

El rol del consenso de los analistas financieros en los mercados bursátiles: un estudio empírico en los mercados español y europeo

Autor: Ignacio Cervera Conte SJ

Directores: Teresa Corzo Santamaría y
Ricardo Gimeno Nogués

La presente tesis doctoral tiene el objetivo de concretar el rol del consenso de los analistas financieros en los mercados bursátiles europeos. Utilizando los principios del análisis fundamental, los análisis técnicos y la valoración de los sectores y del mercado, los analistas de valores elaboran regularmente unos informes que contienen, para una determinada compañía que cotiza en la bolsa

de valores y para un determinado horizonte temporal, las predicciones de beneficios y dividendos, un precio objetivo y una recomendación de inversión del tipo comprar/vender/mantener.

Así, los analistas financieros están al servicio de la inversión, trabajando fundamentalmente para agencias y sociedades de valores, compañías de seguros y fondos de pensiones. Con sus informes orientan a los inversores que son clientes de estas instituciones. El aumento de la complejidad, tamaño e internacionalización de los mercados financieros ha ido acompañado de la proliferación de estos analistas.

Las estimaciones y recomendaciones de estos analistas ejercen una influencia en las expectativas de los mercados y, por ello, son utilizadas muchas veces como una medida representativa de las expectativas no observables de los agentes que intervienen en los mercados financieros.

Los analistas financieros han sido criticados por diversos motivos, especialmente en épocas de crisis bursátiles y

financieras. Entre estos motivos se encuentran el sesgo optimista de sus estimaciones, la objetividad mermada por conflictos de interés, los precios objetivos alejados de la realidad y el seguimiento pasivo del mercado.

La presente tesis afronta todas estas críticas a partir de investigaciones previas que aporten evidencias empíricas que refuten o apoyen dichas críticas. Sin embargo, también ha aparecido un tipo de crítica que puede resultar bastante contradictoria: se trata de acusar a los analistas de tener influencias negativas. En el contexto español, en el año 2008 varias firmas que ya entonces cotizaban en el Mercado Continuo se quejaron de los comentarios que en sus informes realizaron los analistas de varias instituciones financieras. La queja surge por la repercusión negativa que tienen los análisis de éstos en las cotizaciones bursátiles.

Sin embargo, resulta contradictorio que un analista no tenga repercusión con sus análisis. Porque los inversores ponen en valor precisamente la información aportada por los analistas, se espera que sus estimaciones tengan repercusión. Si los datos que cuentan para las estimaciones son negativos, éstas serán negativas y por tanto se espera que produzca una reacción negativa; producirá una reacción positiva si los datos que utilizan para sus estimaciones reflejan un futuro positivo para la empresa que analiza.

En consecuencia, se espera que un analista tenga repercusión con sus estimaciones. Esta tesis aporta un modelo que prueba si las estimaciones de los analistas tienen repercusiones en los mercados.

En el capítulo I se describe el trabajo de los analistas financieros de cara a establecer el marco conceptual dentro del cual se va a situar esta tesis. Tras una definición del analista financiero y una tipología de los mismos que permite delimitar su estudio a los analistas del lado de la venta y a los independientes, se procede a describir someramente el trabajo de éstos. Tras un análisis del sesgo de sus estimaciones, se introduce el concepto del consenso de los analistas.

Delimitado el marco teórico, en el capítulo II se pasa revista a la investigación académica que sobre este tema ha tenido lugar en las últimas décadas. Estas investigaciones aportan evidencia empírica acerca del efecto que sobre el mercado tiene cada uno de los componentes principales de los informes de los analistas financieros: estimación de beneficios, recomendaciones y precios objetivos. Después se presenta las características metodológicas de las mencionadas investigaciones. Finalmente se exponen las líneas de investigación abiertas en las que se inserta la presente tesis doctoral.

A la vista de estas líneas de investigación, en la presente tesis se lleva a cabo la investigación sobre la influencia que tiene el consenso de las estimaciones de los analistas en la volatilidad de los precios de las acciones. En el capítulo III se procede a la descripción de los elementos principales que componen el análisis empírico. Primero se presentan las hipótesis a contrastar, para posteriormente describir la metodología que permita contrastar dichas hipótesis. La metodología está destinada a la elabora-

ción de unos modelos de regresión dinámica de datos panel (DPD) con estimador GMM en diferencias, en dos etapas y robusto, que refleje la influencia del consenso.

Después de la descripción de la metodología, en el capítulo IV se presenta una descripción de los datos que se van a utilizar para la elaboración de los modelos. Estos datos proceden de dos muestras correspondientes a los analistas que siguen los valores del Mercado Continuo español y a los que siguen los valores que integran el índice Eurostoxx europeo, respectivamente, durante el periodo que comprende los meses que van desde enero del 2002 hasta diciembre del 2009.

Tras la descripción de las muestras, en el capítulo V se describen los resultados de los análisis empíricos. Se especifican y se estiman los modelos, debidamente contrastados, que delimitan la influencia del consenso de los analistas en los mercados bursátiles. Con los resultados, se verifican las hipótesis formuladas anteriormente en el capítulo III.

A la vista de los resultados, en el capítulo VI sobre las conclusiones se concretan las funciones que describen el rol del consenso de los analistas financieros:

– Función actualizadora: Las estimaciones de consenso recogen la nueva información descontada en

las cotizaciones bursátiles de los títulos analizados.

- Aportación del factor sorpresa: El consenso de los analistas, a través de las revisiones a la baja de los precios objetivos, reflejan las informaciones nuevas no esperadas acerca de los títulos que cubren sus análisis.
- Función confirmatoria: El consenso de los analistas, a través de las revisiones que mantienen los beneficios esperados para el año siguiente, confirman los pronósticos previamente realizados.
- Función de compromiso y confianza: Para que las anteriores revisiones cumplan las funciones mencionadas, los analistas aportan el grado de compromiso a través de las revisiones que elevan el grado de la recomendación.

A la vista de los resultados del análisis empírico de esta tesis, se puede decir que el consenso de los analistas de valores refleja las expectativas del mercado, pero de una forma modesta. Es decir, el consenso refleja las expectativas del mercado, pero no todas las expectativas del mercado se encuentran en el consenso.

Finalmente, se establecen las líneas futuras de investigación motivadas por la superación de las limitaciones de los datos seleccionados.