

Tema 8 – La eficiencia del mercado

- 8.1. El marco de las decisiones financieras
- 8.2. Teoría del mercado eficiente
- 8.3. Hipótesis de eficiencia
- 8.4. Racionalidad e implicaciones de la existencia de un mercado eficiente

8.1. El marco de las decisiones financieras

El análisis de las decisiones financieras de la empresa requiere la delimitación del marco o contexto financiero en el cual está inmersa la empresa y exige conocer el funcionamiento de los mercados financieros en los que se emitirán y se desarrollarán las sucesivas transacciones de activos financieros.

Las operaciones financieras suponen un trasvase de recursos financieros entre diferentes unidades económicas y se materializan en los denominados activos financieros. Los activos financieros cumplen dos funciones en una economía desarrollada al ser instrumentos de transferencia de fondos entre agentes económicos y constituir, a la vez, instrumentos de transferencia de riesgo.

Cualquier transmisión de activos origina una transferencia de fondos desde el agente económico que los adquiere hasta el que los vende. Las características principales de todo activo financiero quedan determinadas por su rentabilidad y su riesgo.

El objetivo de los mercados financieros no es otro que la asignación eficiente de los ahorros de la economía hacia los usuarios finales de dichos fondos, fijando el mecanismo por el que se intercambian activos y se determinan sus precios.

La existencia de mercados secundarios en los que se negocian y se intercambian activos ya existentes y el buen funcionamiento de los mismos es fundamental para que la inversión originaria pueda tener atractivo para el ahorrador y posibilite la transferencia de fondos entre las distintas unidades económicas. Un mercado bursátil activo y bien organizado es un componente fundamental del mercado de capitales al posibilitar las emisiones de títulos a largo plazo.

De forma genérica podemos atribuir a los mercados financieros las siguientes funciones:

- Poner en contacto a los agentes que intervienen en los mismos acercando a las unidades excedentarias de fondos a las unidades deficitarias.
- Ser un mecanismo apropiado para la fijación del precio de los activos. Especialmente por lo que se refiere a los mercados secundarios de negociación.
- Reducir los plazos y los costes de intermediación al ser un cauce adecuado para el rápido contacto entre los agentes que participan en dichos mercados.

A continuación analizaremos ciertas propiedades relevantes de los mercados partiendo de la situación propia de los mercados perfectos. Un mercado perfecto es un mercado en el que existe movilidad perfecta de los factores. Además, los compradores y vendedores conocen todas las posiciones de demanda y oferta y todos los agentes que lo deseen pueden participar libremente y los precios se fijan en función de la oferta y la demanda, sin intervenciones ajenas que desvirtúen la libre formación de precios.

En síntesis las características que convierten a un mercado en “perfecto” son las siguientes: amplitud, transparencia, libertad, profundidad y flexibilidad.

Un mercado es tanto más *amplio* cuanto mayor es el número de activos distintos que se intercambian. Se facilita así la satisfacción de los deseos de los oferentes demandantes potenciales al propiciar una gama de activos variada y acorde con las necesidades de los inversores. La *transparencia* de un mercado depende de la accesibilidad y coste de la información que pueden lograr los agentes económicos que participan en él.

La *libertad* de un mercado financiero viene determinada por la inexistencia de limitaciones de acceso a dicho mercado tanto como comprador como vendedor. Depende, así mismo de su grado de apertura derivada de la ausencia de limitaciones para intercambiar activos en la cuantía deseada y por la no intervención de las autoridades u otros agentes en la libre formación del precio de intercambio de dichos activos.

Un mercado es tanto más *profundo* cuanto mayor sea el número de órdenes de compra y venta que existen para cada tipo de activo. Un mercado es más *flexible* cuanto más rápida sea la reacción de los agentes ante la aparición de cambios en los precios de los activos u otras condiciones de mercado. Esta reacción se traduce en la pronta aparición de nuevas órdenes de compra y venta de activos y requiere la existencia de una gran transparencia y rapidez en el suministro de información sobre las cotizaciones.

Un mercado, en igualdad de otras condiciones, se vuelve más profundo, amplio y flexible cuanto más rápida y barata sea la información que del mismo reciban los agentes participantes y más rápida y fácilmente puedan los agentes actuar de acuerdo con la información recibida.

Una vez descritas las principales características de los mercados financieros, el siguiente aspecto de interés para la dirección financiera de la empresa es conocer cómo se forman los precios en dichos mercados financieros. Los precios en los mercados financieros se forman por la contraposición de la oferta y la demanda de fondos. Los factores más relevantes que inciden sobre el precio de los títulos son:

- La coyuntura general de la economía
- La política económica, fiscal y monetaria seguida por las autoridades económicas
- Las circunstancias políticas nacionales e internacionales
- La situación económico-financiera de cada empresa en particular
- Otros factores coyunturales tales como estabilidad socio-política y conflictividad laboral

Por otra parte, diversos enfoques teóricos intentan explicar la formación o comportamiento del precio bursátil. Se intenta determinar el precio para deducir modelos normativos que proporcionen el precio teórico que deberían tener los activos si el mercado funciona correctamente, mientras que otros se limitan a estimar el precio futuro.

En todos los casos, a partir de los modelos, se pueden deducir normas o reglas de inversión. Las teorías más utilizadas para estudiar el comportamiento de los precios en los mercados financieros son:

- La teoría del mercado eficiente
- El análisis fundamental
- La teoría de carteras y los modelos de valoración de activos financieros en equilibrio (CAPM y OPM)

8.2. Teoría del mercado eficiente

El concepto de mercados eficientes y las derivaciones del mismo sobre diversas áreas de la inversión y la financiación tanto referido a individuos como a empresas, ha generado una fuerte controversia en las décadas precedentes. La controversia que rodea la aceptación de las hipótesis de eficiencia de los mercados alcanza a cuestiones tales como:

- ¿Debe un inversor analizar los precios pasados para predecir el comportamiento futuro de tales precios?
- ¿Es rentable para el inversor analizar los estados financieros y otros datos financieros para mejorar la rentabilidad de sus inversiones?
- ¿Es rentable la información confidencial o privada?
- ¿Pueden los inversores realmente batir o superar al mercado?

A continuación se presentan las teorías sobre la eficiencia del mercado y se examina la evidencia disponible sobre la misma.

Un mercado es eficiente cuando los precios formados en dicho mercado reflejan de forma insesgada, por completo y en todo momento, toda la información disponible y como resultado no es posible predecir los cambios en los precios de los activos financieros a partir de sus movimientos históricos o a partir de la tendencia pasada.

La racionalidad teórica que subyace bajo esta hipótesis es que en el mercado, los precios de los títulos fluctúan aleatoriamente en torno a su valor intrínseco o fundamental y que, aún cuando la disposición de nueva información relevante pueda modificar dicho valor, los movimientos en el precio del título subsiguientes al proceso de ajuste a la nueva información determinan lo que se conoce como un camino aleatorio.

Si los mercados de capitales son eficientes, entonces el valor de mercado de la empresa reflejará el valor actual de los flujos netos de caja esperados de la actividad de esa empresa, incluyendo los procedentes de las oportunidades futuras de inversión. Desde esta perspectiva la teoría del mercado eficiente tiene importantes implicaciones para la financiación empresarial:

- 1) Elimina toda ambigüedad acerca de la función objetivo de la empresa y del horizonte temporal ya que se trata siempre de maximizar el valor de la empresa en el mercado.
- 2) Plantea la irrelevancia de toda decisión financiera que no afecte o modifique los flujos de caja de la empresa, incluso cuando se vean alterados los beneficios por acción.
- 3) Las nuevas emisiones de títulos, a través de los precios a los que son colocados en el mercado, reflejan de forma insesgada toda la información disponible sobre los flujos futuros de caja.
- 4) Otorga a la rentabilidad de los títulos la condición de medida significativa de la eficiencia de la empresa. A través de dicha rentabilidad es posible estimar el efecto de las distintas políticas financieras sobre el valor de mercado de la empresa.

La definición de un mercado de capitales eficiente como aquel en que los precios de los activos reflejan toda la información disponible y en todo momento presenta dos implicaciones:

- De una parte, indica que los precios se ajustan rápidamente y de forma insesgada a cualquier nueva información.

- De otra, la eficiencia de un mercado financiero significa que las variaciones de los precios siguen un cambio aleatorio indeterminado.

8.3. Hipótesis de eficiencia

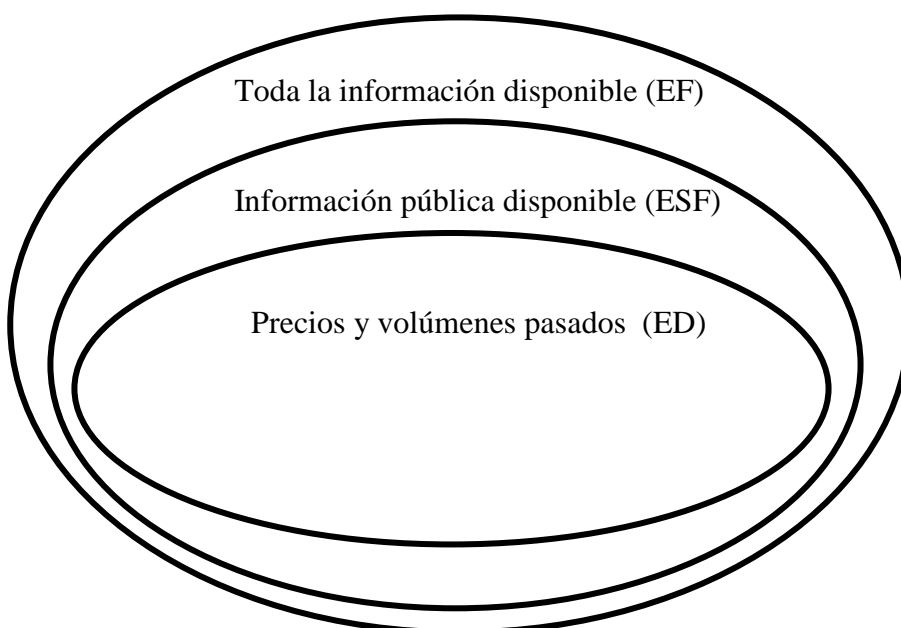
La eficiencia de los mercados organizados en los que se negocian títulos permite a la gran mayoría de los inversores acudir a dichos mercados sin necesidad de dedicar esfuerzos a procesar toda la información disponible correspondiente a los títulos en los cuáles está pensando en invertir. A mayor eficiencia del mercado, mayor la igualdad de resultados que obtendrán los no informados y los informados. Así, las ventajas informativas de los informados respecto a los no informados van desapareciendo a medida que el mercado se vuelve más eficiente. Un mercado eficiente es aquel en el que el precio refleja la información disponible en manos de los informados. De menor a mayor eficiencia podemos caracterizar los mercados como eficientes en la forma débil, eficientes en la forma semifuerte y eficientes en la forma fuerte. Cada una de los grados de eficiencia incluye un conjunto de información más amplio que el anterior para determinar el precio de los títulos.

Gráfico de hipótesis de eficiencia del mercado

ED – Eficiencia Débil → Los precios actuales incluyen Información sobre precios y volúmenes pasados

ESF – Eficiencia SemiFuerte → Los precios actuales incluyen también toda la información pública disponible

EF - Eficiencia Fuerte → Los precios actuales incluyen toda la información disponible, incluso la información privilegiada



Hipótesis débil

En la forma débil de eficiencia de los mercados el conjunto de información que reflejan los precios de los títulos viene dado por todos los datos relativos a los precios históricos de los títulos y al volumen de transacciones que representan dichos títulos.

La implicación principal de la forma débil de eficiencia es que, en la mayoría de los casos, para un inversor no resulta rentable, en términos de tiempo y dinero, representar y estudiar gráficamente los

comportamientos de precios y volúmenes para obtener modelos o tendencias del pasado y, de esta forma, determinar cuándo es el mejor momento para comprar o vender dicho activo financiero.

La existencia de un mercado eficiente comportándose de acuerdo con la forma débil significa que no se detectan modelos o tendencias en el comportamiento de los precios de los títulos (o en los volúmenes) que puedan ser extrapolables en el futuro con el objeto de obtener una rentabilidad extra.

Sólo un pequeño grupo de analistas que se dedican profesionalmente a procesar precios y volúmenes pasados será capaz de recuperar el tiempo y dinero invertido al intentar predecir las tendencias de la evolución futura de los precios. Si esta actividad se vuelve rentable, entonces entrarán más analistas hasta que al último analista que entra no le sea rentable dedicarse profesionalmente a dicha actividad. El resto de los participantes en el mercado no podrá sacar ningún beneficio de analizar los precios y volúmenes pasados.

Hipótesis semifuerte

En la forma semifuerte de la hipótesis de eficiencia de los mercados, el conjunto de información que reflejan los precios en el mercado se refiere a toda la información pública (entra la que también se encuentra la información sobre precios y volúmenes pasados). Esta información incluye tanto la información actual sobre la economía en general y sobre la empresa en particular como cualquier análisis o proyección que puedan hacer los analistas a partir de los datos originales.

La forma semifuerte sugiere que el precio de cada título refleja completamente toda la información contenida en los estados financieros de la empresa, datos macroeconómicos y otros datos públicos. La existencia de un mercado eficiente en la forma semifuerte significa que los inversores no tienen ninguna fuente de información pública disponible que pueda ayudarlos a “batir” de forma sistemática al mercado.

Sólo un pequeño grupo de analistas que se dedican profesionalmente a procesar información pública será capaz de recuperar el tiempo y dinero invertido al intentar predecir la evolución futura de los precios. Si esta actividad se vuelve rentable, entonces entrarán más analistas hasta que al último analista que entra no le sea rentable dedicarse profesionalmente a dicha actividad. El resto de los participantes en el mercado no podrá sacar ningún beneficio de analizar la información pública, sea del tipo que sea.

Hipótesis fuerte

El conjunto de información reflejada en los precios de los títulos en un mercado eficiente en la forma fuerte incluye toda la información ya sea pública o privada. Así, el mercado refleja toda la información confidencial además de toda la información pública.

En estas circunstancias es imposible incorporar ningún tipo de información que no esté ya descontada en el precio de mercado de un título. Así, ningún inversor puede conseguir rendimientos extra a largo plazo y, de esta forma, un rendimiento superior al del mercado que sea consistente en el tiempo es imposible de obtener.

Sólo un pequeño grupo de analistas, que se dedican profesionalmente a procesar información pública y a detectar la información privada, será capaz de recuperar el tiempo y dinero invertido al intentar predecir la evolución futura de los precios. Si esta actividad se vuelve rentable, entonces entrarán más analistas hasta que al último analista que entra no le sea rentable dedicarse profesionalmente a dicha actividad. El resto de los participantes en el mercado no podrá sacar ningún beneficio de analizar la información pública y/o privada, sea del tipo que sea.

8.4. Racionalidad e implicaciones de la existencia de un mercado eficiente

Es necesario profundizar y examinar cuáles son los aspectos que contribuyen a la eficiencia del mercado. En este epígrafe trataremos de señalar qué factores contribuyen a que un mercado sea eficiente y cuáles son los factores y las condiciones que facilitan la eficiencia del mercado.

Si asumimos que todos los inversores intentan maximizar su utilidad entonces se desarrollará entre ellos una fuerte competencia en un intento de maximizar los beneficios obtenidos en el mercado en el que operan.

La ventaja más importante de que puede disponer un inversor en la búsqueda de beneficios por compra-ventas bursátiles es poseer información que no tienen los demás sobre una determinada inversión.

De esta forma, se origina una competencia entre los inversores en el mercado para obtener esa información antes de que otros la obtengan. Cuando estos inversores encuentren que el valor de mercado de un título se aproxima a su valor verdadero estimado, no desarrollarán ninguna acción.

Sin embargo, si el precio de mercado se desvía del valor estimado entonces los inversores que conozcan este hecho tratarán de capitalizarlo comprando o vendiendo el título en el mercado.

Tan pronto como los inversores descubren que para obtener el mayor beneficio es preciso pertenecer al grupo que primero reconoce el título como sobrevalorado o infravalorado, se origina una competición para ser el primero en obtener nueva información, y cuanto más rápida sea la búsqueda de la nueva información y la reacción a la misma, más rápidamente reflejarán los precios de los títulos la nueva información.

Un mercado como el descrito será un mercado eficiente donde los precios de los títulos reflejan inmediatamente toda la información disponible. En un mercado eficiente los inversores no pueden obtener beneficios extra con la información disponible ya que tan pronto como es conocida esa información es inmediatamente descontada en el precio de los títulos.

Una paradoja de la hipótesis de eficiencia de los mercados es que para que el mercado se comporte de forma eficiente es preciso que un determinado número de inversores crea que el mercado no es eficiente ya que ello los conduce a buscar información y a llevar a cabo el análisis que finalmente empujará a los precios hacia su “verdadero valor” y hará que el mercado sea eficiente.

Cuando se discute la eficiencia del mercado y la posibilidad de obtener beneficios por encima de los normales, nos estamos refiriendo a rendimientos extra (por encima de los que le corresponden al activo en función de su riesgo) en el largo plazo, es decir, rendimiento extra-ordinario y sostenido. A corto plazo sí es posible obtenerlos ya sea por suerte o azar.

Entre los factores que facilitan la eficiencia del mercado podemos señalar la continuidad y densidad de las negociaciones, la información económica disponible, la amplitud del mercado, la agilidad en las transacciones, la distribución de la propiedad de los títulos y la tipificación de las operaciones.

La existencia de mercados eficiente tiene importantes implicaciones para el análisis de inversiones. Si los mercados son eficientes en la forma fuerte, entonces el análisis fundamental de los diferentes activos financieros no ofrece beneficios extra-ordinarios sobre los rendimientos normales dado el riesgo de los activos.

Para la mayoría de los inversores ocurriría lo mismo si estuviésemos en la hipótesis semifuerte, sin embargo, en este caso la evidencia empírica indica que existen bolsas de ineficiencia en este nivel que pueden ser aprovechadas por los inversores.

Localizar tales ineficiencias se convierte en un desafío para los inversores, analistas financieros y gestores de carteras. Llevar a cabo este trabajo es factible con la infraestructura que proporcionan las técnicas y modelos de análisis fundamental y de selección de estrategias inversoras.

Las principales implicaciones sobre la eficiencia de los mercados financieros pueden sintetizarse en las siguientes:

- La información está disponible al menor coste posible para los inversores
- Toda la información relevante está reflejada en los precios
- No hay información útil en la secuencia de cambios anteriores de los precios
- La competencia entre analistas de inversiones conduce a una situación en la que los precios reflejan en todo momento su verdadero valor

El estudio de los títulos que se negocian en ese mercado y el diseño de la estrategia inversora más adecuada para las características de aversión al riesgo y horizonte temporal de cada inversor es una tarea ineludible, aunque utilicemos como hipótesis la existencia de un mercado eficiente, de acuerdo con las condiciones expuestas en cada uno de los niveles de eficiencia.