A continuación, presentamos algunos ejemplos⁽¹⁾ que evidencian la influencia de factores psicológicos que alteran la racionalidad absoluta en la toma de decisiones de inversión. Hemos creído conveniente, en función de la causa que genera la distorsión, distribuir las situaciones en dos grupos bien diferenciados, los cuales serán debidamente presentados. Los ejemplos se basan en la in-

ANOMALÍAS vs EFICIENCIA: UN RESUMEN ⁽¹⁾

- >>> La racionalidad de los agentes y la búsqueda de la maximización de la utilidad, juntamente con la hipótesis de la eficiencia de mercado postulada por Eugene F.Fama a finales de los 60 constituyen conceptos fundamentales para el desarrollo de los modelos de valoración de activos financieros de la teoría financiera clásica: el CAPM y la APT.
- >>> El CAPM y la APT consideran que los diferenciales de rentabilidad que proporcionan los diversos activos financieros cotizados en el mercado se deben a las diferencias de contribución al riesgo sistemático. El riesgo no sistemático se puede evitar mediante la diversificación. No obstante, todo inversor corre un riesgo sistemático por invertir en el mercado que no es posible diversificar; este es el único riesgo que está retribuido.
- >>> Con la aparición de las anomalías de mercado durante los años 80, se empieza a cuestionar la validez de los modelos clásicos. Se empieza a pensar en la falta de racionalidad absoluta en las decisiones de los agentes, y la psicología del inversor empieza a perfilarse como un elemento a tener en cuenta en la elaboración de modelos explicativos del comportamiento de los mercados.
- >>> El modelo de Fama y French, construido en los años 90, pretende dar respuesta a la aparición de las anomalías, buscando fuentes de riesgo adicionales a los de los modelos clásicos. No obstante, la evidencia empírica parece demostrar que los mercados no son completamente eficientes y que los modelos de valoración de la teoría financiera clásica no pueden explicar por completo su comportamiento.
- >>> Resulta tremendamente complicado batir a los mercados bursátiles de forma sistemática, como así lo demuestra que solamente un muy reducido número de inversores lo ha conseguido. Los hedge funds, constituyen buen ejemplo de ello: tras haber cosechado éxitos en el pasado reciente, muestran un notable deterioro en sus rendimientos de los últimos ejercicios.
- >>> El mercado bursátil español no escapa a las anomalías de mercado. En efecto, diversos son los autores que han detectado comportamientos regulares en nuestro mercado. Destacan especialmente, en cuanto a número de publicaciones, Marhuenda y Forner de la Universidad de Alicante.
- >>> Se hace complicado quedarse solamente con la visión que de los mercados bursátiles ofrece la teoría financiera clásica, o solamente con la propiciada por las finanzas conductistas. Parece razonable asumir que los modelos de valoración clásicos permiten explicar buena parte del comportamiento de los mercados bursátiles. Sin embargo, tampoco debe perderse de vista, en determinadas situaciones de mercado, las explicaciones que nos proponen las finanzas conductistas. Por tanto, me parece sensato pensar en las dos teorías como complementarias, y no como mutuamente excluyentes.

Notas: (1) Resumen de conclusiones alcanzadas por Andreu Guilanyá en la Tesina que da origen al artículo central de este tema de portada.

formación de Hersh Shefrin, incluida en su obra "Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing", editada por Harvard Business School Press en el año 2000.

SESGOS DE COMPORTAMIENTO INDUCIDOS POR LA EXPERIENCIA

En este primer grupo, podemos incluir todas aquellas situaciones en las que los inversores se ven condicionados por los principios generales que han desarrollado por sí mismos a lo largo de los años. Se trata de escenarios en que éstos, se dejan llevar por reglas que extraen de sus experiencias pasadas a la hora de tomar decisiones de inversión.

El primer sesgo es lo que conocemos como Representatividad que consiste en hacer juicios en función de estereotipos mentales que se han ido creando como resultado de las experiencias vividas por el individuo. El segundo se denomina Sobre confianza y se trata de la excesiva confianza que inversores y analistas tienen en las predicciones que realizan, lo cual se traduce en la realización de intervalos de predicción muy estrechos que suelen conducir a errores de notable calado. En una situación de sobre confianza, el valor máximo del intervalo suele hallarse muy por debajo del valor real, mientras que el valor inferior suele ser demasiado elevado en relación al valor real.

Otro sesgo reconocido es el del Anclaje y Conservadurismo. Los inversores y analistas suelen quedarse "anclados" en la imagen que tienen concebida de la compañía en el pasado, y les cuesta asimilar los cambios que en las mismas se van produciendo. Es decir, en muchas ocasiones las cotizaciones no terminan de reflejar de forma inmediata la nueva información que aparece en el mercado, puesto que los participantes muestran cierta resistencia al cambio.

También está reconocida por la teoría académica la Aversión a la ambigüedad. Los inversores prefieren invertir en empresas que conocen que en empresas que desconocen⁽⁴⁾, es decir, tienen miedo de apostar su dinero en



compañías que les son desconocidas.

Y para cerrar este apartado citamos el sesgo de la Emoción y Cognición, que sugiere que una inmensa mayoría de los fenómenos relacionados con las experiencias vividas en el pasado presentan condicionantes tanto de tipo emocional, como de carácter más cognitivo. Ambos condicionantes están psicológicamente ligados en el sentido que se enmarcan dentro del desarrollo de un proceso mental.

SESGOS DERIVADOS DE LA INFLUENCIA DEL ENFOQUE

En este segundo grupo, incluimos todas aquellas situaciones en que los inversores se decantan por tomar una u otra decisión en función del marco bajo el cual éstas son presentadas. Recordemos que, los defensores de la teoría financiera tradicional, afirman que los inversores toman las decisiones independientemente de la perspectiva bajo la cual éstas se hallen encuadradas.

El primero de los sesgos reconocidos en esta categoría es el de Aversión a la pérdida. La mayoría de los inversores no soporta perder dinero tras tomar decisiones de inversión erróneas. Muchos son incapaces de vender una acción perdiendo parte del capital, lo cual convierte la especulación en inversión a largo plazo.

Hay otro conocido como Decisiones concurrentes. Se da cuando los inversores afrontan la toma de decisiones separando las distintas elecciones en diferentes cuentas mentales, lo cual provoca que no afronten la realidad global de la situación.

El Hedonic Editing es el sesgo que señala que los inversores no se comportan de mane-

ra uniforme en términos de tolerancia al riesgo, dependiendo de la situación en que se encuentren. Así por ejemplo, están dispuestos a asumir mayor riesgo cuando están en predisposición de afrontar una pérdida que cuando no lo están.

Las dos últimas situaciones que me gustaría citar para concluir este apartado y el repaso al conjunto de situaciones y anomalías que ponen en tela de juicio las hipótesis del mercado eficiente, son el Arrepentimiento y la Ilusión monetaria.

El primero es el sentimiento que experimentamos tras haber actuado de cierta forma ante una situación determinado y darnos cuenta de que no hemos elegido la solución correcta. Así se siente un inversor que acaba de vender unas acciones para comprar otras con el importe obtenido, y ve como las que acaba de vender suben con fuerza, mientras que las que acaba de adquirir se mueven justamente en la dirección contraria. En cuanto al segundo, hace referencia a la dependencia del contexto como factor que también influye en la manera en que pensamos sobre la inflación. Si bien es cierto que podemos llegar a entender como ajustar nuestro poder adquisitivo por la inflación, la manera natural de pensar el concepto es en términos nominales. Este hecho puede, pues, provocar distorsiones a la hora de tomar decisiones de forma racional. ▀

Notas

- (1) Este artículo es un extracto realizado por el propio autor de la Tesina de fin de carrera Lic&MBA - ESADE titulada "Eficiencia del mercado de capitales", realizada por él mismo bajo la supervisión de Carmen Ansotegui.
- (2) Lakonishok y Levi, 1982.
- (3) Penman, 1987.
- (4) Millar, 1987.
- (5) Ver Forner y Marhuenda, 1999.
- (6) Ver Forner y Marhuenda
- (7) Ver Forner, Marhuenda y Sanabria.
- (8) Ver: Gómez Sala e Yzaguirre, 2003.
- (9) Ver Farinós, J.E., García, C. J. e Ibáñez, A. M. (2002)
- (10) Fuente: Hersh Shefrin (2000).
- (11) Otro comportamiento que puede ser relacionado con la existencia de anomalías en el mercado, en este caso el conocido como empresa olvidada.

Cómo colofón al tema principal que ocupa la portada de este número, ofrecemos a continuación una traducción literal del artículo “Capital Ideas: from the Past to the Future” de Peter L. Bernstein, publicado en la revista “Financial Analysts Journal” en diciembre de 2005. El artículo surgió a partir de la conferencia impartida por su autor con motivo del 60º aniversario de la publicación y titulada “Reflexiones e Intuiciones: Ideas Provocadoras en Gestión de Inversiones”.

IDEAS CAPITALES EN FINANZAS: DEL PASADO AL FUTURO



PETER L. BERNSTEIN*

El cuerpo de conocimiento al que consideramos teoría financiera moderna es extraordinariamente importante. Impregna la mayor parte de lo que los analistas y gestores de inversiones hacen e influye en la manera en que pensamos, sea de forma positiva o negativa. Estoy trabajando en una revisión de “Ideas Capitales” (1992) pero sus 11 capítulos básicos – desde Harry Markowitz hasta la teoría del precio de las opciones de Black-Scholes – van a permanecer exactamente igual a como estaban en la edición original.

Se trata de una historia reveladora: en el espacio de 21 años, de 1952 a 1973, se creó prácticamente desde cero un cuerpo completo de conocimiento. Nada en la historia del pensamiento puede compararse con este torrente de ideas en tan breve espacio de tiempo. Transcurrieron siglos entre Euclides, Newton y Einstein. En lo que a la teoría económica se refiere, 160 años tuvieron que pasar entre Adam Smith y John Maynard Keynes.

Cuando empecé a trabajar en “Ideas Capitales”, una de mis inspiraciones fue el hecho de que todos los héroes estaban aún vivos. Era una oportunidad increíble.

LA TEORÍA FINANCIERA MODERNA

En esencia, las asunciones, las simplificaciones y las condiciones necesarias de la economía neoclásica no existen en el complejo mundo actual. Eugene Fama ha escrito recientemente que el modelo de valoración de activos financieros (CAPM, *Capital Asset Pricing Model*) es un triunfo teórico y un desastre empírico. En el número correspondiente al verano de 2004 de la publicación “Journal of Economic Perspectives” André Perold ofrecía una descripción del CAPM que es como una luz clara y brillante. En ese mismo número, Fama y Kenneth French criticaban duramente el modelo.

El conocido creador de las finanzas conductistas Daniel Kahneman, de la Universidad de Princeton, ha ganado un Premio Nobel, lo que nos indica que las excepciones a la teoría financiera neoclásica son muy importantes. Tenemos mercados que son muy volátiles, lo que sugiere un comportamiento irracional ocasional en los mercados desde un punto de vista macroeconómico. Por otra parte, existen numerosas manifestaciones de violaciones del modelo clásico de comportamiento del inversor que crean diariamente formaciones erróneas del precio en los mercados. De modo que, ¿cuál es el triunfo teórico? ¿Por qué nos importa a nosotros como participantes en los mercados saber, conocer y valorar este cuerpo de co-

nocimiento?

Lo que voy a contar parece sorprendente, se trata de un avance extraordinario en el pensamiento humano. Antes de Markowitz, no contábamos con una teoría genuina de gestión de carteras, sólo teníamos reglas generales y folklore. Antes de Bill Sharpe y Jack Treynor no teníamos una teoría genuina de valoración de activos, sólo reglas generales y folklore. Antes de Merton Miller y Franco Modigliani, no teníamos una teoría general de finanzas corporativas, sólo reglas generales y folklore y ningún reconocimiento del contundente y poderoso concepto de arbitraje.

M&M (1958, 1963), aunque no han sido muy criticados, sí han sido tal vez los autores más influyentes, superando incluso la importancia de la teoría de las opciones, pues fueron ellos los que afirmaron que cualquier proyecto de inversión y su correspondiente plan de financiación debe pasar una única prueba, que consiste en ver si el proyecto, tal y como está financiado, elevará el valor de mercado de las acciones de la empresa. El mercado lo sabe todo. Sólo cuando el precio de las acciones sube, la empresa está ganando por encima de su coste de capital. La teoría se desvió después en múltiples y desafortunadas direcciones, pero la idea de que el valor de la acción lo es todo – tenemos presente el precio de la acción cada día, cada minuto – ha tenido una influencia enorme.

Antes de Fama y de otros autores, no contábamos con una teoría que explicase porqué los mercados eran difíciles de batir. Yo

(*) Peter L. Bernstein es autor del libro “Capital Ideas: The improbable origins of modern Wall Street” y editor fundador de la revista “The Journal of Portfolio Management”.



De izquierda a derecha:
Harry Markowitz, Eugene Fama,
André Perold, Daniel Kahneman,
y Bill Sharpe

cuento la historia en “Ideas Capitaes”: a finales de los años 60, cuando yo trabajaba en Bernstein-Macaulay, la editora de Random House me comentó que había un tipo joven dedicado a las finanzas y extremadamente brillante que quería que yo conociese. Ese joven resultó ser Bill Sharpe. La primera vez que quedamos a comer se volvió hacia mí y me preguntó, con su adorable encanto: ¿Eres capaz de batir el mercado?. Me dejó sin habla. ¿Cómo podía alguien hacerme semejante pregunta?. No existía ni siquiera la idea de que batir el mercado pudiera ser un problema.

Antes de Black, Myron Scholes y Robert Merton, no teníamos una teoría de valoración de opciones, únicamente reglas generales y folklore. No sabíamos lo que la noción de activos contingentes traería consigo para la comprensión de la empresa, en valoración, o en cobertura de riesgos, o en la apertura de nuevas áreas a las que los gestores de inversiones pudiesen prestar atención.

Un ejemplo interesante de cómo la teoría de las opciones puede ofrecer una nueva perspectiva es la reciente “burbuja” en Nasdaq. Aparentemente era una burbuja, pero pensemos en ella en términos de opciones. El Nasdaq es un índice formado por un montón de compañías muy jóvenes que tienen un futuro más o menos incierto. Nadie sabe cuales de esas compañías van a tener éxito, pero en los años 90 el mercado estaba en ebullición y se abrían grandes posibilidades. Si pensamos en esas acciones como opciones, parecía razonable pensar que la caída era limitada, la subida ilimitada, y el índice implicaba un alto grado de incertidumbre. Como opciones, esas acciones podían haber estado muy bien valoradas en 1999. Antes del año 1973, nadie hubiera suscitado siquiera la cuestión.

Los creadores académicos de todos estos modelos saben que el mundo real difiere de los modelos, pero ellos estaban buscando un proceso, una comprensión sistemática de cómo funcionan los mercados,

cómo interaccionan los inversores y cómo puede diseñarse la composición de una cartera. Comprendieron que los mercados financieros versan sobre el concepto de capitalismo, una palabra que rara vez mencionamos. El capitalismo es un sistema dinámico, complejo, frenético, en el que siempre hay ganadores y perdedores, y dónde no se sabe a priori quién va a resultar ganador o perdedor.

Merton afirmó en 1987 que el enfoque tradicional de la teoría económica moderna consiste en separar casi por completo las teorías positivas sobre cómo nos comportamos de las teorías normativas sobre cómo deberíamos comportarnos. A pesar de toda la controversia que se suscitó en los comienzos al respecto de las pruebas empíricas, el diseño no está terminado. Se trataba de un punto de partida, del comienzo de una búsqueda, una estructura integradora desde la que poder hacer comparaciones y tener nuevas percepciones. Un proceso que ha resultado muy rico.

El modo en el que se hablaba del mercado antes de 1950 era otro mundo. Los únicos que defendían algún tipo de teoría eran Benjamin Graham y John Burr Williams. El trabajo de Williams (1938) incluía un tipo de teoría, pero con la tasa de descuento en el núcleo. El trabajo de Graham fue importante, pero era normativo, no positivo. Decía lo que uno tenía que hacer, pero no explicaba como funcionan los mercados. Ambos autores proponían teorías de valoración de activos, pero no desarrollaban el concepto más amplio de cartera de inversión.

Luego vino la teoría de Markowitz (1952). Cuando yo le entrevisté para “Ideas Capitaes” me contó como un encuentro casual con un intermediario le animó a profundizar en el análisis de operaciones a través de la investigación del mercado de valores. Markowitz no sabía nada sobre el mercado de valores y tuvo que recurrir al director de su tesis doctoral. El director tampoco sabía nada sobre el mercado, pero le sugirió leer a Williams. Williams decía que había que comprar aquel valor con mayor expectativa

de beneficio. Markowitz pensó “Pero, ojo, tienes que pensar tanto en los riesgos como en el beneficio”.

Al hacer del concepto de riesgo el centro de sus investigaciones, Markowitz dirigió su atención hacia la esencia de lo que es la inversión: invertir es una apuesta acerca de un futuro desconocido.

DESAFIANDO LA TEORÍA

La única doctrina que compite con la teoría moderna de las finanzas está en la literatura sobre *Behavioral Finance* (finanzas conductistas). Me senté al lado de un conocido gestor de *hedge funds* el otro día y le pregunté: “¿Cuanto de la teoría de gestión de carteras está implícito en lo que tú haces?” El gestor contestó: “Es tremendamente importante. Son la gente de la que tomamos ideas cada día”. Es útil incluso para ellos.

La literatura sobre *Behavioral Finance* es tan extensa y diversa que se torna difícil concretar. La cuestión fundamental consiste en saber si los defectos que se plantean en la teoría moderna de gestión de carteras implican que ésta es irrelevante y hasta que punto la *Behavioral Finance* ofrece nuevas revelaciones. ¿Es el nuevo paradigma? Mucho de lo que se entiende por *Behavioral Finance* no es realmente una teoría, ni tampoco un conjunto de generalidades, sino más bien un conjunto de anécdotas. Muchos de sus hallazgos son efímeros y, ante la ausencia de normas de arbitraje, esos hallazgos han sido o serán desechados. Otras características de esta teoría parecen haber calado más. Robert Shiller señaló, allá en los años ochenta, que los precios de las acciones eran excesivamente volátiles en relación a los fundamentos subyacentes. Shiller observó esta circunstancia como un ejemplo importante de falta de racionalidad entre los inversores (Shiller 1981).

Otros autores han atacado las teorías que presuponen que la distribución normal de la rentabilidad en el mercado no es precisamente la manera en la que funcionan las cosas. Es el caso de la obra “The Misbeh-

De izquierda a derecha:
Jack Treynor, Merton Miller,
Franco Modigliani, Myron Scholes,
y Robert Merton



“Behavior of Markets” (Mandelbrot y Hudson 2004). Desde el punto de vista de la teoría de las expectativas, la pieza fundamental de la investigación sobre el comportamiento de Kahneman y Amos Tversky, hemos aprendido que somos asimétricos en nuestra percepción de las pérdidas y las ganancias. Nos arriesgamos cuando perdemos y tenemos aversión al riesgo cuando ganamos. Además, tendemos a conceder importancia a las noticias recientes frente a las tendencias a largo plazo. Nos rendimos ante algunos fenómenos como un rebaño y mostramos un particular gusto por las tendencias.

Todos estos fenómenos se suman a un tratamiento de la información insuficiente e inadecuado. Los inversores no son siempre y en todas partes racionales. Los juicios a priori están normalmente confundidos acerca del precio adecuado. De hecho, incluso la idea, en la hipótesis de un mercado eficiente, de que existe un precio de equilibrio, un precio correcto, es una idea falsa. El mundo está cambiando a tal velocidad que el precio de equilibrio hoy no será igual al precio de equilibrio mañana.

El impacto de la teoría de las finanzas conductistas en el mercado puede analizarse también desde otras y diversas perspectivas. Merton, en una conferencia impartida en la reunión anual del CFA Institute en el año 2004 (en aquel tiempo AIMR), señaló que este concepto no puede entenderse sin comprender las instituciones en las que trabajamos y bajo cuya organización vivimos. Considera que muchas de las anomalías que han sido subrayadas por esta teoría serán alteradas (en muchos casos superadas) en la medida en que cambien los acuerdos institucionales. Puede que Merton sea excesivamente optimista en algunas de estas cuestiones, pero es importante comprender de lo que se está hablando. Por ejemplo, Merton señaló que un número creciente de decisiones se han tomado más por parte de las instituciones, tales como los fondos de inversión, que por parte de los individuos, lo que hace cambiar las

pautas en el mercado. Nuestro marco institucional ha sufrido cambios impulsados por los derivados, los *hedge funds*, la reducción de los costes de transacción, la derogación de la ley Glass-Steagall en 1930, la globalización de los mercados financieros, y por el continuo impulso a la condición de no-arbitraje. Merton también piensa que los comités de inversión marcan la diferencia. Aquellos que hemos estado involucrados en comités de inversión podríamos cuestionar dicha afirmación, pero la cuestión es que en la medida en que el marco institucional cambia, las anomalías del comportamiento también lo hacen pues distintas fuerzas influyen en ellas.

Un extraño proceso de retroalimentación se produce entre teoría y comportamiento. Los sociólogos utilizan una palabra terrible, pero adecuada, para describir la relación entre la teoría y el comportamiento: “performativity”. Se trata de una especie de profecía autocumplida. Cuando la gente lee sobre una teoría y cree en ella, empieza a actuar en consecuencia. De esta manera, cuando aplicamos las ideas de la Teoría Moderna de Gestión de Carteras (MPT), nos sentamos y leemos a Markowitz y Fama y a otros autores, y comenzamos a actuar en consecuencia. Si decimos que el mercado es considerablemente eficiente, entonces tenemos que organizar las carteras de una determinada forma y preocuparnos de si somos capaces de batir el mercado. Incluso referenciamos nuestros activos a un índice. De esta manera, comenzamos a probar la teoría. Si encontramos un nuevo tipo de modelos en los que creemos, comenzaremos a hacer que esos modelos funcionen al reflejarlos en nuestra toma de decisiones.

Andrew Lo ha escrito sobre los mercados siendo evolucionista, darwinista. En la medida en que los mercados evolucionan y las fuerzas del cambio juegan su papel, los ganadores y perdedores de hoy no son los mismos que los ganadores de ayer o de mañana. Habiendo llegado al mundo de los negocios en 1951 puedo confirmar ese tó-

pico. Por eso, aunque la *Behavioral Finance* es muy importante para entender lo que está pasando, debemos tener en cuenta que lo que parecen anomalías hoy, pueden no ser anomalías en el futuro. Precisamente, en las anomalías del comportamiento están escondidos las “alfa”, pero nadie puede afirmar que encontrar un alfa con cierto grado de consistencia sea fácil.

SITUACIÓN DE LAS IDEAS CAPITALES EN LA ACTUALIDAD

Teniendo en cuenta todas las anomalías y manifestaciones de la ausencia de racionalidad en los mercados, y que los mercados son individualistas, darwinianos, ¿Cómo puede alguien afirmar que las ideas capitales siguen estando vigentes? En primer lugar, MPT es la raíz de todas las teorías de gestión de riesgos. MPT define la volatilidad. La definición plantea muchos problemas porque la volatilidad es esencialmente un fenómeno a corto plazo. Pero tiene muchas ventajas. La volatilidad refleja sorpresa, refleja que lo que sucede es diferente de lo que se espera que suceda, lo que nos recuerda que invertir es un negocio arriesgado. La volatilidad es maleable desde el punto de vista matemático, lo que puede explicar porqué ha sido el centro de toda una elaboración teórica. Pero para los inversores que piensan en el largo plazo, la volatilidad tiene un significado diferente. Para ellos es, en muchos aspectos, no un riesgo sino una oportunidad. A pesar de las deficiencias que plantea como una medida de riesgo, la volatilidad es la única medida de riesgo que recorre todo el cuerpo de pensamiento de la teoría de carteras (MPT).

Yo defino el riesgo como la situación que posibilita que sucedan más cosas de las que realmente sucederán. Si no existiese el riesgo, sabríamos exactamente que es lo que va a suceder y viceversa. El riesgo significa que el futuro es incierto, desconocido. Por eso cuando los precios suben y bajan, la volatilidad da miedo. En un periodo como el 2001, uno se pregunta qué es lo que está sucediendo. Si esto está subiendo cuando yo



De izquierda a derecha:
Benjamin Graham, Robert Shiller,
Amos Tversky, Cliff Asness
y Marty Leibowitz

creo que las cosas están mal, alguien debe de saber más de lo que yo sé. Es espeluznante. Por eso, aunque la volatilidad en sentido estricto es una medida de riesgo incompleta, desde un punto de vista psicológico, visceral, es una medida de riesgo poderosa. La volatilidad nos hace actuar de manera distinta a como lo haríamos si el mercado estuviese en calma todo el tiempo. Shiller, que es uno de los críticos a la MPT más duros, interesantes y poderosos, concede, sin embargo, una importancia abrumadora al riesgo y a la volatilidad, y afirma que esta contribución de la teoría de gestión carteras domina sobre todo el escenario. Además, sabemos que las ideas capitales están vivas y vigentes porque no se puede mejorar una teoría hasta que la has atacado, y el ataque no tiene porque ser negativo. Puede ser positivo. Muchas de las aplicaciones de las teorías de gestión de riesgos están todavía por explorar. Shiller y Merton están trabajando de forma positiva para desarrollar nuevas formas de gestión de riesgos que beneficien a la gente tanto en su condición de ciudadanos y trabajadores como de inversores.

La hipótesis del mercado eficiente puede no ser una descripción exacta de la realidad. El mercado, en sí mismo, no es verdaderamente eficiente. Pero sí lo es el modelo a través del cual juzgamos el comportamiento del mercado y el modelo a partir del cual medimos el desempeño de los gestores. Nadie ha encontrado casos importantes de variables olvidadas que de forma consistente y recurrente expliquen la rentabilidad del precio de las acciones. Sólo un minúsculo número de inversores baten el mercado año tras año sobre una base de ajuste del riesgo, y ello a pesar de que el mercado no es completamente eficiente en el sentido clásico de que toda la información se conoce de forma inmediata, se comprende y se refleja en el precio de los activos inmediatamente. Sin embargo, la idea de eficiencia se está extendiendo más allá de los Estados Unidos, y otros mercados que en su momento fueron considerados como muy ineficientes se están haciendo más eficientes continua-

mente. Andrew Lo está en lo cierto: lo que está ahí fuera es darwiniano.

La eficiencia del modelo media-varianza exige presunciones que no podemos hacer, especialmente en relación al rol del tiempo y la distribución normal, pero el balance riesgo-beneficio es esencial en la selección de la cartera y en la gestión de tesorería. La diversificación moderna toma formas diversas, no necesariamente el paradigma de Markowitz pero, desde el punto de vista filosófico, sí el concepto de Markowitz.

El modelo de CAPM es un fracaso empírico, y la beta de dicho modelo no es ya la única medida del riesgo. Sin embargo, la noción de riesgo sistemático frente a riesgo específico inspira toda la gestión de carteras. Mientras tanto, el concepto actual de un alfa portátil como separado de beta es una gran idea y un concepto maravilloso. Todas las herramientas que utiliza vienen de la Teoría de Carteras (MPT).

Cliff Asness ha señalado que muchas estrategias de *hedge funds* cambian de alfa a beta a medida que son aceptadas y copiadas por la comunidad de *hedge funds*. Beta significa "riesgo que no puede diversificarse", de modo que a medida que los gestores de *hedge funds* empiezan a hacer las mismas cosas, el riesgo de este tipo de fondos se convierte en riesgo beta. Alfa deja de existir.

Finalmente, el último vástago del modelo de asignación de activos es la indexación. La cartera de mercado es la única cartera. Esta inmensa idea domina todo lo que hacemos. La indexación está en boga a pesar de la imprudencia de los años de la burbuja y otras desviaciones al respecto.

Además de la poderosa y omnipresente idea de que el valor de mercado es todo lo que importa, M & M nos enseñaron algo más, algo que a menudo olvidamos. La parte derecha y la parte izquierda del balance se suman en el mismo número al final. Sólo se trata de caras opuestas de una misma cuestión, a pesar de todas las nuevas formas de casar y ajustar responsabilidades y riesgos. Al final estamos aprendiendo la lec-

ción de Marty Leibowitz (1986) que afirma que los fondos de pensiones tienen tanto pasivos como activos y que existe una relación entre ambos.

En esta línea, Merton siempre ha considerado a la empresa como un conjunto de activos contingentes en el cual la renta variable es, en realidad, una opción de venta que los accionistas tienen. Los accionistas tienen siempre la posibilidad de vender los activos a los acreedores. El precio de ejercicio es la deuda, el rendimiento de los bonos es el tipo de interés, y la volatilidad corporativa es la volatilidad implícita que da precio al valor de las acciones. Pensar acerca de una empresa en términos de activos contingentes ofrece perspectivas interesantes.

Finalmente, los derivados influyen en prácticamente todo lo que hacemos. Cada aspecto de la inversión, cada estrategia está, de una manera u otra, involucrada en la cobertura de riesgos. Hay en este campo trabajos apasionantes que están cobrando múltiples formas. ▽

CONCLUSIÓN

Si decimos que las Ideas Capitales en la Teoría Financiera están obsoletas, de la misma manera debemos decir que Aristóteles y Euclides están obsoletos. El padre de Merton, Robert K. Merton, reconoció, como ya había reconocido Newton, que descansamos sobre los hombros de gigantes. No podemos entender el proceso de inversión en el momento actual sin entender antes de donde procede, y procede precisamente de estas ideas, que constituyen uno de los grandes avances intelectuales de la historia.

© Copyright 2005, CFA Institute®. Translated and reprinted from the *Financial Analysts Journal* with permission from CFA Institute, Charlottesville, Virginia USA. All Rights Reserved.

© Copyright 2005, CFA Institute®. Artículo traducido del *Financial Analysts Journal* con permiso del CFA Institute, Charlottesville, Virginia USA. Todos los derechos reservados.