

RAÓ I EMOCIÓ EN LA PRESA DE DECISIONS

La formació dels preus als mercats financers: entre la raó i l'emoció

Al llarg de la vida, se'ns plantegen una infinitat de disjuntives, que abordem, en molts casos, gairebé de forma automàtica. Altres eleccions, més complexes, requereixen més atenció. Entendre el procés de decisió que hi ha rere les nostres tries (per exemple, entre consumir o estalviar, invertir en renda fixa o variable o, fins i tot, adquirir o llogar un habitatge) és una tasca complexa i clau per al desenvolupament de l'economia financera. La irrupció, durant les últimes dècades del segle xx, de les finances conductuals (*behavioral finance*, en anglès) ha permès incorporar conceptes propis de la psicologia per descriure com els agents prenem les decisions. Aquest corrent contrasta amb el paradigma financer clàssic existent fins ara, basat en la racionalitat. Les dues disciplines han permès avançar de forma significativa en la comprensió del procés de formació del preu dels actius. Un coneixement que, davant les veus que alerten sobre la possible formació de bombolles en alguns actius en l'actualitat, pot ser de gran ajuda.

La concessió, el 2013, del Premi Nobel d'Economia a tres autors amb aproximacions molt diferents a la valoració dels actius com Eugene Fama, Robert Shiller i Lars Peter Hansen posa de manifest la seva importància dins la teoria financera. Eugene Fama és una de les veus més prestigioses entre els partidaris del paradigma tradicional. Aquest marc teòric defineix als agents econòmics com agents racionals, és a dir, que processen de forma correcta la informació disponible als mercats i, sobre la base d'aquesta informació, prenen decisions òptimes. Sota aquest marc, Fama va encunyar, el 1970, el concepte de mercat eficient, definit com «aquell mercat en què els preus sempre reflecteixen completament la informació disponible». ¹ En altres paraules, en un mercat eficient, el preu dels actius sempre equival al seu valor fonamental, entès com el descompte, a data d'avui, de tots els pagaments esperats en el futur. El motiu és senzill: qualsevol desviació del preu dels actius d'aquest valor fonamental representa una oportunitat d'arbitratge (és a dir, de generar guanys sense assumir cap risc) per als inversors racionals, els quals, en exercir-la, retornen immediatament el preu fins al seu nivell d'equilibri.

El principal assoliment de la teoria financera tradicional ha estat la seva capacitat d'explicar, a partir d'un marc conceptual relativament senzill, algunes de les forces subjacents al mecanisme de formació dels preus dels actius. Un clar exemple d'això és el Model de Valoració del Preu dels Actius Financers (CAPM, per les sigles en anglès) desenvolupat per Sharpe el 1964. ² Aquest model permet entendre, de forma molt intuïtiva, la disjuntiva que afronta qualsevol inversor entre rendiment i risc d'una cartera, de manera que només pot augmentar el primer si està disposat a assumir un major risc associat.

No obstant això, l'evidència empírica ha demostrat que el paradigma racional presenta notables limitacions a l'hora de dilucidar el comportament observat del preu dels actius. Un dels primers autors que va exposar aquestes dificultats va ser, el 1981, el també premiat Robert Shiller, que va demostrar la incapacitat dels models tradicionals per explicar l'elevada volatilitat existent en els índexs borsaris. ³ Molts economistes consideren que aquest estudi marca l'inici de les finances conductuals. De llavors ençà, nombroses publicacions han identificat episodis en què el preu dels actius s'ha desviat de forma significativa del seu valor fonamental i han qüestionat la validesa general del paradigma financer tradicional. En aquest sentit, la primera dècada del segle XXI proporciona innombrables exemples d'aquestes desviacions, amb l'aparició d'una bombolla en el preu de les empreses tecnològiques, primer, i en el dels habitatges d'alguns països desenvolupats, després.

Els avanços observats en les últimes dècades han convertit les finances conductuals en una possible alternativa a la teoria financera clàssica a l'hora d'explicar el procés de formació del preu dels actius. El principal element que les diferencia del paradigma tradicional és el relaxament dels estàndards de racionalitat dels agents. Per aquest motiu, identifica diverses disfuncions cognitives que afecten el procés de presa de decisions dels individus. Una primera disfunció deriva de la teoria prospectiva, basada en els estudis empírics realitzats per Kahneman i Tversky sobre el procés de decisió dels individus en situacions d'incertesa. ⁴ D'acord amb les seves troballes, els individus avaluen de forma molt diferent les pèrdues i els guanys potencials. En particular, presenten una tendència natural a evitar perdre abans que a guanyar beneficis (coneguda, també, com aversió a les pèrdues). Altres disfuncions responen a la tendència dels individus a sobreestimar les seves capacitats a

1. Vegeu Fama, E. F. (1970) «Efficient Capital markets: A Review of Theory and Empirical Work», *Journal of Finance*.

2. Sharpe, W. F. (1964) «Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk», *Journal of Finance*.

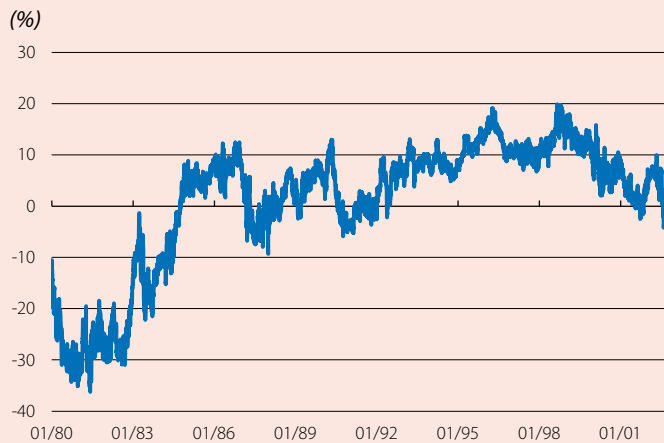
3. Vegeu Shiller, R. J. (1981) «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?», *American Economic Review*.

4. Kahneman, D. i Tversky, A. (1979) «Prospect Theory: An analysis of decision under risk», *Econometrica*.

l'hora de fer projeccions futures (excés de confiança) o a seguir les estratègies de la multitud sense plantejar-se si són lògiques (*herding* o comportament de ramat).⁵

No obstant això, l'existència de disfuncions cognitives no és suficient per explicar les desviacions en el preu dels actius. En efecte, com s'ha esmentat més amunt, malgrat que la gran majoria dels agents presentin biaixos a l'hora de prendre decisions, l'existència d'agents racionals als mercats podria retornar els preus a nivells fonamentals. En conseqüència, perquè els biaixos en la presa de decisions dels agents es tradueixin en desviacions del preu dels actius en relació amb el seu valor fonamental, és necessari que existeixin límits a la capacitat d'arbitratge dels agents racionals. La literatura econòmica identifica nombrosos exemples. Un d'ells és que els mercats no són complets, de manera que l'inversor no troba quins actius poden ajudar-lo a implementar l'estratègia d'arbitratge sense que incorporin riscos addicionals. En altres ocasions, el cost de l'arbitratge és elevat, bé pel cost operatiu de realitzar les operacions als mercats o bé pel cost que representa obtenir el coneixement necessari per dur a terme l'arbitratge. Un últim element que ajuda a explicar els límits existents a l'arbitratge es resumeix en la frase de John Maynard Keynes: «El mercat pot ser irracional més temps del que vostè pot ser solvent». En altres paraules, si la desviació en el preu de l'actiu es manté durant un període excessivament llarg, l'estratègia d'arbitratge pot implicar pèrdues considerables per a l'arbitratgista, que, finalment, pot optar per no dur-la a terme.

Desviació de la valoració relativa entre Royal Dutch i Shell



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de «The Risk and Return of Arbitrage in Dual-Listed Companies».

Un exemple que il·lustra perfectament aquest concepte és el conegut cas de Royal Dutch i Shell Transport. El 1907, les dues companyies van decidir fusionar-se i van repartir els beneficis en una relació de 60:40, però van continuar existint legalment de forma independent i cotitzant per separat a les borses internacionals. Així mateix, van acordar pagar els dividendes en la mateixa proporció. D'acord amb la teoria financera clàssica, el valor de mercat relatiu entre les dues empreses hauria de ser sempre constant i igual a aquesta mateixa relació. Per tant, qualsevol desviació hauria d'haver estat aprofitada pels inversors racionals per realitzar un arbitratge, comprant l'acció relativament barata, venent la cara i conduint de nou els preus a la relació d'equilibri. No obstant això, com s'observa al gràfic, això no va anar així: la desviació entre els valors relatius de les accions va arribar a assolir nivells superiors al 10% en moltes ocasions. Significa això que no hi havia agents racionals? No. De fet, nombrosos *hedge funds* van tractar

d'explotar les possibilitats d'arbitratge entre les dues empreses. No obstant això, el manteniment de les desviacions en nivells elevats entre el 1993 i el 1999 va representar, per a la majoria d'ells, l'assumpció de pèrdues ingents.

En definitiva, malgrat tractar-se d'una disciplina encara molt jove, les finances conductuals han contribuït a explicar les desviacions en els preus dels actius en relació amb els seus valors fonamentals. No obstant això, sembla difícil que substitueixin completament el paradigma de la teoria financera tradicional. Tot fa pensar, per tant, que les dues teories estan obligades a entendre's, ja que, al capdavall, emoció i raó formen part de la naturalesa dels éssers humans.

Joan Daniel Pina

Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

5. Per a més informació, vegeu l'article «Gestió de carteres: de la teoria a la pràctica», del Dossier d'aquest mateix Informe.