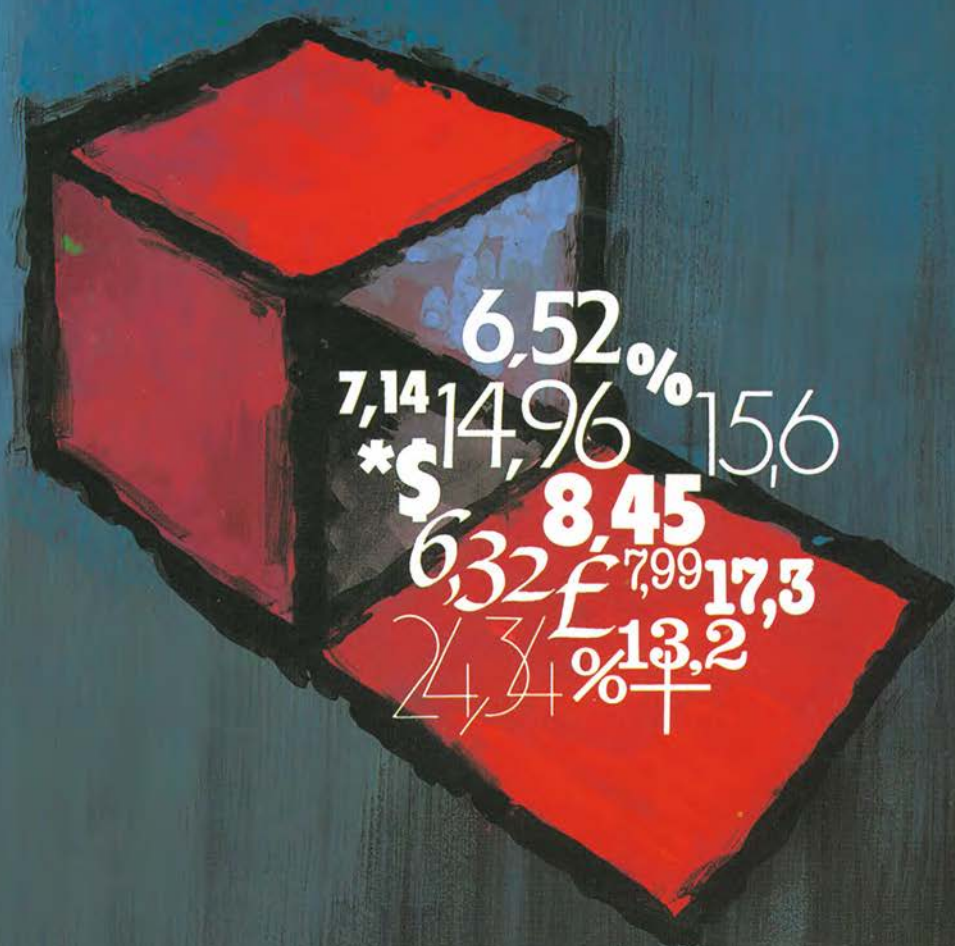


FERNANDO GÓMEZ-BEZARES



GESTIÓN DE CARTERAS

EFICIENCIA, TEORIA DE CARTERA, CAPM, APT

4ª EDICIÓN



DESCLÉE DE BROUWER

GESTION DE CARTERAS

(EFICIENCIA, TEORIA DE CARTERA, CAPM, APT)

Fernando Gómez-Bezares

Catedrático de Finanzas de Deusto Business School

4ª Edición

BIBLIOTECA DE GESTION
DESCLEE DE BROUWER

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. Esta dio lugar a diferentes trabajos entre los que destaca el libro “Valoración de Acciones en la Bolsa Española”, escrito por el autor de esta obra en colaboración con los profesores José Antonio Madariaga y Javier Santibáñez, o las aplicaciones al contexto internacional realizadas por el citado autor con el profesor Miguel Angel Larrínaga. Al patrocinio de esta investigación pronto se unió **Bilbao Plaza Financiera**.

En su momento se consideró que el mencionado estudio financiero teórico podía tener un interés en sí mismo, decidiéndose su publicación, lo que dio lugar a la primera edición de “Gestión de Carteras” en 1993. Dado el interés que esta obra ha despertado entre profesionales y estudiosos relacionados con la gestión de carteras, han ido apareciendo nuevas ediciones, cuya novedad más importante son los nuevos capítulos que aparecen en el anexo.

INDICE

INTRODUCCION	13
--------------------	----

1 VALORACION DE ACTIVOS

1.- INTRODUCCION	17
2.- ¿CUANTO VALE UN BONO?	20
3.- EL VALOR DE UNA ACCION	23
4.- ¿RACIONALIDAD O LOCURA?.....	25
5.- VALOR INTRINSECO versus VALOR ACEPTADO	28
6.- VALOR INTRINSECO Y RIESGO	30
7.- LA ACTUACION DEL INVERSOR	33
BIBLIOGRAFIA	34

2 LA EFICIENCIA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

1.- EFICIENCIA Y ASIGNACION	37
2.- EFICIENCIA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES	40
3.- LA EFICIENCIA Y SUS TIPOS	43
4.- CONTRASTES EMPIRICOS	45
5.- APLICACION A LA GESTION DE CARTERAS	54
6.- LA GESTION DE CARTERAS DE RENTA FIJA	59
BIBLIOGRAFIA	63

3 TEORIA DE CARTERA

1.- INTRODUCCION	67
2.- ENEMIGOS DEL RIESGO	69

3.- EL MODELO MEDIA-VARIANZA	72
4.- LA FRONTERA EFICIENTE	75
5.- FRONTERA EFICIENTE CON TITULO SIN RIESGO	80
6.- COMPARACION DE AMBAS FRONTERAS	83
7.- FRONTERA EFICIENTE CON RESTRICCIONES EN DESIGUALDAD	86
8.- APLICACION AL MERCADO	91
9.- POSIBILIDADES DE UTILIZACION DEL MODELO	94
BIBLIOGRAFIA	94

4 MODELO DE VALORACION DE ACTIVOS

1.- INTRODUCCION	97
2.- EL C.A.P.M.	99
3.- EL MODELO DE MERCADO	101
4.- ENLACE ENTRE EL MODELO DE MERCADO Y EL CAPM	105
5.- EL MODELO DE VALORACION	108
6.- CONTRASTACIONES	110
BIBLIOGRAFIA	112

5 REVISION DE ALGUNAS CONTRASTACIONES DEL C.A.P.M.

1.- INTRODUCCION	115
2.- LA ESTIMACION DE BETA	117
3.- CONTRASTACIONES CLASICAS: ALGUNOS PROBLEMAS Y SUS SOLUCIONES	123
4.- EL TRABAJO DE FAMA	128
5.- OTROS ESTUDIOS	136
BIBLIOGRAFIA	139

6 C.A.P.M. versus VARIABLES "FUNDAMENTALES"

1.- INTRODUCCION	143
2.- EL TRABAJO DE CHAN, HAMAO Y LAKONISHOK	147
3.- EL TRABAJO DE FAMA Y FRENCH	149
4.- ALGUNAS CONCLUSIONES	152

5.- CONSECUENCIAS PRACTICAS	154
BIBLIOGRAFIA	156

7 MODELO DE VALORACION POR ARBITRAJE: A.P.T.

1.- INTRODUCCION	161
2.- DESARROLLO TEORICO DEL APT	163
3.- CONTRASTE DEL APT	168
4.- LA CRITICA DE SHANKEN	171
5.- ALGUNAS CONCLUSIONES	174
BIBLIOGRAFIA	176

ANEXO	181
-------------	-----

8 EL CAPM: UN MODELO UTIL Y POLEMICO

1.- INTRODUCCION	183
2.- BREVE EXPLICACION DEL CAPM	185
3.- DEL OPTIMISMO A LAS DUDAS	190
4.- POLEMICA CON FAMA Y FRENCH	192
5.- LA POLEMICA PROSIGUE	196
6.- CONCLUSION	199
BIBLIOGRAFIA	199

9 NUEVAS CONSIDERACIONES SOBRE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS

1.- INTRODUCCION	205
2.- PROBLEMAS CON LA EFICIENCIA	207
3.- EL MINEO DE DATOS	211
4.- ¿SOBRERREACCIONAN LOS MERCADOS?	212
5.- EL EFECTO ENERO	214
6.- UN BALANCE DE LA SITUACION	215
7.- OTROS ESTUDIOS RECIENTES	217
BIBLIOGRAFIA	222

10 PERFORMANCE AJUSTADA AL RIESGO: INDICES CLASICOS Y NUEVAS MEDIDAS

1.- INTRODUCCION	227
2.- CONCEPTO DE RIESGO	228
3.- LAS MEDIDAS CLASICAS DE <i>PERFORMANCE</i>	231
4.- EL CRITERIO M^2	233
5.- M^2 PARA BETA	236
6.- EL <i>TRACKING ERROR</i>	238
7.- LA TRIP	240
8.- COMENTARIOS FINALES	245
BIBLIOGRAFÍA	246

INTRODUCCION

-a la primera edición-

La obra que el lector tiene en sus manos pretende ser un instrumento interesante para las personas vinculadas a las decisiones de inversión, y de forma especial para los que invierten en bolsa, formando *carteras* de títulos, lo que justifica su título de “Gestión de Carteras”. Es evidente que en la inversión en bolsa, y en general en cualquier inversión, puede ser importante la intuición y, cómo no, la experiencia; pero se ha desarrollado una amplia tecnología que, desde el cálculo de valores descontados hasta la utilización del análisis factorial, trata de ayudarnos en ese difícil pero apasionante trabajo. No parece prudente, hoy en día, prescindir de tales conocimientos cuando nos enfrentamos a la toma de decisiones importantes.

El quid de la cuestión está en la valoración de los activos (que es la esencia de toda la teoría de la inversión). Suponiendo que fuéramos capaces de valorarlos adecuadamente, habría que comparar su verdadero valor con el de mercado, para así vender los activos sobrevalorados y comprar los infravalorados. Cuando el mercado reconozca el verdadero valor, será el momento de hacer la operación contraria, recogiendo los beneficios. Las modernas finanzas han desarrollado modelos que tratan de ayudar en este trabajo, pero estamos lejos de encontrar un método seguro de valoración, que sería como la piedra filosofal; por otro lado, si un día lo encontráramos, si fuéramos capaces de dar con el método de valoración infalible, éste pronto se popularizaría y dejaría de proporcionar beneficios a los que lo utilizasen, aunque, indirectamente, todos saldríamos beneficiados si el mercado valorara correctamente, al mejorar el proceso de asignación.

En consecuencia, avanzar por este camino tiene un doble interés: por un lado, el que mejor valore, más beneficios obtendrá; por otro, y eso es lo más importante, al valorar mejor, funcionará mejor la economía.

La duda que debe tener el lector en este momento es, como parece natural, hasta dónde le puede ayudar este libro, hasta qué punto se justifica el esfuerzo de leerlo, animado por la mejoría en su trabajo como inversor. Si me permite un símil, yo le diría que el proceso va a ser parecido a lo que nos sucede con la sed y

el agua: para el sediento, el primer vaso de agua es muy apreciado por ser muy útil, el segundo también, pero menos, y, así sucesivamente (es lo que los economistas denominamos “ley de las utilidades marginales decrecientes”). Aquí puede pasar algo parecido, el primer capítulo, quizás el segundo, pueden resultar interesantes, sobre todo para los menos versados, adquiriendo muchos conceptos útiles, pero según se va avanzando, el camino es cada vez más difícil y la utilidad inmediata menor; sin embargo, ese esfuerzo es necesario para el que desea perfeccionar en lo posible su actuación como inversor. Dependiendo de las ambiciones del lector, y también de sus conocimientos previos, podrá llegar hasta un determinado nivel del libro. En el otro extremo, los más preparados, pueden ir directamente a los últimos capítulos.

La obra se estructura en siete capítulos, que toman la forma de otros tantos artículos¹; de manera que, aunque constituyen una unidad, y han sido escritos para ser leídos en el orden establecido (aunque el segundo puede retrasarse, dependiendo de la formación de los que lo utilicen), también es posible leerlos independientemente, pues cada uno tiene una unidad en sí mismo.

Para la comprensión completa de esta obra es necesaria una buena formación en teoría financiera (sin olvidar los necesarios conocimientos de economía y de métodos cuantitativos). Una base correcta puede conseguirse con mis obras: “Las Decisiones Financieras en la Práctica” y “Dirección Financiera”, también con otras obras existentes en el mercado; para el que esté a ese nivel, los primeros capítulos resultarán muy sencillos, y los últimos asequibles.

En esta obra no se incluyen los nuevos instrumentos financieros (como opciones y futuros), por centrarnos en la idea fundamental de valoración de activos para la formación de carteras, pero hemos de tener en cuenta que tales instrumentos son también susceptibles de valoración, y no olvidar que, con frecuencia creciente, forman parte de las carteras. Nos centraremos en acciones y títulos de renta fija, y desde una perspectiva genérica, no necesariamente adaptada a una realidad jurídica concreta; si bien habrá frecuentes alusiones a la realidad española.

El origen de este trabajo es el análisis financiero teórico que he realizado para un estudio sobre “Modelos de Valoración de Activos en el Mercado de Valores Español”, que tengo el honor de dirigir, y cuyos resultados prácticos (consistentes en el grado de adecuación de los modelos a la realidad de la Bolsa Española) se comenzarán a hacer públicos próximamente, siendo el complemento natural de esta obra. He pensado que tal análisis teórico, incluidos los resultados prácticos obtenidos en otras investigaciones, sería de interés para los gestores de carteras y para los profesionales relacionados con el tema, por lo que he decidido su publicación anticipada e independiente del resto del estudio, estructurándola en siete artículos. El mencionado análisis teórico se ha realizado

¹ Creo importante señalar que los criterios para nombrar fórmulas, cuadros, figuras, etc., no son iguales en los siete artículos, dado que he preferido mantener la forma original de estos trabajos.

durante los años 1990, 91 y 92; y la redacción de los artículos es del 92 y 93, tal como se especifica al comienzo de cada uno.

Como director del estudio del que esta obra forma parte, quiero aprovechar la ocasión para testimoniar mi agradecimiento a la Fundación Luis Bernaola, patrocinadora del mismo, así como a los profesores de la Universidad Comercial que están colaborando en otras partes de este proyecto; de forma especial a Javier Santibáñez, José Vicente Ugarte, José Antonio Madariaga, Miguel Angel Larrínaga y Amaya Apraiz. También a Loli, mi esposa, y a Fernando y Ana, mis hijos, que tanto me animan y ayudan. Y no quiero olvidar a mis alumnos que, en los diferentes cursos, siempre suponen un estímulo y la razón inmediata de nuestro trabajo.

Fernando Gómez-Bezares
Universidad Comercial de Deusto
Bilbao, verano de 1993

Comentarios a la segunda edición

En esta segunda edición, el cambio fundamental ha sido la adición de un anexo con dos nuevos trabajos: el primero, tras una explicación sencilla sobre el modelo CAPM, plantea el estado actual de la polémica sobre la validez de este modelo; el segundo discute, a la luz de recientes trabajos, sobre la eficiencia de los mercados.

Desde la publicación de la primera edición, el equipo de investigación que he dirigido ha ido publicando distintos trabajos empíricos, tal como se anunciaba en dicha edición, muchos de los cuales aparecen citados en el capítulo octavo. Quiero aprovechar la ocasión para reiterar mi agradecimiento a la Fundación Luis Bernaola y a Bilbao Plaza Financiera (que también colaboró como patrocinadora de la investigación empírica), que hicieron posible este ambicioso proyecto, del que además de diferentes publicaciones salieron varias tesis doctorales. También quiero agradecer de manera especial la colaboración de mi compañero y amigo el profesor Javier Santibáñez, que tras leerse muchas partes de este libro me ha hecho interesantes sugerencias, además de ayudarme en la presentación final del mismo.

Quisiera hacer un último comentario: tras la lectura de la obra alguno podría pensar que ésta no descende al día a día de la gestión de carteras, con sus instrumentos cada día más sofisticados, su componente tecnológico cada vez más complejo, su complicado lenguaje, ..., y es verdad. Sin embargo, sí se dan los conceptos y herramientas necesarios para saltar al mundo real. Será preciso un

cierto entrenamiento para familiarizarse con la gestión de carteras en la práctica, pero creo que el que se introduzca a fondo en esta obra tendrá los fundamentos suficientes para acceder en buenas condiciones a la operativa del mundo real.

Fernando Gómez-Bezares
Deusto-Bilbao, Otoño de 1999

Comentarios a la tercera edición

Para la tercera edición he añadido un trabajo sobre índices de performance que preparé con mis compañeros del departamento de finanzas de La Comercial, José Antonio Madariaga y Javier Santibáñez.

Quiero aprovechar la ocasión para reiterar mi agradecimiento a la Fundación Luis Bernaola, que nos sigue apoyando en la difusión de estas ideas, y a Javier Santibáñez que tanto colabora conmigo en todos estos proyectos.

Fernando Gómez-Bezares
Deusto-Bilbao, Otoño de 2005

Breve nota sobre el autor

Fernando Gómez-Bezares es catedrático de finanzas de la Universidad de Deusto, donde ha sido vicerrector y presidente de la Comisión de Doctorado. Entre 1990 y 1996 fue decano de la "Comercial", habiendo sido también director del Departamento de Finanzas. Cofundador y primer presidente de la Asociación Española de Finanzas (AEFIN), ha sido asesor de empresas y de la Administración Pública, autor de más de 20 libros y de numerosos artículos sobre temas de su especialidad, codirector del Boletín de Estudios Económicos y director de la Biblioteca de Gestión DDB. Profesor invitado en varias universidades europeas y americanas, ha dirigido diferentes cursos de doctorado y postgrado (como el Master en Finanzas) y ha sido miembro del consejo de administración de varias sociedades (destacando, por su interés para esta obra, su participación en el consejo de la gestora de fondos de BBVA). Es miembro de diferentes asociaciones profesionales, nacionales e internacionales, y su nombre aparece en distintos Who's Who.