

TEORÍA DEL MERCADO EFICIENTE

I. CONCEPTO



La Teoría del Mercado Eficiente es uno de los conceptos clave de las finanzas corporativas y una de las teorías más utilizadas para estudiar el comportamiento de los precios de los mercados financieros. Tiene su origen en la teoría del paseo aleatorio y, por tanto, parte de la idea de que las cotizaciones bursátiles son totalmente impredecibles; de modo que cualquier vaticinio está abocado al fracaso. La Teoría del Mercado Eficiente postula que los inversores, como personas

racionales que son, valoran todos sus activos y títulos por su valor intrínseco u objetivo, en el sentido del precio de equilibrio. En este sentido, dicho valor intrínseco se verá modificado por la nueva información que llegue al mercado, que, por definición, será impredecible.

De este modo, siguiendo a Eugene Fama (1970), profesor de la Universidad de Chicago, es posible decir que un mercado de valores es eficiente cuando la competencia entre los distintos agentes económicos que intervienen en el mismo (inversores), guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su valor intrínseco.

Es decir, para Fama, el mercado se comporta como un juego equitativo o juego limpio (*fair game*) en el que los precios reflejan completa e instantáneamente toda la información disponible; de modo que los inversores no deberán preocuparse por la valoración de los títulos, puesto que éstos estarán perfectamente valorados.

Cabe destacar que el hecho de que el mercado recoja toda la información disponible no significa que todos los intervinientes en el mismo estén informados de todo y sepan interpretar toda la información y determinar sus consecuencias, sino que lo que se resalta es el comportamiento agregado del mercado.

En un mercado eficiente, ningún grupo estaría en situación de desventaja, ni tampoco de ventaja sobre los demás; puesto que todos poseen la máxima información. De forma que el único modo de obtener beneficios extraordinarios es conseguir información que no tengan los demás inversores, o aprovechar las disparidades temporales que puedan surgir entre el precio de mercado de un título y su valor intrínseco.

La búsqueda de información privilegiada, junto con la labor realizada por los analistas, especuladores y arbitrajistas¹ es, precisamente, la que lleva la eficiencia al mercado; por ello, la función de estos agentes económicos es esencial para la consecución de la eficiencia del mercado, siendo la labor del arbitrajista la más importante, y como tal, es posible considerar el arbitraje como la piedra angular de la Teoría del Mercado Eficiente.



De este modo, una de las curiosidades que cabe destacar sobre la eficiencia de los mercados es el hecho de que, para que éstos se comporten de forma eficiente, es necesario que los agentes económicos no creen en la eficiencia del mercado, de modo que traten de descubrir la existencia de ineficiencias. Actuación que provoca que éstas desaparezcan, empujando los precios hacia su valor objetivo, y logrando,

de este modo, la eficiencia del mercado. Esta situación ha sido denominada como la "paradoja del mercado eficiente".

Obviamente, siempre será factible la obtención de beneficios en el corto plazo por motivos de suerte o azar; sin embargo, esta teoría aboga por la imposibilidad de lograr estos beneficios de forma continuada en el largo plazo.

El mercado descrito debe ser forzosamente competitivo, al ser ésta la única manera de que los precios reflejen toda la información que afecte al valor intrínseco de los títulos. Las características que definen un mercado perfecto son las siguientes:

- Amplitud. Cualidad del mercado que depende de la cantidad de activos distintos que se intercambian en él. Cuanto mayor sea dicho número, más amplio será el mercado.
- Transparencia. Un mercado podrá ser definido como transparente cuando todos sus participantes tengan la máxima información sobre las condiciones del mismo, pudiendo tomar sus decisiones de forma adecuada. Esta información deberá ser clara, completa y veraz, y estar accesible para todos los intervinientes en el mercado. Para ello será esencial que sea sencillo obtener dicha información y que el coste de la misma sea nulo.

¹ En economía y finanzas, arbitraje es la práctica de tomar ventaja de una diferencia de precio ... La persona que ejecuta el arbitraje se conoce como arbitrajista

- Libertad. Hace referencia a la inexistencia de limitaciones de entrada y de salida de los agentes económicos en el mercado.
- Profundidad. Característica que refleja el número de órdenes de compra y venta existentes para cada tipo de activo. Cuanto mayor sea dicho número, más profundo será el mercado.
- Flexibilidad. Mide la rapidez en la reacción de los agentes ante los posibles cambios que puedan producirse en el mercado. Para que un mercado sea flexible es esencial que éste sea transparente.

Análisis: ¿De acuerdo con el concepto de mercado eficiente, considera usted que el anterior aspecto teórico, en la práctica se cumple? ¿Qué aspectos considera afectan el grado de eficiencia de un mercado?

II. NIVELES DE EFICIENCIA



Harry Roberts, profesor de la Universidad de Chicago, fue el primero en apuntar, en 1967, tres niveles de eficiencia en función de cuál fuera el conjunto de información disponible y su impacto en las negociaciones. Estos niveles fueron defendidos posteriormente por Fama (1970) y son los que determinan las hipótesis de eficiencia de los mercados de valores, determinadas en función de los siguientes conjuntos de información:

- El conjunto de los precios históricos, testado por Fama en función de la predictibilidad de las rentabilidades (tests of returns predictability).

- El conjunto de la información pública, de modo que ésta fuera incorporada

inmediatamente al valor intrínseco del precio en cuestión (event studies).

- El conjunto de toda la información disponible, sea ésta pública o privada (private information).

1. Hipótesis débil

Según el nivel o la forma débil de eficiencia, un mercado será eficiente cuando sus precios reflejen completa e instantáneamente toda la información histórica disponible: precios históricos de los títulos, volumen de transacciones que éstos representan, etc.

La afirmación anterior tiene como consecuencia principal que el mercado no tiene memoria; de modo que no será posible obtener rendimientos superiores a la media del mercado explotando la información derivada de las series históricas, pues ésta ya estará incorporada en el precio. Lo cual tendrá como principal implicación que el análisis técnico, que se basa exclusivamente en el estudio de dicha información pasada, carecerá de validez.

De este modo, en un mercado eficiente en su forma débil, sólo será posible "batir al mercado" a través de la suerte o el azar, o bien utilizando información de dominio público o privado.

2. Hipótesis intermedia

Según el nivel intermedio o la forma semifuerte de eficiencia, un mercado será eficiente cuando sus precios reflejen completa e instantáneamente, además de la información pasada, toda la información pública disponible que pueda afectar al título en cuestión: cuentas anuales, reparto de dividendos...

De la afirmación anterior se deriva que, no sólo el análisis técnico carecería de validez, sino también el análisis fundamental, basado en el estudio de dicha información pública para obtener carteras con rentabilidades superiores a la media del mercado.

De este modo, en un mercado eficiente en su forma intermedia, sólo será posible "batir al mercado" a través de la suerte o el azar, o bien utilizando información privilegiada, si ésta existe.

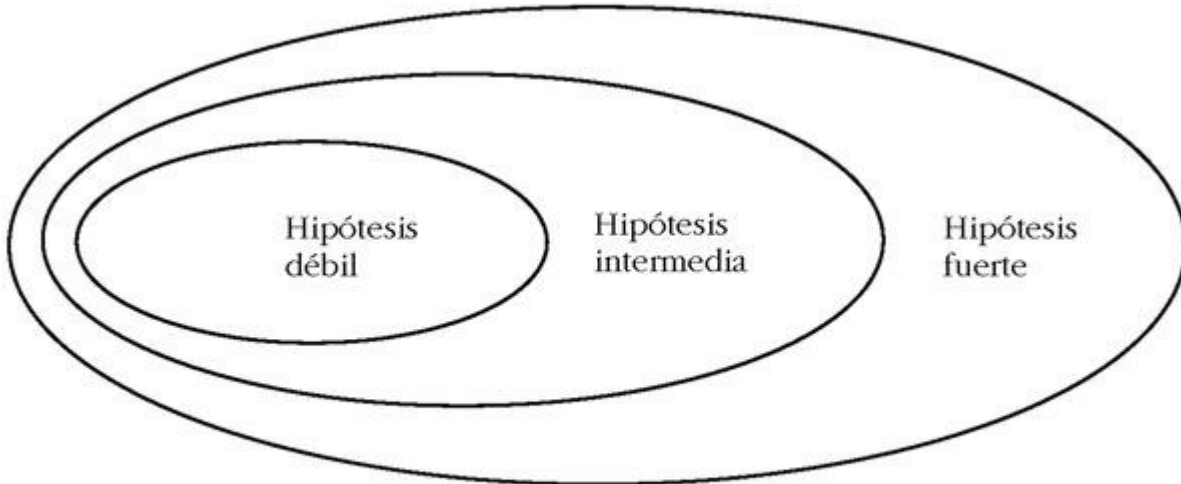
3. Hipótesis fuerte

Según el nivel o la forma fuerte de eficiencia, un mercado será eficiente cuando sus precios reflejen completa e instantáneamente toda la información disponible, sea esta información histórica, pública o privada.

De la afirmación anterior se deduce que ningún método de estudio de la información disponible llevará a la consecución de rentabilidades extraordinarias. De modo que, en un mercado eficiente en su forma fuerte, sólo será posible "batir al mercado" a través de la suerte o el azar. Lógicamente, parece imposible que el mercado sea eficiente en su forma fuerte, pues ello implicaría que se trata de un mercado perfecto, lo cual, como se ha visto anteriormente, es una utopía.

Gráficamente, las hipótesis anteriores se podrían interpretar de la siguiente forma:

Mostrar/Ocultar



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

III. CRÍTICAS

La Teoría del Mercado Eficiente ha sido el paradigma dominante en finanzas durante muchos años, sin embargo, la existencia de diversas anomalías e inconsistencias con dicha teoría hacen que sean muchos los estudiosos que defienden la ineficiencia de los mercados. Entre ellos, cabe destacar los defensores de las finanzas del comportamiento o conductistas.

Los conductistas, apoyados en la psicología, consideran que la asunción de la Teoría del Mercado Eficiente de que los inversores son seres perfectamente racionales, contradice la evidencia, que revela que los individuos no siempre se comportan racionalmente en sentido económico, sino que en ocasiones actúan siguiendo lo que se denomina un "comportamiento de rebaño", de modo que cuando se producen movimientos en los precios en una dirección, ya sea al alza o a la baja, por una ineficiencia en el mercado, más y más agentes se unen a dicha tendencia para aprovecharla. Este comportamiento puede llegar a ser tan irracional que provoque la aparición de burbujas especulativas, viéndose los precios incrementados muy por encima de sus niveles racionales; o incluso crac bursátiles si tras el estallido de la burbuja especulativa surge el pánico financiero.

Asimismo, la existencia de una serie de anomalías en el mercado financiero, como el "Efecto Enero" o el "Efecto Tamaño", que muestran la posibilidad de obtener rendimientos extraordinarios si se siguen determinadas estrategias de inversión, junto con la realidad de la existencia de información privilegiada y costes de transacción, parece evidenciar la ineficiencia de los mercados financieros.



Los contrarios a las finanzas conductuales y defensores de la Teoría del Mercado Eficiente alegan que siempre que las sobrereacciones sean tan frecuentes como las infrarreacciones no se verá alterada la eficiencia del mercado al verse contrarrestadas unas con otras, y destacan que la propia existencia de ineficiencias provoca asimismo, un efecto inverso, pues incrementa la eficiencia de los mercados financieros, en la medida en que promueve la actividad de inversores y analistas quienes, en su tarea de búsqueda de deficiencias explotables, provocan el ajuste rápido y no sesgado del mercado. Para ellos, las finanzas conductuales son una simple colección de anomalías y no una auténtica rama de las finanzas, por lo que no debe considerarse como una buena alternativa a los mercados eficientes.

Una vez conocidas las principales críticas que recibe la Teoría de los Mercados Eficientes, cabe destacar una serie de factores que contribuyen a que el debate entre los defensores y los detractores de la eficiencia de los mercados no tenga final. Entre ellos cabe destacar los siguientes:

- La magnitud del mercado. Si el mercado es eficiente, los precios de los productos rondarán su valor razonable, por lo que únicamente realizarán una gestión activa aquellos inversores que gestionen una gran cantidad de dinero. Lo anterior se debe a que la pequeña ganancia que puedan obtener en términos relativos, será justificable en términos absolutos.
- El sesgo en la selección de mercados. Si un inversor descubre un método de selección de mercados con el que logre sistemáticamente unos rendimientos superiores a los del mercado, se guardará dicho método y no lo compartirá, pues si no lo hace, otros gestores lo copiarán y desaparecerá inmediatamente su ventaja.
- La suerte. Mediante métodos probabilísticos es posible que un gestor obtenga ganancias superiores a las del mercado durante un período determinado. Sin embargo, al igual que puede obtener rendimientos superiores, también podrá obtener sistemáticamente pérdidas superiores a las del mercado.

- **Análisis:** ¿A qué se refiere el artículo cuando habla de la racionalidad de los actores del mercado? ¿Cómo afecta este aspecto en una economía?

Bibliografía

Expansion.com
Gutiérrez Fernández, Milagros