

Departamento: Gestión Financiera

Director: Rafael Muñoz Orcera

Alumna colaboradora: Blanca Rodríguez Peña

Revista revisada: Harvard Deusto: Finanzas & Contabilidad, nº67, septiembre - octubre 2005

¿Qué impulsa los mercados de valores?

Autores: Tim Koller: Director de la oficina McKinsey de Nueva York, David Wessels: antiguo miembro de la oficina McKinsey en Nueva York y profesor adjunto de Finanzas en la Wharton School, University of Pennsylvania y Marc Goedhart: Director asociado de la oficina McKinsey de Amsterdam

Introducción

En este artículo, los tres autores tratan de explicar si realmente el mercado refleja en la cotización de los valores el verdadero valor intrínseco de los mismos o si, por el contrario, en dicho valor están incluidas las emociones de los inversores. Esta exposición la fundamentan a través del contraste entre la teoría académica conductista (según la cual los mercados financieros sí que reflejan fielmente el valor intrínseco de los activos) y la idea de que los inversores son capaces de modificar la trayectoria de la cotización de los valores, movidos por decisiones irracionales.

Mercados y fundamentos

Tras el estallido de la llamada burbuja tecnológica y la caída de los valores de alta tecnología parece lógico pensar que los mercados no son eficaces a la hora de

procesar de manera inmediata la llegada de nueva información. Este fracaso de los mercados también pudo ser debido a la actuación de los inversores movidos por emociones e impulsos totalmente irracionales. Estos hechos fueron aprovechados por los seguidores de la teoría conductista para demostrar que los mercados serán eficaces únicamente si reflejan fundamentos económicos. Por el contrario existen otros teóricos que son partidarios de la posición opuesta: Los mercados en su valoración reflejan las desviaciones del valor intrínseco de la cotización de los activos.

Pese a que la teoría conductista puede ser en cierto sentido algo radical a la hora de explicar las causas de los movimientos de los mercados, sí que podemos aceptar la idea de que los inversores racionales no siempre son capaces de corregir las desviaciones en precios, provocadas por decisiones de inversores irracionales. Y es eso precisamente lo que los directivos tienen que preguntarse a la hora de la toma de decisiones: Con qué frecuencia se producen esas desviaciones y si realmente son tan relevantes que puedan afectar a decisiones futuras. De hecho, parece quedar demostrado que desviaciones importantes en el valor intrínseco de los títulos por expectativas irracionales son poco frecuentes, por lo que los directivos pueden seguir utilizando el método de descuento de flujos de caja para sus valoraciones, basando así su toma de decisiones y su estrategia, en fundamentos económicos sólidos, aceptando por tanto la teoría conductista.

Pese a que esta teoría es bastante restrictiva, admite tres casos en los que afirma que el mercado no refleja fundamentos económicos:

1. Cuando existe cierto comportamiento irracional ante la dificultad de poder procesar toda la información disponible, para poder elaborar las expectativas sobre la evolución de un determinado valor.
2. Cuando se dan pautas de comportamiento de exceso de confianza de forma sistemática, o cuando éstas son lo suficientemente numerosas.
3. Cuando los inversores reflejan en sus expectativas futuras, resultados pasados. Esto ocurre cuando una empresa ha tenido muy buenos resultados durante un período de tiempo, y se tiende a pensar que esto va a seguir así a corto plazo. Este comportamiento de los inversores hace que realmente se den esos buenos resultados, según explica la teoría conductista. Esta reacción sistemática de los inversores se conoce con el nombre de inercia a corto plazo.

Otra de las pautas de desviaciones del mercado de valores, junto con la inercia a corto plazo es la llamada inversión de la tendencia. Es decir, el hecho de que valores de alto rendimiento disminuyan su rendimiento en los años siguientes. Este efecto podría explicarse por la reacción exagerada de los inversores en el corto plazo que se ve compensada en el largo plazo.

Cotizaciones engañosas

Existen documentos que respaldan la teoría conductista, relativos a la determinación engañosa de las cotizaciones de empresas que venden parte de su participación en sus filiales que cotizan. Tal es el caso de *3Com* y su filial *Palm*.

Pero también existen otros ejemplos en los cuales los inversores se desvían de los fundamentos a la hora de fijar sus expectativas, como puede ser el caso de marcar una excesiva diferencia entre los precios de cotización de las acciones de una empresa y las acciones de su filial. Este es el caso de *Royal Dutch Petroleum* y *Shell Transport*. Este hecho se produce, en este caso concreto, porque ambas empresas cotizan en mercados distintos, y además existe una clara preferencia de los grandes inversores por una de ellas, y nos les importa pagar una prima sobre el precio de cotización haciendo que se eleve dicho precio, estableciendo al mismo tiempo una gran diferencia entre la valoración del mercado de ambos títulos. Cabe destacar que la determinación engañosa de acciones es una práctica reducida y en ningún caso se prolonga demasiado en el tiempo.

Mercados y fundamentos: Conclusiones

Tras una exposición fundamentada, los tres autores concluyen que, a pesar de que se produzcan acontecimientos de carácter político o socioeconómico que puedan modificar el valor de los activos que cotizan en los mercados de manera importante y con carácter irracional en un momento determinado, se puede afirmar que los mercados sí que reflejan en las cotizaciones de sus valores los fundamentos económicos que respaldan dichas valoraciones; apoyando de esta manera la teoría conductista sobre la valoración de los mercados.

De esta afirmación, los directivos pueden sacar conclusiones importantes para la toma de sus decisiones empresariales, sobre todo aquéllas relativas a la estrategia, puesto que si los mercados realmente son eficaces y sus cotizaciones no están basadas en expectativas irracionales, los analistas deben fundamentar su estrategia en valoraciones de sus flujos de caja futuros. Esto debe ser así, porque el principal objetivo de la empresa no es incrementar el beneficio por acción, ni maximizar el precio de cotización, sino crear valor para sus accionistas y hacer máximo dicho valor. De esta manera las empresas podrán conseguir un crecimiento sostenido y sostenible si basan sus decisiones empresariales en fundamentos económicos sólidos que puedan soportar las desviaciones y alteraciones irracionales que, con carácter coyuntural, se producen en los mercados; se conseguiría así su objetivo de creación de valor.

Por todo ello, podemos afirmar que la teoría conductista se fundamenta en hipótesis sólidas a la hora de explicar las valoraciones de los mercados. Además como en ningún caso se va a poder predecir el comportamiento futuro de los inversores, los análisis y valoraciones de activos fundamentados en argumentos económicos son un “indicio más de la exactitud de esta teoría”.