

## Gestión de carteras. Eficiencia, teoría de cartera, CAPM, APT

**Autor:** Gómez-Bezares, Fernando  
Desclée de Brower, Bilbao 2006, 3ª edición,  
247 páginas.

Los inversores desde hace mucho tiempo han estudiado las posibles combinaciones de activos financieros en que tenían posibilidades de invertir. El estudio de toda la gama de activos a su disposición, así como la decisión de invertir en un determinado grupo de activos y con un horizonte temporal concreto, es lo que puede denominarse gestión de una cartera.

A lo largo del tiempo estos inversores han utilizado una variedad de métodos para llevar a cabo dicha gestión, desde escuchar el *soplo* de un entendido, hacer caso de rumores en tertulias, seguir las noticias de prensa, procurarse información privilegiada hasta utilizar una serie de técnicas que hoy son de uso común sobre todo en gestores profesionales de carteras, pero que un inversor particular, con empeño, esfuerzo y dedicación puede utilizarlas también especialmente en la gestión de carteras de títulos que cotizan en bolsa.

En esta tercera edición del libro del profesor Gómez-Bezares se ofrecen algunas de estas técnicas, con diferente grado de complejidad según los capítulos. Si bien, el lector debe ser consciente de que para comprender completamente

las técnicas más avanzadas es necesaria una buena base de conocimientos financieros.

Es innegable que la intuición, la capacidad para prever el futuro y adelantarse a posibles competidores, es fundamental en el éxito de cualquier inversión. Por otro lado el conocimiento de las variables que influyen en la valoración de los activos y de su forma de actuación, es un soporte imprescindible para quienes se aventuran en esta difícil, pero apasionante empresa que es la gestión de carteras.

La primera edición de esta obra fue el resultado de varios años de investigación, que se enmarcaron en un trabajo más amplio sobre "Modelos de Valoración de Activos en el Mercado de Valores Español" que patrocinaba la Fundación Luis Bernaola, con ocasión de la celebración en el curso 1991-92 del 75º Aniversario de la fundación de la Universidad Comercial de Deusto. Esa primera edición, compuesta por siete capítulos en forma de siete artículos, representaba el resumen del estudio financiero que sirvió de base para realizar la contrastación empírica.

En su momento se consideró que el mencionado estudio financiero teórico podía tener interés en sí mismo, decidiéndose su publicación, lo que dio lugar a la primera edición de *Gestión de Carteras* en 1993.

Es innegable que en la inversión en bolsa, y en general en cualquier tipo de inversión, puede ser importante la intuición y a muchos les ha dado resultado, pero quizás son aún más los que dejándose llevar por la intuición han

incurrido en considerables pérdidas. También se debe reconocer la experiencia, pues ésta genera una serie de conocimientos que pueden ser de utilidad en múltiples ocasiones. Sin embargo en nuestros días se han desarrollado una serie de tecnologías que desde el cálculo de valores descontados hasta la utilización del análisis factorial, trata de ayudar al inversor en su difícil, arriesgada, pero siempre apasionante tarea de invertir. Por ello, no parece prudente en nuestros tiempos prescindir de técnicas y conocimientos que pueden ser una ayuda valiosa a la hora de tomar estas importantes decisiones de inversión.

El secreto o el quid de una inversión reside en la correcta valoración de los activos que se pretende formen parte de la cartera, si es que se habla, como es el caso, de gestión de carteras. Debe decirse de antemano que la valoración de activos no es una tarea fácil fundamentalmente por la enorme cantidad de datos que hay que considerar. En el caso de que los activos se hayan valorado correctamente, la siguiente tarea es comparar su verdadero valor con el valor de mercado, para así conocer si están sobrevalorados en los mercados, caso en el que si no median otras consideraciones se venderían los activos, o si los activos están infravalorados en el mercado, supuesto en el que se comprarían los activos.

La teoría financiera, cuando se publica la primera edición de esta obra en 1993, ya disponía de una serie de modelos para la correcta valoración de los activos, hoy después de trece años y

coincidiendo con esta tercera edición, la panoplia de métodos de valoración de activos ha aumentado, pero estamos lejos de haber encontrado el método o métodos correctos de valoración de activos, estamos disparando a una diana movible que cada vez se mueve más aprisa e incluso de un modo aleatorio, pues en ocasiones no hay pautas en sus movimientos. Si algún día encontráramos ese método infalible con un clic del ordenador, dicho método se popularizaría rápidamente y dejaría de proporcionar beneficios a quienes lo utilizaran, aunque todos saldríamos ganando como dice el autor de la obra, pues si el mercado valorara correctamente se mejoraría el proceso de asignación.

El progreso por el camino de la valoración es, por consiguiente, muy importante por dos razones implícitas en los párrafos anteriores, por un lado quien mejor valore tendrá más ventajas competitivas y obtendrá más beneficios, y por otro al mejorar los métodos de valoración en su conjunto funcionará mejor la economía.

A lector le puede asaltar la duda en estos momentos, si este libro le puede ayudar en la tarea de valoración de activos y gestión de carteras. La respuesta es sí, pero con ciertas matizaciones. El sí es rotundo para entender los rudimentos o fundamentos básicos de valoración de activos que el lector novel en estos temas encontrará en el primer capítulo. A partir de este primer capítulo el proceso para mejorar en la valoración va a ser parecido a lo que nos sucede con la sed, como señala el autor.

Para el sediento el primer vaso de agua es muy apreciado por ser muy útil, el segundo también, pero menos, y así sucesivamente, es decir, estamos ante una situación que los economistas denominan “ley de las utilidades marginales decrecientes”. Algo parecido le puede pasar al lector con los dos primeros capítulos, sus dos primeros vasos de agua, a partir de ahí el camino es más arduo, pero el precio que se paga si el inversor aspira a ser versado en la materia y no dejarse llevar por rumores, soplos y supuestamente entendidos de la última hora.

La primera edición de esta obra se estructuró en siete capítulos que toman la forma de otros tantos artículos. El primer capítulo, como se dijo anteriormente introduce al lector en los aspectos fundamentales de la valoración de activos. Estos activos se compran y se venden en un mercado concreto que es el mercado de capitales y a ello va destinado el segundo capítulo junto con la explicación sobre la eficiencia de estos mercados. El tercer capítulo y con el que se pone fin a los aspectos fundamentales abunda en la teoría de cartera, una cartera es una combinación de activos que normalmente se asocia a un conjunto más o menos diversificado de acciones.

A partir del capítulo 4 el lector encontrará el modelo de valoración de activos *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Este modelo, que nació de los trabajos pioneros de Sharpe en 1961, y ha marcado, sin duda, un hito entre los modelos de valoración de activos; se presenta en un inicio en su forma más

sencilla y refleja de forma clara cómo la rentabilidad esperada de un activo es función de las rentabilidades esperadas del mercado y del título sin riesgo, por ejemplo un bono u obligación del Estado, y del riesgo relevante (sistemático) del activo. Si esto es así, todos los activos deben ajustar su valor para ofrecer la rentabilidad que les corresponde. Y los inversores podrán estimar en cada momento si hay activos que están sobrevalorados o infravalorados.

Este modelo CAPM ha recibido a lo largo de los años la atención de muchos analistas, así como una serie de críticas debido a las hipótesis de partida que asumía el modelo, hipótesis que en sus inicios se estimaba no eran demasiado realistas, con todo, y a pesar de las críticas el modelo ha llegado a ser, después de algunos retoques, el modelo de valoración de activos por excelencia. En la segunda edición de la obra, el autor introdujo también el modelo *Arbitrage Pricing Theory* (APT), del que se decía en un principio que no tenía las limitaciones del CAPM, modelo que también recibió críticas, pero que quedó expuesto en la segunda edición.

Finalmente, en esta tercera edición introduce el autor un nuevo trabajo titulado: “*Performance* ajustada al riesgo: índices clásicos y nuevas medidas”. Estos índices relacionan la rentabilidad y el riesgo de los activos financieros con una serie de supuestos, así como introduce las investigaciones que ha llevado a cabo el autor sobre lo que denomina al Tasa de Rentabilidad Interna Penalizada (TRIP). Capítulo que como es obvio aparece al final de la

obra, pues es al lector que no esté introducido en estos temas al que más le costará seguir su desarrollo, pero si empieza por el primer capítulo y tiene el suficiente tesón y curiosidad para adentrarse en el complejo mundo de la

gestión de carteras, verá compensados sus esfuerzos, y esta obra le servirá de perenne consulta a la hora de gestionar y valorar su cartera.

*José Manuel Rodríguez Carrasco*