

“Un ‘crash’ bursátil no implica una burbuja previa, sino falta de información”

Managers, analistas financieros e inversores sofisticados venden sus acciones en bolsa en cuanto saben que la compañía irá peor y antes de comunicarlo al mercado.

C.M. CANALS, Barcelona

“Hay evidencia empírica de que en la bolsa estadounidense muchas caídas vertiginosas de la cotización de empresas, lo que llamamos *crashes*, no responden a que de repente se ha desinflado una burbuja previa”, sostiene José María Marín, profesor titular de Economía Financiera en la Universitat Pompeu Fabra (UPF).

Marín, de 37 años, obtuvo en 1989 premio extraordinario de Licenciatura en Económicas en la Universidad de Murcia y se doctoró en la de Pennsylvania en 1994. Ha dado clases en las Universidades de Wharton, Pacífico y Torcuato di Tella. Es consultor de Quantitative Financial Strategies y su afiliada Grossman Asset Management, de Estados Unidos, de varias gestoras de fondos españolas y del Banco Central Europeo.

La causa última de esos *crashes* inesperados parece estar en que “no han ido llegando oportunamente al mercado las malas noticias que sobre la marcha de la empresa o sus perspectivas de futuro tenían los *insiders*”, es decir, aquellos profesionales que tenían información privilegiada sobre la marcha y perspectivas de la empresa: managers, analistas financieros o inversores sofisticados. Como esas malas noticias no se divulgan, se van acumulando hasta que de alguna manera pasan a ser de dominio público y una masa de inversores se pone a vender, lo que hunde la cotización.

Con esta tesis, el profesor Marín pone en cuestión la forma dominante de entender los *crashes* de los títulos de una empresa, que es suponer que el valor se fue



José María Marín, profesor de Economía Financiera de la UPF

hinchando hasta que de repente cae, por ejemplo, un veinte por ciento: se ha pinchado la burbuja preexistente y ha estallado. Ese modo de entender el fenómeno no es suficiente para explicar dos hechos: en la bolsa norteamericana, “el noventa por ciento de los grandes cambios de precios en un intervalo de tiempo corto son caídas”, cuando la lógica estadística diría que subidas y bajadas tendrían que estar igualadas. Además, en muchas ocasiones “estas caídas se producen en días en los que no se ha producido noticia grave alguna”.

En tercer lugar, la teoría

“Tras los ‘crashes’, la incertidumbre en los mercados, en vez de disminuir, aumenta”

de la burbuja supone que, cuando estalla y se hunde la cotización, desaparece la incertidumbre, porque esos títulos ya han alcanzado su precio adecuado. “Sucede lo contrario: lo normal es observar que la incertidumbre en los mercados, en vez de disminuir, aumenta tras los *crashes*, porque la mayoría de los inversores no sabe qué información tenían los

insiders sobre la marcha de la empresa”.

Hay estudios sobre la bolsa estadounidense que muestran que esos *insiders* han ido vendiendo parte de sus acciones entre tres y doce meses antes de que se produzca una caída en picado de la cotización. “No hablo de todas las empresas ni de todos los managers o analistas: los estudios simplemente reflejan una información estadística”. Llega un momento en que dejan de vender para que, cuando se produzca el *crash*, no se les pueda acusar de haber usado información privilegiada en provecho propio.

Esos meses en que los *insiders* no venden es lo que Marín llama el *perro que no ladra*, en un documento de trabajo que está ultimando y que se titula *The dog that did not bark: crashes and rational expectations*. Recuerda una novela de Sherlock Holmes: el detective llega a la

“Los ‘insiders’ dejan de vender para que no se les acuse de utilizar información privilegiada”

casa donde esa noche se ha cometido un asesinato y pregunta al dueño si el perro ladró. ¿Por qué hace esa pregunta? Porque si el perro no ladró quiere decir que conocía al asesino y estaba habituado a que entrara y saliera de la casa.

Ese fenómeno ocurre en parte por motivos institucionales, entre ellos aspectos regulatorios del mercado de Estados Unidos. Uno de ellos es la regla *up tick*, según la cual sólo se puede hacer una venta al descubierto (es decir, pidiendo prestadas las acciones que no se tienen) a un precio superior o igual al de la transacción anterior, cuando ésta fue una subida. Y es frecuente que sea escaso el número de acciones disponibles para operaciones al descubierto. Otro factor es que, en general, los gestores de fondos de inversión no pueden vender al descubierto por valor superior a un determinado porcentaje del valor total del fondo. El resultado es que no se pueden materializar órdenes de venta que hubieran sido una señal para el mercado. “Eso no ocurre cuando hay mercado de futuros so-

bre acciones, como es el caso de España, pero es un producto tan reciente que no hay evidencia empírica de su efecto global”. En Estados Unidos sólo hay opciones sobre acciones.

Otro problema es que, aunque el *insider trading* está prohibido, demostrarlo es muy difícil. Según el profesor Marín, “sería conveniente que se ampliase la obligación de difundir públicamente información relevante en el momento justo en que se produce. Por ejemplo, si una empresa había anunciado al mercado que estaba negociando un contrato importante, exigir que se haga pública una reducción de expectativas justo cuando los managers saben que eso ha sucedido”.

¿Son buenos o malos los *crashes*? Es inevitable que

“El 90% de los grandes cambios de precios en un intervalo de tiempo corto son caídas”

los precios de las acciones vayan subiendo y bajando, según la compañía vaya mejor o peor. “Al final, la valoración sobre la conveniencia o no de los *crashes* depende de si uno prefiere caídas bruscas o suaves en las cotizaciones”. A los inversores con mentalidad de largo plazo —como los fondos de pensiones— les da igual que haya momentáneas caídas bruscas: en su perspectiva de diez años, eso no es relevante. Pero si el descenso del precio se produce suavemente, los inversores con una perspectiva de corto o medio plazo tienen más tiempo para salir del valor.